

Übersicht

Vierzig Jahre Erfahrung mit dem OECD-Kodex zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs

Overview

Forty Years' Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements

Die Übersichten enthalten auszugsweise Übersetzungen von OECD-Publikationen. Sie sind unentgeltlich beim Online-Bookshop der OECD erhältlich (www.oecd.org/bookshop).

Diese Übersicht ist keine amtliche OECD-Übersetzung



ORGANISATION FÜR WIRTSCHAFTLICHE ZUSAMMENARBEIT UND ENTWICKLUNG

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT

Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

1. Der auf den OECD-Kodizes basierte Liberalisierungsansatz im Wandel des globalen Umfelds

Der OECD-Kapitalverkehrskodex ist das einzige multilaterale Instrument zur Förderung der Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs.

Die OECD setzt sich seit vierzig Jahren für die schrittweise Liberalisierung der Leistungs- und Kapitalbilanzströme in den Mitgliedstaaten ein. Seit ihrer Gründung im Jahr 1961 hat ihr Bekenntnis zur Marktöffnung in zwei Kodizes Ausdruck gefunden, dem Kodex zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs und dem Kodex zur Liberalisierung des Dienstleistungsverkehrs. Von diesen beiden besteht heute der Kapitalverkehrskodex als einziges multilaterales Instrument zur Förderung der Liberalisierung der Kapitalströme fort.

Beschränkungen des Kapitalverkehrs wurden in praktisch allen OECD-Mitgliedstaaten abgeschafft.

Im OECD-Raum ist die Liberalisierung des Kapitalverkehrs nun so weit fortgeschritten, dass Beschränkungen in praktisch allen Mitgliedstaaten abgeschafft sind. Sowohl innerhalb als auch außerhalb der OECD wurde die Bitte geäußert, die langjährigen Erfahrungen der Organisation bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs weiteren Kreisen zugänglich zu machen, zumal seit 1994 noch sechs weitere Mitglieder der OECD beigetreten sind (Mexiko, die Tschechische Republik, Ungarn, Polen, Korea und die Slowakische Republik).

Mit dem Peer-Review-System der OECD haben die Mitglieder die Möglichkeit, "Benchmark"-Vergleiche ihrer Regelungen und Maßnahmen anzustellen.

Nach Ansicht vieler könnte diese auf dem bewährten Peer-Review-Approach der OECD beruhende Kodex-Erfahrung für die politischen Entscheidungsträger in Schwellenländern bei der Öffnung ihres Kapitalverkehrs hilfreich sein, insbesondere heute, da durch potenziell hochvolatile Kapitalflüsse eine erhöhte Risikoanfälligkeit bei Öffnung des heimischen Finanzmarkts besteht. Die OECD-Mitglieder haben sich diesen Risiken gestellt und weiter liberalisiert, um die grundlegenden Vorteile zu nutzen, die mit dem Zugang zu mehr Kapitalressourcen sowie zu mehr Wissen und Technologie verbunden sind. Der OECD-Ansatz beruht weder auf einer Doktrin, einem politischen

Verhandlungsergebnis, noch auf detaillierten Anweisungen, wie eine solche Politik umzusetzen ist, sondern vielmehr auf einem gemeinsamen Lernprozess von gegenseitigem Nutzen, bei dem einzelne Schwierigkeiten oder gemeinsame Hürden auf dem Weg zur Öffnung der Märkte geprüft und erörtert werden. *Peer Pressure* in einem multilateralen Rahmen ist für die Staaten häufig ein starker Anreiz, politische Kurskorrekturen vorzunehmen. "Benchmark"-Vergleiche der eigenen Regelungen und Maßnahmen mit denen der anderen Teilnehmer an diesem Prüfverfahren dienen den Ländern als Orientierungshilfe und unterstützen sie bei den komplexen politischen Fragen, die sich bei der Liberalisierung des Finanzsektors stellen.

Die Reform der Finanzordnung im Inlandsverkehr und die Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs sind Prozesse, die sich gegenseitig stärken...

Die Studie beschreibt die Rolle der OECD bei der Förderung, Festigung und Verankerung der Liberalisierungsmaßnahmen ihrer Mitglieder. Sie weist auf die Bedeutung geeigneter makroökonomischer Randbedingungen, darunter die Notwendigkeit einer mit dem vorhandenen Wechselkurssystem stimmigen Politik, hin, geht jedoch - da dies den Rahmen sprengen würde - nicht im einzelnen auf die Volkswirtschaftspolitik der Mitglieder ein. Sie zeigt die engen und komplexen Beziehungen zwischen der Liberalisierung des In- und Auslandskapitalverkehrs auf. Sie geht von der These aus, dass die beiden Prozesse - Liberalisierung des Finanzsektors im Inland und Lockerung der Kontrolle grenzüberschreitender Kapitalströme - Ergebnis derselben Anreize und Notwendigkeiten sind. In den Ländern, die ihren Finanzsektor reformiert haben, um die Vorteile einer marktbasierter Allokation von Kapitalressourcen, seien sie in- oder ausländischer Herkunft, zu nutzen, kommt dieser gegenseitig stärkende Effekt ganz klar zum Ausdruck.

...da beide die Vorteile einer marktbasierter Kapitalallokation zu nutzen suchen.

In keinem anderen Bereich hatte die Revolution der Informations- und Kommunikationstechnologien (als Hauptfaktor zur Förderung der Globalisierung) so tiefgreifende Auswirkungen wie im Finanzsektor. Die Ergebnisse sind überall an der beträchtlichen Zunahme der Kapitalströme ersichtlich, die für alle Länder, die voll an der Weltwirtschaft teilhaben wollen, eine Liberalisierung unumgänglich machen.

