

Franz R. Hahn

## Globale Kapitalmärkte – Chance oder Gefahr für Transformationsländer?

Die weltweite Integration der Finanz- und Kapitalmärkte war noch nie so weit fortgeschritten wie in den letzten Jahren. Nahezu alle Länder haben ihren Kapitalmarkt liberalisiert und für internationale Investoren geöffnet. Dies gilt besonders für die mittel- und osteuropäischen Länder (MOEL). Seit der Transformation von der Plan- zur Marktwirtschaft nutzen sie die Vorteile eines uneingeschränkten Zugangs zu den internationalen Kapitalmärkten. Internationale Investoren ihrerseits erschließen diesen Wirtschaftsraum mit überdurchschnittlichem Wachstumspotential. Der damit einhergehende breite Zustrom an Kapital beschleunigte den wirtschaftlichen Transformationsprozess der MOEL merklich. Wegen der engen Verflechtung mit den internationalen Kapitalmärkten sind diese Länder jedoch hohen gesamtwirtschaftlichen Risiken durch die Fragilität des modernen, globalen Finanzsystems ausgesetzt. Die jüngste Bankenkrise machte das Ausmaß dieser Gefährdung deutlich und erschütterte die finanziellen Grundlagen einzelner mittel- und osteuropäischer Länder nachhaltig.

Begutachtung: Fritz Breuss • Statistik: Christa Magerl • E-Mail-Adressen: [Franz.Hahn@wifo.ac.at](mailto:Franz.Hahn@wifo.ac.at), [Christa.Magerl@wifo.ac.at](mailto:Christa.Magerl@wifo.ac.at)

Jan Stankovsky ist ein entschiedener und eloquenter Verfechter der Idee der vier Freiheiten (freier Verkehr von Waren, Dienstleistungen, Arbeit und Kapital). Diese Freiheiten bilden das Fundament des Europäischen Binnenmarktes, zu dessen hoher Akzeptanz in Österreich Jan Stankovsky wesentlich beigetragen hat. Er ließ jedoch in seinen zahlreichen Publikationen nie den geringsten Zweifel aufkommen, dass er wirtschaftsliberale Grundsätze nur dann gutheißt, wenn sie Fairness über Freiheit stellen. In Zeiten globaler Märkte, vor allem globaler Kapitalmärkte, kann diese Einschränkung nicht ernst genug genommen werden.

Die Kapitalmärkte haben im vergangenen Jahrzehnt den wirtschaftshistorisch höchsten Globalisierungsgrad erreicht. Bisher galt die Zeit von 1870 bis 1914 als die Periode mit der stärksten internationalen Kapitalverflechtung. Der Goldstandard bildete damals das Fundament der Währungs- und Geldverfassung der wirtschaftlich führenden Länder. Die Geldwerteinheit wurde in diesen Ländern durch den jeweils aktuellen Goldpreis bestimmt (d. h. der Geldwert einer Währungseinheit entsprach dem Marktpreis einer feststehenden Menge von Feingold). Das Goldstandard-Regime begünstigte Geldwertstabilität nach innen (niedrige Inflation) und nach außen (fixe Wechselkurse).

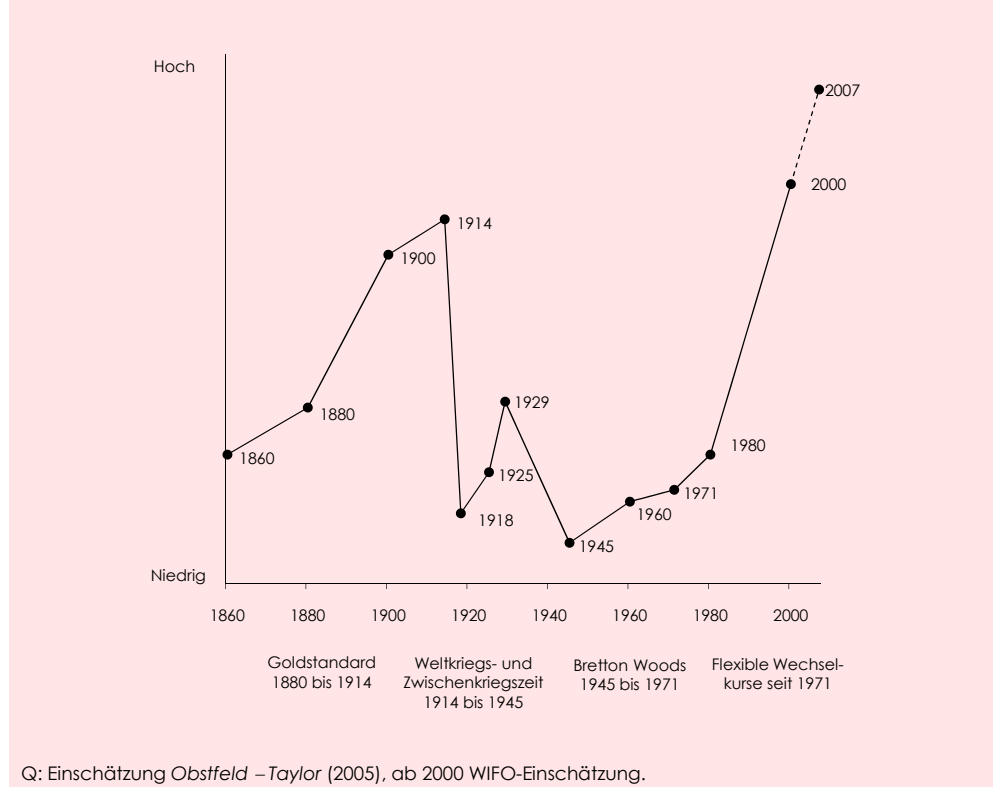
Die goldbasierte Währungsordnung erwies sich, insbesondere im Vergleich mit früheren Geldverfassungen, trotz vereinzelter Erschütterungen (Gründerkrach 1873, Wirtschaftskrise in den USA 1893) als effizient und stabil. Sie förderte den Kapitalverkehr zwischen den Ländern und beschleunigte die Konvergenz der Zinssätze.