Um an den komplexen internationalen Finanzmärkten unserer Epoche aktiv mitwirken zu können, ist eine Liberalisierung des Kapitalverkehrs letztlich unvermeidbar.

Mit der Entwicklung eines neuen internationalen Finanzumfelds hat sich die Situation im Bezugszeitraum tiefgreifend geändert. Fortschritte in der Kommunikationstechnologie, Produktinnovation und der Liberalisierungsprozess selbst hatten erhebliche Auswirkungen auf die herkömmliche Funktionsweise des Finanzsystems, die ihrerseits Veränderungen des institutionellen und Regulierungsrahmens nach sich zogen. Die gemeinsam wirkenden Kräfte eines raschen technologischen Wandels, eines breiteren Angebots von Produkten und Dienstleistungen und von Konsolidierungen und Fusionen (auch grenzüberschreitend) im Finanzsektor haben die Politiker und Regulierungsbehörden auf nationaler und internationaler Ebene vor eine ganz andere Art von Herausforderungen gestellt. In den letzten zwanzig Jahren hat sich der Verordnungsrahmen für

Finanzinstitutionen erheblich gewandelt. Dabei wurde der Schwerpunkt zunehmend auf Aufsichtsmaßnahmen und Kooperation zwischen den nationalen Regulierungsbehörden gelegt. Da immer mehr Länder dank ihrer ökonomischen und institutionellen Entwicklung in die hochentwickelten internationalen Finanzmärkten voll eingebunden sind, wird sich dieser Trend fortsetzen. Es ist nicht länger eine Frage, ob liberalisiert werden soll oder nicht, sondern es geht darum, die damit verbundenen Kräfte und Spannungen besser zu verstehen, um aus der finanziellen Integration den größtmöglichen wirtschaftlichen und sozialen Nutzen ziehen zu können.

Allerdings muss auch damit gerechnet werden, dass es zu Finanzkrisen kommen kann, wie es uns die 90er Jahre deutlich in Erinnerung gerufen haben...

Banken- und Währungskrisen mit erheblichen wirtschaftlichen und sozialen Kosten treten immer wieder auf, nicht rein zufällig, sondern aufgrund verschiedener kumulierter Belastungen des Finanzsystems und anderer Wirtschaftsbereiche. Während bereits seit langem Einigkeit darüber steht, dass die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen, einschließlich Wechselkursystem, einen wichtigen Faktor zur Erreichung einer adäquaten Liberalisierung darstellen, geriet in letzter Zeit zunehmend die Belastung durch institutionelle Schwächen oder Governance-Versagen ins Blickfeld. Banken- und Währungskrisen sind natürlich nichts Neues; dennoch ist festzustellen, dass sie in den 90er Jahren gehäuft auftraten. Sollen daher Lehren aus der gemeinsamen Erfahrung der OECD-Mitglieder bei ihren Liberalisierungsanstrengungen gezogen werden, ist die immense Zunahme der Kapitalmobilität im vergangenen Jahrzehnt zu berücksichtigen, das zudem in zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften, darunter auch in einigen der neuen OECD-Mitglieder, von schweren Währungs- und Bankenkrisen gekennzeichnet war.

...Damit wurden Krisenprävention und Krisenmanagement zu einem der prioritären Anliegen.

Durch Ansteckungseffekte wurden die Turbulenzen, die 1997 in Südostasien begannen, zu einer internationalen Finanzkrise von - in Friedenszeiten - selten großem Ausmaß. Damit wurden in der internationalen Diskussion über die Liberalisierung des Kapitalverkehrs Krisenprävention und Krisenmanagement zu den beherrschenden Themen. Die Studie stellt die OECD-Erfahrung in den Rahmen eines sich wandelnden Umfelds, der aktuellen internationalen Debatte sowie der Initiativen zur Vorbeugung von Krisen.

In der Diskussion über die Notwendigkeit einer neuen internationalen Finanzarchitektur...

Das Ausmaß und die rasche Ausbreitung der jüngsten internationalen Finanzkrisen haben das Interesse an möglichen Beziehungen zwischen der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und der Instabilität der Finanzmärkte neu entfacht. Die Studie erinnert an die Ansicht vieler Experten und Marktteilnehmer im Anschluss an die Asienkrise, dass die Politiker sowie die internationale Finanzgemeinschaft auf die Bewältigung von Krisen unzulänglich vorbereitet waren. Es wurde sowohl eine neue "internationale Finanzarchitektur" mit der Reform der Bretton-Woods-Institutionen gefordert, als auch die Debatte über die Vor- und Nachteile von Devisenbewirtschaftungsmaßnahmen erneut aufgerollt.

...bildete sich ein wachsender Konsens, sich auf Standards, Leitlinien und bewährte Praktiken zu stützen, um eine wohl geordnete, sichere Liberalisierung des Kapitalverkehrs zu gewährleisten.

Seit diesem Zeitpunkt wurde intensiv daran gearbeitet, allgemein gültige beste Verfahrensweisen in Schlüsselbereichen der Finanz- und Wirtschaftspolitik als wirksamen Ansatz zur Krisenprävention zu ermitteln und zu entwickeln. Und dabei hat sich allgemein Einigkeit über die Vorteile herauskristallisiert, weiterhin auf der Grundlage von Normen vorzugehen. Natürlich sind Standards kein Allheilmittel, sie können jedoch als Fundament zur Verbesserung des Systems dienen. Krisenprävention kann wirksamer betrieben werden, wenn sie sich auf zeitgerechte Information, geeignete Abhilfemaßnahmen, darunter eine nach modernen Kriterien eingerichtete Aufsicht, und hochwertige Institutionen stützen kann. Zugegebenermaßen gibt es hier Grenzen und Hindernisse. So können die Informationen nicht immer innerhalb des gewünschten Zeitrahmens beschafft werden. Trotz moderner Frühwarnsysteme, die von den Aufsichtsbehörden zur Signalisierung bevorstehender Krisen eingerichtet wurden, erfolgt die Warnung aufgrund der Sofortwirkung der Datenflüsse an den Finanzmärkten mitunter erst nach Eintritt der Vorkommnisse. Die Bankenaufsicht kann gar nicht so streng sein, dass ein ausartendes Risiko- oder Herdenverhalten durch Finanzeinrichtungen völlig ausgeschlossen werden kann. Als grundsätzliche Schwierigkeit lässt sich sagen, dass der institutionelle Rahmen zwar verbessert werden kann, es jedoch geraume Zeit erfordert, neue Praktiken zu verankern und voll umzusetzen - was im Übrigen weitere Appelle an die politischen Entscheidungsträger, in ihren Reformbemühungen im Laufe der Zeit nicht nachzulassen, rechtfertigt.

Einigkeit herrscht auch darüber, dass Devisenbeschränkungen für die OECD-Staaten keine mögliche Alternative mehr darstellen.

Laut Studie betrachten die OECD-Mitglieder den Rückgriff auf Devisenbewirtschaftungsmaßnahmen angesichts der Weiterentwicklung in Governance-Fragen und der hochintegrierten Finanzmärkte der heutigen Zeit nicht mehr als ein Instrument, das für ihre Länder in Frage kommt. Sie geht auch kurz auf Vorschläge für eine bessere Kommunikation mit Gläubigern und Investoren sowie die Mitwirkung des Privatsektors bei der Lösung von Schuldenkrisen staatlicher Kreditnehmer ein.

Einwandfrei funktionierende Institutionen sind ein Schlüsselfaktor für den Erfolg der Liberalisierung...

Verzerrungen, die hinsichtlich Währungsrisiko und Fälligkeitsstruktur von Aktiva und Passiva ein starkes Mismatch in der Bilanz von Banken und Unternehmen generieren, sowie eine schwache, ineffiziente Aufsicht haben mit der Qualität und dem einwandfreien Funktionieren der Institutionen in einer Volkswirtschaft zu tun. Gut funktionierende Institutionen sind äußerst wichtig, um Belastungen und externen Schocks standzuhalten, wie in der internationalen Diskussion von Ökonomen und politischen Entscheidungsträgern gleichermaßen bekräftigt wird. Die Erfahrungen der jüngsten Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften hat deutlich gemacht, wie wichtig eine gut entwickelte institutionelle Infrastruktur gemeinsam mit einem soliden Informations- und Aufsichtssystem sind, um die Anfälligkeit gegenüber externen Einflüssen so gering wie möglich zu halten.

...der noch durch weitere empirische Untersuchungen zu untermauern ist.

Die Studie weist auf die Notwendigkeit hin, den institutionellen Rahmen und die Fähigkeit der Institutionen, Druckbelastungen und Schockeffekten standzuhalten, noch näher zu untersuchen. Sie führt eine Reihe stilisierter Indikatoren an, auf sich die meisten der OECD-Mitglieder sowie einige der aufstrebenden Nichtmitgliedsvolkswirtschaften geeinigt haben. Es ist eine bunte Mischung von Indikatoren für den Entwicklungsgrad des inländischen Finanzmarkts, für institutionelle Aufsichtssysteme sowie Schätzansätze zur Messung der Stärke von Kapitallenkungsmaßnahmen zu verschiedenen Zeitpunkten. Mit einigen spezifischen Ausnahmen begann die Deregulierung der inländischen und grenzüberschreitenden Kapitalströme in den älteren OECD-Mitgliedstaaten zu einer Zeit, als bereits solide, gut funktionierende Finanzinstitutionen etabliert waren. Die jüngeren Mitglieder hatten weniger Zeit, um vor der Liberalisierung des Auslandskapitalverkehrs eine entsprechende Reife ihrer institutionellen und Governance-Strukturen zu erreichen. Sie haben daher im Schnellsiedeverfahren zugleich Liberalisierungs- und Institutionsaufbaumaßnahmen vorgenommen. Ein Blick auf die wichtigsten Nichtmitgliedsländer in Südamerika, Afrika und Asien bringt kein eindeutiges Ablaufmuster zum Ausdruck. In einigen Fällen wurden Liberalisierungsmaßnahmen auch wieder rückgängig gemacht.

Die Erfahrung der OECD-Mitglieder mit der progressiven Liberalisierung des Kapitalverkehrs war generell positiv...