Am wachsenden internationalen Kapitalverkehr partizipierten nicht nur die reichen Länder Westeuropas, sondern auch viele Regionen der weltwirtschaftlichen Peripherie, vor allem die "New World Offshoots" der westeuropäischen Kolonialmächte in Amerika und Fernost (*Obstfeld – Taylor, 2005*). Kapital floss vermehrt von den reichen Zentren in die armen, unterentwickelten peripheren Regionen mit hohem Kapitalbedarf und hohen erwarteten Kapitalertragsraten. Die kontinentumspannenden Infrastrukturinvestitionen in den USA in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts wurden nahezu ausschließlich durch Kapitalimporte aus den reichen europäischen Zentralländern finanziert.

*Die internationale Kapitalverflechtung erreichte erstmals zwischen 1870 und 1914 ein Höchstmaß.*

Die Periode des Goldstandards, mit hoher internationaler Kapitalmobilität (aber auch hoher Arbeitsmobilität in Form von transkontinentalen Migrationswellen) und weitgehendem Freihandel, endete abrupt mit Ausbruch des Ersten Weltkriegs. In den folgenden Jahrzehnten war eine "progressive Deglobalisierung" mit nachhaltigen Einschränkungen für Handel und Kapitalverkehr zu verzeichnen (Abbildung 1).

Abbildung 1: Historischer Überblick über die Kapitalmobilität



Versuche, den Goldstandard in den 1920er-Jahren als Weltwährungsordnung wieder einzuführen, waren nur kurz erfolgreich (nicht zuletzt aufgrund der geopolitischen Verwerfungen durch den Weltkrieg). Eine Fortführung des Währungssystems der Vorkriegsjahre scheiterte vor allem an den divergenten wirtschaftspolitischen Interessen einer (nunmehr) wesentlich heterogeneren Staatengemeinschaft. Die Weltwirtschaftskrise der frühen 1930er-Jahre untergrub die Glaubwürdigkeit jener Prinzipien, auf die sich Freihandel und liberaler Kapitalverkehr stützen, vollends für viele Jahrzehnte.

Die Weltwirtschaftskrise der 1930er-Jahre erschütterte das Vertrauen in Finanzinstitutionen und Kapitalmärkte.

Nach dem Zweiten Weltkrieg wurde mit dem Bretton-Woods-System eine neue internationale Währungsverfassung geschaffen. Im Zentrum der neuen Währungsordnung stand der Dollar als Leitwährung. Die Mitgliedsländer mussten sich verpflichten, den Außenwert ihrer Währung gegenüber der Leitwährung konstant zu halten. Durch die Festlegung eines fixen Tauschverhältnisses zwischen Dollar und einer Unze Gold sowie die Zusage der Regierung der USA, zu diesem Kurs Dollarreserven von Mitgliedsländern unbegrenzt in Gold umzutauschen, erhielt das neue Weltwährungssystem eine indirekte Golddeckung.

Das Bretton-Woods-System verband damit die Vorteile des Goldstandards (hohe Glaubwürdigkeit) mit dem Wunsch der führenden westlichen Industrieländer nach stabilen Wechselkursen und staatlicher Kontrolle des internationalen Kapitalverkehrs.