Die Studie berichtet im einzelnen über die Liberalisierungserfahrungen der älteren OECD-Mitglieder. Darüber hinaus geht sie auf die noch frischen Erfahrungen der sechs neuen Mitglieder bei der Umsetzung der Verpflichtungen aus den Kodizes ein. Insgesamt war die Erfahrung der Mitglieder mit der progressiven Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs positiv. Effizienzsteigernde Effekte für die Volkswirtschaft waren die Abschaffung von Hemmnissen für eine effiziente Kapitalallokation im grenzüberschreitenden Verkehr und die Erweiterung des Zugangs zu Kapitalressourcen für intertemporale Anlageentscheidungen der Länder. Die Marktöffnung für zufließendes ausländisches Kapital hat zur Stärkung des Wettbewerbs und dadurch zur Leistungsverbesserung der inländischen Finanzinstitutionen geführt.

... da sich dadurch die Wettbewerbsfähigkeit des Bankensektors und der Privatwirtschaft und die Anlagemöglichkeiten verstärken.

Für die Privatwirtschaft eröffnete sich dadurch die Gelegenheit zur Emission von Wertpapieren im Ausland und zum Kennenlernen von Offenlegungs- und anderen Corporate Governance-Normen, wie sie an fortgeschrittenen Kapitalmärkten gefordert werden. Für private Haushalte und Unternehmen bot sich der greifbare Vorteil, Länderrisiken durch Portfoliodiversifizierung zu reduzieren. Wie bereits oben ausgeführt, war die Krisenerfahrung in den älteren Mitgliedstaaten relativ gering, da die Liberalisierung, Deregulierung und die Reform des Finanzsektors im Inland größtenteils aufeinander abgestimmt verliefen.

Finanzsektorschwächen zeigten sich vor allem in jenen neuen Mitgliedstaaten, in denen Verzögerungen in den Strukturreformen und im Aufbau der Institutionen zeitweise ernstliche Governance-Probleme aufdeckten.

Ein wichtiger Teil des Liberalisierungsprozesses in den sechs jüngsten Mitgliedstaaten der OECD war die Entwicklung und Verbesserung der Finanzregulierung und Finanzaufsicht. Viele der

Hindernisse für eine vollständigere Liberalisierung waren anfänglich eine unzureichend entwickelte bzw. durchgesetzte Finanzregulierung und Finanzaufsicht und zum Teil das Festhalten an veralteten, zu bürokratischen Verfahren mit hohen Ermessensspielräumen. Sowohl im Banken- als auch im Wertpapiersektor gab es erhebliche institutionelle Schwächen, und den Behörden fehlte es an Durchsetzungskraft, um den zur Berücksichtigung von internationalen Normen und Grundsätzen geänderten Regulierungsrahmen zur Anwendung zu bringen. Unter den neuen mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländern war der Druck der Asien- und Russlandkrise 1997-98 insbesondere in der Tschechischen Republik und in Polen zu spüren. Korea und Mexiko wurden beide kurz nach ihrem Beitritt zur OECD in vollem Ausmaß von einer Finanzkrise getroffen.

Ein gesamtheitliches Vorgehen und ein resoluter Reformwille sind ausschlaggebend...

Wie die Erfahrung zeigt, ist es wichtig, dass umfassende Reformen durchzuführen, die sich durch alle Bereiche der Wirtschaft ziehen; halbliberalisierte Systeme können zu starken Ungleichgewichten führen, deren Behebung wirtschaftlich, finanziell und sozial extrem teuer werden kann. Ein allumfassendes Vorgehen und ein resoluter Reformwille sind daher ausschlaggebend, um in der sensiblen Phase der Liberalisierung des Kapitalverkehrs glaubwürdig zu sein. Erwartungen, die von einem Versagen der Reformprogramme ausgehen, können rasch negative Auswirkungen auf die Einschätzung der Investoren bezüglich der Lage eines Landes haben.

...um im Liberalisierungsprozess glaubwürdig zu sein und zu bleiben.

Wichtig ist in diesem Zusammenhang auch, dass die Regierungen in der Reformzeit allen Marktteilnehmern dieselben Signale vermitteln, d. h. dass die feste Absicht verkündet wird, einen geregelten Prozess der Liberalisierung des Kapitalverkehrs in Angriff zu nehmen, dessen Phasen jeweils im voraus angekündigt werden und der durch entsprechende Maßnahmen flankiert wird. Unter den sechs neuen Mitgliedstaaten sticht Ungarn mit seiner Strategie und Signalisierung der politischen Absichten als besonders erfolgreich hervor.

Ausgehend von der Erfahrung der älteren OECD-Mitglieder haben die neuen Mitglieder von der Wiedereinführung von Lenkungsmaßnahmen...

Wie die Studie ausführt, hat keines der neuen, in eine Finanzkrise geratenen Mitglieder trotz Ausmaß der Krise von den Ausnahmeregelungen des Kodex Gebrauch gemacht, bereits ergriffene Liberalisierungsmaßnahmen auszusetzen. Während die älteren OECD-Mitglieder vor mehreren Jahrzehnten mehrmals die Ausnahmemöglichkeiten in Anspruch nahmen, nehmen sie nun immer mehr davon Abstand, erneut zu Lenkungsmaßnahmen zu greifen, wie es die Krisen des Europäischen Wechselkursmechanismus in einigen der älteren OECD-Mitgliedsländern belegen.

... in Zeiten akuter Finanzturbulenzen Abstand genommen..

Zusätzlich zur Tatsache, dass solche Maßnahmen, sobald die Liberalisierung einer kritischen Masse erfolgt ist, nur beschränkt wirksam sind, ist ein weiterer wichtiger Grund die Negativbeurteilung durch die internationalen Marktteilnehmer. Ein Land, das bereits liberalisierte Kapitalströme wieder Kontrollen unterwirft, wird nicht nur bei der künftigen Kreditaufnahme an Auslandskapitalmärkten Probleme zeitigen, sondern läuft auch Gefahr, für längere Zeit in der

Entwicklung des eigenen Finanzplatzes und in den Beziehungen zu den anderen Finanzstandorten zurückfallen.

Als Ergänzung der Berichte über die Gesamterfahrungen in den älteren und neueren OECD-Mitgliedstaaten werden im Anhang einzelne Länderfallstudien dargestellt. Sie behandeln die Erfahrung mit der parallel durchgeführten Deregulierung und Reform des inländischen Finanzsektors und der Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs in Finnland, Frankreich und in Portugal mit dem Ziel, die Unterschiede in den Ansätzen und die gemeinsamen Schwierigkeiten herauszuarbeiten. Unter den jüngeren Mitgliedern wird die Tschechische Republik und die dort im Mai 1997 aufgetretene Währungskrise besprochen. Der Fall veranschaulicht die zentrale Bedeutung, die im Zuge der Liberalisierung der Förderung von standardgemäßen Praktiken der Kreditvergabe und des Risikomanagements im Bankensektor sowie einer effizienten Bankenaufsicht zukommt.

2. Zusammenfassung – Lehren und Schlussfolgerungen

Für eine erfolgreiche Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs sind sowohl die Chancen als auch die Risiken des freien Zugangs zu den internationalen Kapital- und Geldmärkten zu beachten.

Angesichts der Vielzahl von Fragen und politischen Aspekten, die sich bei der Diskussion um die Öffnung des Auslandskapitalverkehrs stellen, ist der grundlegende und bisher unangefochtene Vorteil der Liberalisierung zu berücksichtigen, nämlich der Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten, der für ein Land die Möglichkeit der Finanzierung aller sozial und wirtschaftlich förderlichen Aktivitäten bietet, ungeachtet der Beschränkung durch das Sparaufkommen, das die heimische Wirtschaft aufbringen kann. Im Anschluss daran stellt sich die Kernfrage, wie dieses zusätzliche Kapital einzusetzen ist? Aus den Antworten darauf kann auf etwaige Anfälligkeiten geschlossen werden, die die Außenverschuldung erhöhen können; Anfälligkeiten, die sich letztlich in der Zahlungsbilanz wiederfinden, im Grad der Transparenz und Offenlegung dieser Fakten, im Risikomanagement und in der wirksamen Aufsicht über die Finanzmittler, im rechtlichen Rahmen zur Durchsetzung von Vertragsverpflichtungen, in der Eintragung und Durchsetzung bei der Inanspruchnahme von Sicherheitsleistungen, in den Insolvenzverfahren, in den Governance-Praktiken des öffentlichen und privaten Sektors etc.

Grundvoraussetzung sind Information...

Als wichtigste Lektion ist darauf hinzuweisen, dass bei Anbahnung des Liberalisierungsprozesses die Bereitstellung und Verbreitung einschlägiger Informationen von höchster Bedeutung ist. Für eine effiziente Kapitalallokation, zur Prävention von Schieflagen der Zahlungsbilanz, zur Vermeidung etwaiger Schwächen und Verzerrungen in der Bankenaufsicht und bei Governance-Systemen brauchen die Marktteilnehmer, Aufsichtsbehörden und sonstigen Entscheidungsträger unbedingt relevante Informationen.

... Offenlegung und volle Transparenz mit dem Ziel, Risiken zu erkennen und Vertrauen zu schaffen.

Wichtig sind Angaben, die die Anleger in die Lage versetzen, die Transparenz und Glaubwürdigkeit offengelegter Finanzausweise und Audits sowie die Einhaltung von Regulierungs- und Aufsichtsvorschriften zu beurteilen. Die Weitergabe von Informationen muss ferner zeitgerecht und im Einklang mit den makroökonomischen Eckdaten und der Politik des jeweiligen Landes erfolgen, um die internationalen Märkte zu informieren und uninformiertem Herdenverhalten vorzubeugen. Darüber hinaus sind gezielte Informationen nötig, um etwaige und effektiv vorhandene Systemanfälligkeiten rechtzeitig aufzudecken, um Gegenmaßnahmen ergreifen zu können.

Das Kernstück jedes Finanzsystems ist der institutionelle Rahmen und das Informationsgerüst sowie das Potenzial für langfristige Geschäfte...

Eine zweite Lektion, über die in der internationalen Diskussion über die Liberalisierung des Kapitalverkehrs immer mehr Einigkeit besteht, ist die zentrale Rolle der Institutionen – ihrer Qualität, ihres einwandfreien Funktionierens sowie ihrer Belastbarkeit in Krisensituationen. Es wurde darauf hingewiesen, dass das Kernstück jedes Finanzsystems der institutionelle Rahmen und das Informationsgerüst sowie das Potenzial für langfristige Geschäfte ist, ohne die es nicht möglich ist, den Ungewissheitsfaktor in Form eines marktfähigen Risikos zu bewerten. Das gilt insbesondere für den Rechtsrahmen und das Vertragssystem; wichtig im Rahmen von Benchmark-Vergleichen der Infrastruktur eines Landes sind jedoch auch hohe Governance-Standards im öffentlichen und privaten Sektor. Ebenfalls analysiert werden im Zusammenhang mit der Kapitalmarktliberalisierung die Rolle der Verfassung, der Gerichtsbarkeit, der Eigentumsrechte und anderer übergeordneter institutioneller Rahmenbedingungen, die sich nur langsam weiterentwickeln.