Die expansive Geldpolitik der USA in den 1960er-Jahren (Finanzierung des Vietnamkriegs durch Inflationierung des Dollars) und die zwingende Verpflichtung, zu vertraglich festgelegten (und nicht zu realen) Austauschverhältnissen den Außenwert der Währungen zu stützen, verursachten in vielen Mitgliedsländern außen- und binnenwirtschaftliche Ungleichgewichte, die nur mehr unter hohen Kosten aufrechterhalten werden konnten.

Das Bretton-Woods-System wurde 1973 durch die Weigerung der USA, Dollarreserven weiterhin zu dem vertraglich vereinbarten Kurs in Gold umzutauschen, außer Kraft gesetzt.

Mit dem Ende des Bretton-Woods-Systems begann für die Industrieländer des Westens, vor allem im Finanzbereich, eine neue Phase der Liberalisierung. Kapitalverkehrskontrollen wurden zunehmend gelockert bzw. abgeschafft, die Abschottung der nationalen Finanz- und Kapitalmärkte durch Öffnung und Deregulierung beendet, und das starre internationale Wechselkursystem durch ein Regime relativ flexibler Paritäten (managed floating) abgelöst.

Diese Entwicklung brachte auch einen Paradigmenwechsel in der Wirtschaftspolitik mit sich. Freier Kapitalverkehr und (relativ) flexible Wechselkurse engen den autonomen Handlungsspielraum der Fiskalpolitik ein (Verschärfung der fiskalpolitischen Disziplin), erweitern jedoch den autonomen Wirkungsgrad der Geldpolitik (Trilemma der Wirtschaftspolitik). Der stabilitätspolitische Schwerpunkt verschob sich deshalb seit den 1970er-Jahren (vor allem in den OECD-Ländern) zunehmend von der Fiskalpolitik zur Geld- und Währungspolitik.

Preisstabilität bzw. das Ziel einer nachhaltig niedrigen Inflation rückte nach den Stagflationserfahrungen der 1970er-Jahre rasch in das Zentrum der Wirtschaftspolitik. Den Anker für die vorwiegend preisstabilitätsorientierte Geldpolitik bildeten nunmehr verstärkt Unabhängigkeit und Glaubwürdigkeit der Geldbehörden (politisch unabhängige Zentralbanken). Sie ersetzen die (mittelbare) Golddeckung als geldpolitisches Leitprinzip.

Die (unabhängigen) Notenbanken bewiesen sehr rasch Stabilitäts- und Steuerungskompetenz. Die hohen Inflationsraten der 1970er-Jahre wurden, vor allem in den westlichen Industrieländern, auf ein historisch niedriges Niveau zurückgeführt und nachhaltig stabilisiert. Verwerfungen auf den Finanz- und Kapitalmärkten, ausgelöst durch Börsenzusammenbrüche (z. B. Oktober 1987, Dotcom-Blase 2000) und internationale Währungs- und Banken Krisen (z. B. Skandinavien 1991, Japan 1991, Asien 1997, Argentinien 1998, Russland 1998), wurden von den Notenbanken zumeist sehr erfolgreich durch international koordiniertes Vorgehen und umfangreiche, systemstabilisierende Liquiditätsstützungsmaßnahmen eingedämmt. Die negativen realwirtschaftlichen Auswirkungen der zahlreichen regionalen Finanzmarktkrisen konnten durch die hohe Stabilitätskompetenz der Notenbanken bis in die frühen 2000er-Jahre in engen Grenzen gehalten werden.

Der Primat der preisstabilitätsorientierten Geldpolitik und die politische Sonderstellung der Zentralbanken (institutionelle und personelle Unabhängigkeit) spiegeln am deutlichsten das Wiedererstarken wirtschaftsliberaler Grundsätze und deren Bedeutung für den Wandel des Leitbildes in Wirtschaft und Politik seit den 1970er-Jahren wider.

Sie formen vor allem das nunmehr vorherrschende, finanzwirtschaftlich dominierte Referenzsystem der Wirtschaftspolitik, das – insbesondere seit den 1990er-Jahren – großen Einfluss auf die dynamische Entwicklung des Finanzsektors ausübte. Sie begünstigten vor allem das Entstehen eines globalen Finanz- und Kapitalmarktsystems. Die erfolgreiche Gründung der Europäischen Währungsunion 1999 ist ein herausragendes Beispiel für die politische Gestaltungskraft dieser Prinzipien.

Obgleich sich die neue Finanzordnung in den letzten Jahrzehnten national und international bewährt und als sehr anpassungsfähig erwiesen hat, blieben ihre theoretischen Grundlagen in Politik und Wissenschaft nie unumstritten. Ein zentraler Einwand richtet sich gegen die geldpolitische Stabilitätskonzeption der unabhängigen Notenbanken, in der stabilen Güterpreisen eine (zu) starke und der mangelnden Effizienz der Preisfindung auf den Vermögensmärkten eine (zu) geringe Bedeutung beigemessen wird. Darin wird eine der Wurzeln für das suboptimale, häufig sogar gesamtwirtschaftlich schädliche Risikoverhalten von Finanzmarktakteuren gesehen (siehe dazu u. a. Breuss, 2009, Taylor, 2009).

Ein anderer bedeutender Kritikpunkt betrifft die mangelhafte Allokationseffizienz der modernen globalen Kapitalmärkte. Wie die empirische Evidenz vermuten lässt, brachten die dynamische Entwicklung und die weltweite Integration der Kapital-

*Der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems leitete eine neue Phase der Liberalisierung im internationalen Kapitalverkehr ein.*

*Der Primat der preisstabilitätsorientierten Geldpolitik und die Unabhängigkeit der Zentralbanken prägen heute das vorherrschende wirtschaftspolitische Referenzsystem.*

und Finanzmärkte keine wesentliche Verbesserung der Allokation der internationalen Kapitalströme mit sich (Übersichten 1 und 2). Der grenzüberschreitende Kapitalaustausch intensivierte sich nur innerhalb der OECD-Länder (Nord-Nord-Integration). Der Kapitaltransfer von den Industrieländern zu den Entwicklungsländern (Nord-Süd-Integration) nahm jedoch kaum zu (Abbildung 2).

Übersicht 1: Internationale Vermögensposition – Forderungen

	Ins-gesamt	Groß-britan-nien	Europa				Übriges Europa	Nordamerika			Japan	Andere Länder	Alle Länder		
			Frank-reich	Deutsch-land	Nieder-lande	Ins-gesamt		USA	Kanada	Ins-gesamt			In % des BIP	In % des Welt-BIP	
	Mrd. \$														
1825	0,9	0,5	0,1	.	0,3	.	0,0	0,0	.	.	.	0,9	.	.	
1855	0,9	0,7	.	.	0,2	.	0,0	0,0	.	.	.	0,9	.	.	
1870	7,7	4,9	2,5	.	0,3	.	0,0	0,0	.	.	.	7,7	48	7	
1900	23,2	12,1	5,2	4,8	1,1	.	0,6	0,5	0,1	.	.	23,8	55	19	
1914	36,0	19,5	8,6	6,7	1,2	.	2,7	2,5	0,2	.	.	38,7	51	18	
1930	25,1	18,2	3,5	1,1	2,3	.	16,0	14,7	1,3	.	.	41,1	28	8	
1938	36,9	22,9	3,9	0,7	4,8	4,6	13,4	11,5	1,9	1,2	6,0	52,8	29	11	
1945	17,9	14,2	.	.	3,7	.	15,3	15,3	.	.	2,0	35,2	13	5	
1960	55,2	26,4	.	1,2	27,6	.	63,6	63,6	.	.	5,9	124,7	19	6	
1980	1.678	551	268	257	99	503	867	775	92	160	94	2.800	36	24	
1985	2.520	857	428	342	178	715	1.429	1.300	129	437	123	4.508	46	35	
1990	5.821	1.738	736	1.087	428	1.833	2.406	2.179	227	1.858	286	10.372	59	45	
1995	9.125	2.406	1.383	1.664	651	3.020	3.811	3.486	325	2.633	549	16.118	66	54	
2000	16.152	4.377	2.369	2.643	1.135	5.627	6.790	6.239	552	2.970	2.185	28.097	103	88	
2005	36.868	8.277	4.558	4.829	2.468	16.737	12.817	11.962	856	4.291	5.748	59.724	136	132	
2006	46.736	10.232	5.909	6.030	3.088	21.477	15.448	14.428	1.020	4.692	7.476	74.352	156	151	
2007	58.500	12.791	7.201	7.346	3.854	27.308	19.492	18.279	1.213	5.355	10.157	93.504	175	169	
2008	51.685	10.402	6.041	6.892	3.447	24.903	21.102	19.888	1.214	5.721	9.662	88.169	152	145	
	Anteile in %														
1825	100,0	55,6	11,1	.	33,3	.	0,0	0,0	.	.	.	100,0			
1855	100,0	77,8	.	.	22,2	.	0,0	0,0	.	.	.	100,0			
1870	100,0	63,6	32,5	.	3,9	.	0,0	0,0	.	.	.	100,0			
1900	97,5	50,8	21,8	20,2	4,6	.	2,5	2,1	0,4	.	.	100,0			
1914	93,0	50,4	22,2	17,3	3,1	.	7,0	6,5	0,5	.	.	100,0			
1930	61,1	44,3	8,5	2,7	5,6	.	38,9	35,8	3,2	.	.	100,0			
1938	69,9	43,4	7,4	1,3	9,1	8,7	25,4	21,8	3,6	2,3	11,4	100,0			
1945	50,9	40,3	.	.	10,5	.	43,5	43,5	.	.	5,7	100,0			
1960	44,3	21,2	.	1,0	22,1	.	51,0	51,0	.	.	4,7	100,0			
1980	59,9	19,7	9,6	9,2	3,5	18,0	31,0	27,7	3,3	5,7	3,4	100,0			
1985	55,9	19,0	9,5	7,6	3,9	15,9	31,7	28,8	2,9	9,7	2,7	100,0			
1990	56,1	16,8	7,1	10,5	4,1	17,7	23,2	21,0	2,2	17,9	2,8	100,0			
1995	56,6	14,9	8,6	10,3	4,0	18,7	23,6	21,6	2,0	16,3	3,4	100,0			
2000	57,5	15,6	8,4	9,4	4,0	20,0	24,2	22,2	2,0	10,6	7,8	100,0			
2005	61,7	13,9	7,6	8,1	4,1	28,0	21,5	20,0	1,4	7,2	9,6	100,0			
2006	62,9	13,8	7,9	8,1	4,2	28,9	20,8	19,4	1,4	6,3	10,1	100,0			
2007	62,6	13,7	7,7	7,9	4,1	29,2	20,8	19,5	1,3	5,7	10,9	100,0			
2008	58,6	11,8	6,9	7,8	3,9	28,2	23,9	22,6	1,4	6,5	11,0	100,0			