... obgleich aufgrund externer Einflüsse oder einer unausgewogenen Volkswirtschaftspolitik auch bei standfesten Institutionen und solider Governance eine Krisenanfälligkeit nicht ausgeschlossen werden kann.

In weiteren Untersuchungen sollten die Beziehungen zwischen der Liberalisierung des In- und Auslandskapitalverkehrs und der diesbezüglichen Rolle der Institutionen noch näher geprüft werden. Im Augenblick kann noch nicht gefolgert werden, dass Volkswirtschaften mit einem geeigneten institutionellen Rahmen und Governance-System und einem fest etablierten Finanzsektor den Kapitalverkehr voll liberalisieren können, ohne je mit der Gefahr einer Währungskrise konfrontiert zu sein. Einflussgrößen sind die Stimmigkeit der Haushalts-, Währungs- und Wechselkurspolitik sowie die Stärke eines etwaigen externen Schocks. Die in der Studie angeführten Indikatoren sind ein Versuch, die Belastbarkeit der Institutionen und des Finanzsektors eines Landes im Zuge der Kapitalmarktliberalisierung zu bewerten. Sowohl innerhalb als auch außerhalb des OECD-Raums gibt es Beispiele, wo Länder mit scheinbar soliden Institutionen und einem als ausreichend angesehenen Entwicklungsgrad ihres Finanzmarkts bei Öffnung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs in Krisensituationen schlitterten. Das steht jedoch nicht im Widerspruch zur Aussage, wie wichtig ein gut funktionierender institutioneller Rahmen ist; genau so wenig enthebt es von der Notwendigkeit, die Rolle der Institutionen und die Messung ihrer Belastbarkeit, wie oben angeregt, weiter zu erforschen.

Eine mögliche Lösung für Länder mit Institutionen und einer Bankenaufsicht, die als noch nicht ausreichend erachtet werden, wäre eine Liberalisierung in aufeinanderfolgenden geplanten Schritten.

Hier stellt sich die Frage, ob die Länder, in denen die nötigen Institutionen noch nicht im erforderlichen Ausmaß vorhanden sind und der Finanzsektor noch nicht ausreichend entwickelt ist, die Liberalisierung aufschieben oder die Beschränkungen in einer geplanten Abfolge schrittweise aufheben sollen. Wenn es möglich ist, die Liberalisierungsschritte auf die Umstände abzustimmen und gleichzeitig die Risiken unter Kontrolle zu halten, wäre das ein gangbarer Weg. Allerdings besteht, sobald eine gewisse kritische Masse liberalisiert ist, wie oben ausgeführt, immer die Gefahr, dass die verbleibenden Barrieren umgangen werden. Der Kodizes-basierte Ansatz der OECD empfiehlt, vorrangig für ungehinderte Direkt- und aktienbasierte Portfolioinvestitionsflüsse, gefolgt von schuldtitelbasierten Langzeitkapitalflüssen zu sorgen. Die meisten Mitgliedsländer neigten dazu, die Beschränkungen hinsichtlich nichthandelsbezogener Finanzierungskredite und Einlagegeschäfte an letzter Stelle zu lockern sowie Derivatgeschäfte durch Nichtbanken als Vorkehrung vor Spekulation weiterhin Beschränkungen zu unterwerfen. Das traf mit Abwandlungen auch auf die Mitglieder zu, die in jüngerer Zeit der OECD beitraten. In einigen Ländern führte ein zu starker Rückgriff auf die Vermittlung ausländischen Kapitals durch unzulänglich überwachte und geführte Inlandsbanken - anstelle einer direkten Kapitalaufnahme der Privatwirtschaft im Ausland - dazu, dass Risiken nicht erkannt wurden, die Kapitalallokation nicht optimal war und dadurch die Zahlungsbilanz in eine erhebliche Schieflage geriet.

Eine Abfolge geplanter Schritte funktioniert generell umso besser, je einfacher die Finanzmarktstruktur ist.

Die Strategie, zunächst langfristige, eigenkapitalbasierte Kapitalflüsse zuzulassen und volatile Ströme für kurzfristige Portfolioanpassungen hintan zu halten, funktioniert im Allgemeinen dann am besten, wenn die Finanzmarktstruktur relativ einfach ist. Bereits vor der Verbreitung der neuen Finanzinstrumente und Finanzengineeringtechniken war es schwierig, wirtschaftlich sinnvoll zwischen lang- und kurzfristigen Kapitalflüssen zu unterscheiden. Kurzzeitkredite sind häufig in regelmäßigen Intervallen revolvingierende Kredite, die in der Finanzplanung der Kreditnehmer fest eingeplant sind, während Langzeitinstrumente auf dem Sekundärmarkt kurzfristig veräußert werden können. Bei Direktinvestitionen hatten Anleger bereits seit zahlreichen Jahren die Möglichkeit, durch Besicherung ihrer Aktiva Mittel aufzunehmen und die Landeswährung durch Kassa- und Termingeschäfte zu verknappen. Heute gibt es je nach Kapitalintensität und Liquidität eines Marktes unzählige Mittel und Wege, die effektive Fälligkeit einer Anlage zu ändern.

Sobald in der Finanzmarktentwicklung und Liberalisierung ein kritischer Wert erreicht ist, wird es einfacher, in Krisenzeiten die bestehenden Beschränkungen zu umgehen.