Q: Obstfeld – Taylor (2005); ab 2000 WIFO-Fortschreibung laut IFS. Inkonsistenzen durch unterschiedliche Abgrenzung der Regionen je nach Verfügbarkeit der Länderdaten.

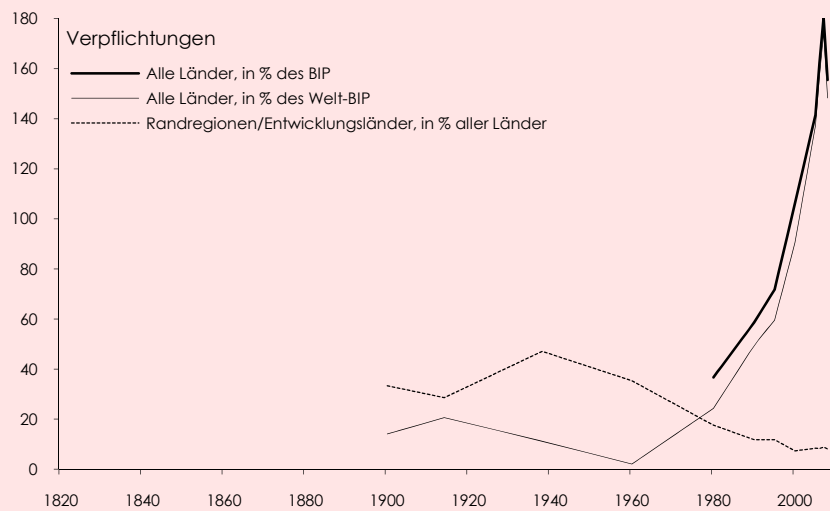
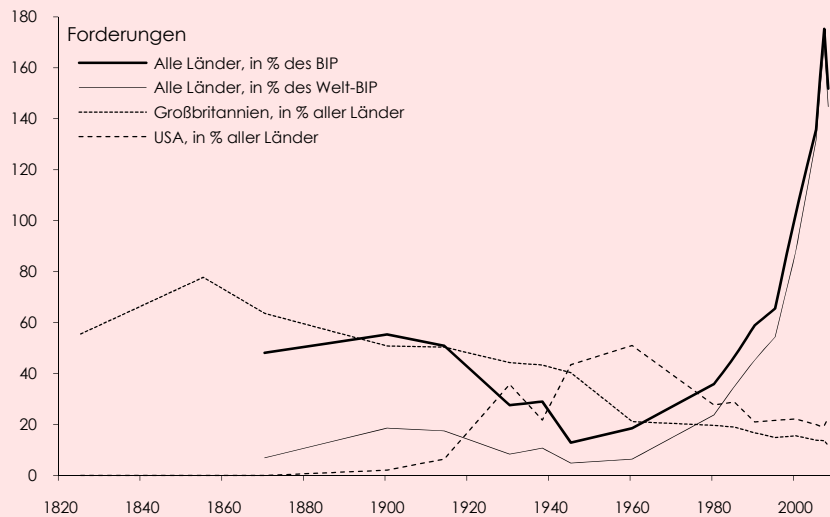
Die jüngste Finanzmarktkrise zeigt, dass die Skepsis gegenüber dem herrschenden währungspolitischen Referenzsystem berechtigt ist.

Die jüngste Bankenkrise stürzte, ausgehend vom Immobilienmarkt der USA, die internationale Finanzmarktordnung in eine schwere Systemkrise und scheint die Skepsis gegenüber den zugrundeliegenden geldpolitischen Ordnungsprinzipien zu rechtfertigen. Das Vertrauen in die Funktionstüchtigkeit und in die Effizienz des modernen Finanzsystems wurde so nachhaltig erschüttert, dass die ordnungspolitischen Grundlagen der Finanzmarktaufsicht, der Regulierungsrahmen für Banken und die Rolle von Finanzinnovationen grundlegend neu bewertet wurden (Hahn, 2009). Konsens ist, dass sich die Finanzmarktregulierung in Zukunft viel stärker als bisher am Ziel einer systemischen Sicherung des Finanzsektors durch Beschränkung und Steuerung systemgefährdender Risiken orientieren muss. Dies erfordert eine wesentlich engere Zusammenarbeit und Abstimmung von Finanzmarktüberwachung und Geldpolitik als bisher, sowohl national als auch international.



ertragsraten fließt in die Entwicklungsländer viel weniger Kapital, als von der herrschenden (neoklassischen) Wirtschaftstheorie prognostiziert wird (Obstfeld – Taylor, 2005). Diese Entwicklung wird allerdings von der starken Zunahme der Bedeutung von Portfolioinvestitionen überlagert. Seit 1990 stiegen die internationalen Portfolioverpflichtungen von 17% auf 77% des Welt-BIP im Jahr 2007 (Übersicht 3).

Abbildung 2: Langfristige Entwicklung der internationalen Vermögens- und Verschuldungsposition



Q: Obstfeld – Taylor (2005), ab 2000 WIFO-Fortschreibung laut IFS.

Die Portfolio-basierten Finanzaktivitäten beschränken sich nahezu ausschließlich auf Westeuropa und OECD-Übersee (Australien, Japan, Kanada, USA): Mehr als 90% der Vermögens- und Verschuldungsposition aus Portfolioinvestitionen entfallen auf Investoren dieser Länder (Übersicht 4). Hohe Liquidität, hohe Volatilität (mit hohen Renditechancen, aber auch hohen Verlustrisiken) und hoher Investorenschutz auf den traditionellen Kapital-, aber auch auf den neuen, innovativen Derivatmärkten Westeuropas, Japans und der USA beschleunigten nicht nur den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr zwischen den reichen Regionen, sondern zogen zusätzlich Kapital aus den weniger entwickelten, ärmeren Ländern (z. B. China) an. Mit einem Anteil von mehr als 40% an den gesamten grenzüberschreitenden Kapitalverpflichtungen waren die Portfolioinvestitionen im Jahr 2007 das mit Abstand bedeutendste Segment im internationalen Kapitalverkehr (Übersicht 5). 1990 waren noch die grenzüberschreitenden Finanztransaktionen in Form von Bankkrediten und Bankein-

lagen mit ebenfalls mehr als 40% der gesamten internationalen Kapitalverpflichtungen die führende internationale Finanzaktivität gewesen (Übersicht 5).