In Krisenzeiten und bei allgemeinem Vertrauensverlust der Marktteilnehmer können die Schleusen nur durch drastische Maßnahmen geschlossen gehalten werden. Angesichts dieses Fakts haben sich einige Länder für eine rasche, vollständige Liberalisierung entschlossen und stützen sich im Wesentlichen auf eine verstärkte Bankenaufsicht und Transparenz an Hand relevanter Daten, die entsprechend verfügbar gemacht und verbreitet werden, um Risiken im Zusammenhang mit kurzfristigen Kapitalbewegungen zu erfassen und unter Kontrolle zu halten.

Ständige Kapitalverkehrsbeschränkungen werden einhellig als verzerrend beurteilt...

Es wurde häufig die Frage gestellt, ob zusätzliche Schranken in Form von Beschränkungen kurzfristiger Geldflüsse erforderlich sind, um drohenden Finanzmarktproblemen vorzubeugen. Das soll jedoch nicht heißen, dass Beschränkungen als ständiges Merkmal im "policy mix" über längere Zeiträume befürwortet werden. Solche Beschränkungen werden heute praktisch einhellig als verzerrend beurteilt, denn sie schirmen die Finanzinstitute vor dem ausländischen Wettbewerb ab, sie schwächen die Disziplin beim Setzen politischer Maßnahmen, sie erteilen Bürokraten eine ungesunde Ermessensgewalt und sie fördern ein auf Vorteile bedachtes Verhalten (rent-seeking) privilegierter Interessengruppen.

... gewisse vorübergehende Beschränkungen können hingegen erwiesenermaßen dazu dienen, die Fälligkeitsstruktur der Kapitalzuflüsse langfristiger zu gestalten.

Unter den vorübergehenden Beschränkungen kurzfristiger Kapitalflüsse scheint eine Begrenzung des zufließenden Kapitals die stärksten Befürworter zu haben. Sie kann als Bestandteil oder zur Stützung von bankenaufsichtsrechtlichen Maßnahmen gerechtfertigt werden und hat bereits in einigen Fällen das gewünschte Ergebnis erzielt. Beschränkungen des abfließenden Kapitals sind nach allgemeiner Ansicht jedoch kaum, gar nicht oder sogar konterproduktiv und lassen hinsichtlich der Bekämpfung der Krise auf die Unzulänglichkeit der verfolgten Politik oder sogar Panik seitens der Behörden schließen.

Die OECD-Mitglieder haben Kapitalverkehrsbeschränkungen bereits in den 70er Jahren als wenig sinnvoll eingeschätzt. Heute werden sie überhaupt nicht mehr als mögliche Alternative in Betracht gezogen.

Zwei Fakten gehen aus der Erfahrung der OECD hervor, die in der internationalen Diskussion nicht immer zum Ausdruck kommen: Erstens, dass Krisen keineswegs ein neues Phänomen und auf die Schwellenländer begrenzt sind, sondern im Zuge der Liberalisierung des Kapitalverkehrs in den OECD-Staaten von Anfang an Teil des Gesamtbilds waren. Zweitens, dass die OECD-Staaten bereits in den 70er Jahren ihrer großen Enttäuschung hinsichtlich restriktiver Maßnahmen zur Eindämmung kurzfristiger Kapitalflüsse Ausdruck verliehen haben, da ihre Wirksamkeit zu wünschen übrig ließ. So haben die OECD-Länder, ob in Europa oder anderswo, bereits eine Reihe schwerer Währungskrisen durchlebt, insbesondere in den 70er Jahren mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und der ersten Ölkrise, dann in den frühen 80er Jahren am Beispiel Frankreichs und Italiens, in den 90er Jahren in den skandinavischen Ländern und im Europäischen Währungssystem. Die Krisen hielten sich jedoch relativ im Rahmen, da die Liberalisierung parallel zur Reform des jeweiligen inländischen Finanzsektors größtenteils vollzogen war und solide, gut funktionierende Institutionen etabliert waren.

Die Entschlossenheit der OECD-Mitglieder, die Liberalisierung trotz des Risikos einer zeitweise auftretenden Finanzinstabilität voranzutreiben...

Die Entschlossenheit der OECD-Mitglieder, die Liberalisierung trotz des Risikos einer zeitweise auftretenden Finanzinstabilität oder Marktstörung voranzutreiben, zeigt, dass Korrekturmaßnahmen, die der kritischen Prüfung an den freien Finanzmärkten standhalten, gegenüber Beschränkungen des

Kapitalverkehrs die bessere Politik darstellen und eher geeignet sind, künftig für wirtschaftliche Stabilität zu sorgen.

... spricht für die Vorteile, die daraus erwachsen.

In den Ländern, in denen eine flankierende makroökonomische Politik umgesetzt und ein unterstützender institutioneller Rahmen eingerichtet wurde, hat sich die internationale Freizügigkeit des Kapitals volkswirtschaftlich nutzbringend und effizienzsteigernd erwiesen: sie gewährleistet eine bessere Allokation des verfügbaren Kapitals für produktive Zwecke; sichert die Liquidität bei Einnahmenschwankungen im Inland; verringert das Anlagerisiko durch Portfoliostreuung; und vermittelt von den internationalen Finanzmärkten heilsame Signale für die volkswirtschaftliche Disziplin. In den vergangenen Jahrzehnten war die Liberalisierung des Kapitalverkehrs ein fester Bestandteil der Regulierungsreformen zur Verbesserung einer guten Governance im öffentlichen und privaten Sektor sowie der Transparenz der Regeln in allen Teilen der Wirtschaft.