### Übersicht 3: Internationale Vermögens- und Verschuldungsposition gemessen an der Wirtschaftsleistung

	Forderungen							Verpflichtungen						
	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008
	In % des BIP													
Insgesamt	59	66	103	136	156	175	152	59	67	106	141	162	181	156
Westeuropa	101	117	216	303	360	391	322	96	117	217	308	367	398	327
OECD-Übersee	40	44	59	83	95	111	112	42	45	63	88	99	114	119
Oststaaten	.	20	59	53	62	72	60	.	22	70	79	91	106	79
Randregionen	24	29	77	56	63	72	61	32	44	86	62	65	72	54
Direktinvestitionen <sup>1)</sup>	10	12	23	26	30	34	30	8	9	19	26	30	33	28
Westeuropa	14	21	51	59	70	76	65	13	16	35	49	59	64	54
OECD-Übersee	9	9	13	17	19	21	21	6	6	11	12	13	15	15
Oststaaten	.	1	4	10	14	20	13	.	3	22	31	38	47	33
Randregionen	3	3	19	9	12	14	11	4	7	32	25	27	30	24
Portfolioinvestitionen <sup>2)</sup>	12	19	36	51	60	64	45	17	24	45	63	73	77	59
Westeuropa	20	31	77	122	145	149	111	22	39	89	134	161	167	129
OECD-Übersee	9	14	23	34	41	45	31	15	19	32	47	54	59	50
Oststaaten	2	1	2	4	5	6	4	2	3	12	19	23	23	10
Randregionen	1	3	12	10	12	13	9	6	9	17	17	18	21	11
Sonstige Investitionen <sup>3)</sup>	22	20	24	28	33	39	33	25	22	28	33	37	44	36
Westeuropa	42	40	55	77	91	107	89	46	44	69	89	99	119	95
OECD-Übersee	13	12	11	12	14	16	15	15	12	12	16	18	20	19
Oststaaten	1	4	7	6	7	8	8	0	3	5	9	13	16	16
Randregionen	10	8	23	8	8	9	7	12	12	20	7	8	9	7

Q: IFS. Inkonsistenzen durch unterschiedliche Abgrenzung der Regionen je nach Verfügbarkeit der Länderdaten. – <sup>1)</sup> Im Rahmen der Zahlungsbilanz erfasstes, langfristig in ausländischen Unternehmen investiertes Kapital, Anteil am Grundkapital mindestens 10%. – <sup>2)</sup> Im Rahmen der Zahlungsbilanz erfasste Wertpapiergeschäfte mit Anteilspapieren, langfristig verzinslichen Wertpapieren und Geldmarktpapieren. – <sup>3)</sup> Im Rahmen der Zahlungsbilanz erfasste Bankkredite und Bankeinlagen.

### Übersicht 4: Finanzierungsinstrumente in regionaler Gliederung

	Forderungen							Verpflichtungen						
	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008
	Anteile in %													
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Westeuropa	56,1	55,9	56,0	60,2	61,1	60,5	56,4	52,9	54,7	54,6	58,5	59,9	59,8	56,1
OECD-Übersee	42,0	40,9	35,7	29,6	28,1	27,6	31,2	44,5	40,8	36,4	30,0	28,4	27,6	32,2
Oststaaten	.	0,7	1,5	1,6	1,9	2,2	2,3	.	0,8	1,7	2,3	2,6	3,1	3,0
Randregionen	1,9	2,5	6,8	8,6	9,0	9,7	10,1	2,5	3,7	7,3	9,2	9,0	9,5	8,7
Direktinvestitionen <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Westeuropa	46,4	54,2	58,2	60,0	60,9	60,6	58,7	49,2	53,2	48,0	51,8	52,6	51,8	50,5
OECD-Übersee	52,5	44,1	33,8	31,0	28,3	26,6	29,5	48,3	41,8	34,2	23,1	20,9	19,6	21,7
Oststaaten	.	0,1	0,4	1,5	2,2	3,1	2,6	.	0,9	2,9	5,0	6,0	7,5	6,8
Randregionen	1,1	1,5	7,6	7,5	8,6	9,7	9,2	2,5	4,2	14,9	20,2	20,4	21,2	21,0
Portfolioinvestitionen <sup>2)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Westeuropa	53,1	51,6	56,6	64,0	63,9	63,4	65,7	42,7	49,3	52,6	57,3	58,7	58,6	58,5
OECD-Übersee	46,5	47,5	40,1	31,8	31,1	31,1	29,0	55,8	48,3	43,3	35,9	34,3	33,3	35,7
Oststaaten	.	0,1	0,1	0,3	0,4	0,5	0,5	.	0,3	0,7	1,2	1,5	1,6	1,0
Randregionen	0,3	0,8	3,1	3,9	4,6	5,0	4,8	1,5	2,1	3,4	5,5	5,6	6,6	4,8
Sonstige Investitionen <sup>3)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Westeuropa	60,5	62,1	61,8	73,2	74,0	75,0	73,1	60,0	63,5	65,9	71,8	71,2	73,7	70,3
OECD-Übersee	37,4	35,1	28,5	20,4	19,5	18,6	19,9	37,8	33,0	27,2	22,6	22,6	19,7	22,1
Oststaaten	.	0,5	0,8	0,9	1,0	1,1	1,5	.	0,3	0,5	1,2	1,6	2,0	2,5
Randregionen	2,0	2,3	8,9	5,6	5,5	5,4	5,5	2,1	3,2	6,5	4,5	4,6	4,7	5,1

Q: IFS. Inkonsistenzen durch unterschiedliche Abgrenzung der Regionen je nach Verfügbarkeit der Länderdaten. – <sup>1)</sup> Im Rahmen der Zahlungsbilanz erfasstes, langfristig in ausländischen Unternehmen investiertes Kapital, Anteil am Grundkapital mindestens 10%. – <sup>2)</sup> Im Rahmen der Zahlungsbilanz erfasste Wertpapiergeschäfte mit Anteilspapieren, langfristig verzinslichen Wertpapieren und Geldmarktpapieren. – <sup>3)</sup> Im Rahmen der Zahlungsbilanz erfasste Bankkredite und Bankeinlagen.