3. Verbreitung der OECD-Erfahrung

Aufgrund der Komplexität der Maßnahmenpakete und der jeweils besonderen Umstände...

Aus der Durchsicht der Fachliteratur geht hervor, dass die Liberalisierung des Kapitalverkehrs als Politik nicht richtig verstanden wird und sowohl makro- als auch mikroökonomisch umstritten bleibt. Je nach theoretischem Ansatz lassen sich unterschiedliche Auswirkungen und Vorteile aus der Öffnung des Kapitalmarkts ableiten. Auch die empirische Analyse hat bisher keine schlüssigen Ergebnisse gezeitigt. Bei der Prüfung vergangener Krisen haben die Untersuchungen gewiss Gemeinsamkeiten aufgezeigt. Es lässt sich jedoch auch nicht leugnen, dass aufgrund landesspezifischer Umstände und Gegebenheiten keine Krise mit der anderen identisch ist.

...ist es schwer, konkrete Vorgehensweisen vorzuschreiben.

Das bedeutet, dass es einerseits unvermeidlich ist, die Vor- und Nachteile der Liberalisierung des Kapitalverkehrs auch von der betriebswirtschaftlichen Warte aus näher zu ergründen zu versuchen, und es andererseits keineswegs gewiss ist, dass konkrete Vorschriften und Regeln, wie die Abfolge der Liberalisierungsschritte zu gestalten ist, allgemein Sinn machen.

Die Erfahrung der OECD gründet sich auf einen gemeinsamen Lernprozess von gegenseitigem Nutzen, der auf den im Kodex über die Liberalisierung des Kapitalverkehrs festgelegten Grundsätzen beruht...

Der spezifische OECD-Ansatz multilateraler Peer Reviews kann politischen Entscheidungsträgern bei der Festlegung von Maßnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs insofern helfen, als er den besonderen Umständen jedes Landes Rechnung trägt und gleichzeitig die gesammelte Erfahrung der Partnerländer mit gleicher oder ähnlicher Situation einbringt. Der OECD-Ansatz beruht auf einem gemeinsamen Lernprozess von gegenseitigem Nutzen, bei dem "Benchmark"-Vergleiche der eigenen Regelungen und Maßnahmen mit den Grundsätzen der Liberalisierungskodizes angestellt und die

Fortschritte der Peer-Review-Teilnehmer bei der Erzielung dieser Standards geprüft werden. Er dient den Ländern als Orientierungshilfe und unterstützt sie bei den komplexen politischen Fragen, die sich bei der Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs stellen.

... und durch ähnlich aufgebaute Peer Reviews auf die Nichtmitglieder ausgedehnt werden könnte.

Diese Form der gezielten internationalen Kooperation auf der Grundlage der OECD-Liberalisierungskodizes könnte politischen Entscheidungsträgern in Nichtmitgliedstaaten bei der Öffnung ihres Kapitalmarkts von Hilfe sein. Die OECD ist gewillt, ihre Erfahrung mit den Vorteilen und Herausforderungen, die sich bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs stellen, so weit wie möglich zugänglich zu machen und mit Nichtmitgliedern und anderen internationalen Organisationen zu teilen.

Inhaltsverzeichnis der englischen Originalfassung der Veröffentlichung *(ohne Anhänge und ohne Kasten-, Tabellen- und Abbildungsverzeichnis)*

Zusammenfassung und Schlussfolgerungen

1. Der auf OECD-Kodizes basierte Liberalisierungsansatz im Wandel des globalen Umfelds
2. Zusammenfassung - Lehren und Schlussfolgerungen
3. Verbreitung der OECD-Erfahrung

Kapitel I. Institutioneller Rahmen und politische Diskussion

1. Rückblick auf die Geschichte der Kapitalmobilität
2. Hauptfaktoren zur Einführung von Devisenbewirtschaftungsmaßnahmen in der Nachkriegszeit
3. Politische Reaktionen auf die internationalen Finanzkrisen 1997-98: die internationale Governance-Diskussion
4. Beziehungen zwischen der Entwicklung des inländischen Finanzsektors und der Liberalisierung des Kapitalverkehrs: Streifzug durch die Fachliteratur

Kapitel II. Die Rolle der OECD bei der Förderung der Liberalisierung des Kapitalverkehrs

Einführung

1. Liberalisierungskodizes: Struktur und Umsetzung
2. Liberalisierungserfahrungen in den älteren OECD-Mitgliedstaaten
3. Die Liberalisierungserfahrung der jüngeren OECD-Mitglieder: eine Frage der Governance

Die vorliegende *Übersicht* enthält die Übersetzung von Auszügen aus:

Forty Years' experience with the OECD-Code of Liberalisation of Capital Movements
Code de l'OCDE sur la libération des mouvements de capitaux : Quarante années d'expérience

© 2002, OECD.

Die Publikationen sind gegen Entgelt beim OECD Paris Centre: 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, Frankreich, und unter www.oecd.org/bookshop erhältlich.

Übersichten sind unentgeltlich beim OECD Online Bookshop erhältlich

www.oecd.org/bookshop.

Die *Übersichten* werden von der Abteilung Rechte und Übersetzungen, Direktion Öffentlichkeitsarbeit und Kommunikation, ausgearbeitet.
e-Mail: rights@oecd.org
Fax: +33 1 45 24 13 91



© OECD 2002

Die Wiedergabe dieser *Übersicht* ist unter Angabe der Urheberrechte der OECD sowie des Titels der Originalausgabe gestattet.