Übersicht 5: Struktur der Finanzierungsinstrumente

	Forderungen							Verpflichtungen						
	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008
	Anteile in %													
Westeuropa	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Direktinvestitionen <sup>1)</sup>	14,2	17,8	23,4	19,5	19,4	19,4	20,3	13,1	13,7	16,1	16,1	16,0	16,0	16,4
Portfolioinvestitionen <sup>2)</sup>	19,4	26,1	35,5	40,2	40,3	38,1	34,4	22,8	33,1	40,9	43,4	43,8	41,9	39,5
Sonstige Investitionen <sup>3)</sup>	41,1	34,4	25,4	25,4	25,3	27,3	27,7	48,3	38,1	31,7	29,0	27,0	29,9	29,2
OECD-Übersee	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Direktinvestitionen <sup>1)</sup>	21,5	19,8	21,4	20,5	19,6	18,7	18,5	15,3	14,5	17,2	14,0	13,5	13,1	12,3
Portfolioinvestitionen <sup>2)</sup>	22,7	32,8	39,5	40,6	42,8	40,9	27,6	35,4	43,5	50,5	53,0	54,0	51,6	42,0
Sonstige Investitionen <sup>3)</sup>	34,0	26,6	18,5	14,4	14,5	14,8	13,6	36,2	26,5	19,6	17,8	18,1	17,3	15,9
Oststaaten	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Direktinvestitionen <sup>1)</sup>	.	3,7	6,2	18,2	22,4	27,7	22,6	.	15,6	31,1	39,4	41,6	43,9	41,8
Portfolioinvestitionen <sup>2)</sup>	.	2,7	2,7	7,8	7,5	7,9	6,9	.	12,4	17,7	23,9	24,7	21,5	12,8
Sonstige Investitionen <sup>3)</sup>	.	19,6	12,4	11,0	11,1	10,7	13,8	.	12,2	7,4	12,0	14,0	15,3	19,8
Randregionen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Direktinvestitionen <sup>1)</sup>	10,5	11,1	25,1	16,9	18,5	19,2	17,8	13,7	15,9	37,3	40,0	41,4	41,1	44,1
Portfolioinvestitionen <sup>2)</sup>	3,4	9,4	16,2	17,0	19,6	18,7	14,0	17,2	20,8	19,8	26,8	27,8	29,6	21,1
Sonstige Investitionen <sup>3)</sup>	41,0	29,3	30,2	13,5	12,7	12,1	11,7	36,0	28,5	23,3	11,6	11,6	12,0	13,6
Alle Länder	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Direktinvestitionen <sup>1)</sup>	17,2	18,3	22,6	19,5	19,4	19,4	19,6	14,1	14,1	18,3	18,2	18,3	18,5	18,3
Portfolioinvestitionen <sup>2)</sup>	20,5	28,2	35,1	37,8	38,5	36,4	29,6	28,3	36,7	42,4	44,3	44,8	42,8	37,9
Sonstige Investitionen <sup>3)</sup>	38,1	31,0	23,1	20,9	20,9	22,0	21,4	42,6	32,8	26,3	23,7	22,7	24,3	23,3

Q: IFS. Inkonsistenzen durch unterschiedliche Abgrenzung der Regionen je nach Verfügbarkeit der Länderdaten. – <sup>1)</sup> Im Rahmen der Zahlungsbilanz erfasstes, langfristig in ausländischen Unternehmen investiertes Kapital, Anteil am Grundkapital mindestens 10%. – <sup>2)</sup> Im Rahmen der Zahlungsbilanz erfasste Wertpapiergeschäfte mit Anteilspapieren, langfristig verzinslichen Wertpapieren und Geldmarktpapieren. – <sup>3)</sup> Im Rahmen der Zahlungsbilanz erfasste Bankkredite und Bankeinlagen.

Die Portfolioinvestitionen gewinnen, die Direktinvestitionen verlieren an Bedeutung.

Die Bedeutung der Direktinvestitionen blieb hingegen seit 1990 mit weniger als 20% der gesamten internationalen Vermögens- und Verpflichtungspositionen deutlich hinter jener der anderen Finanztransaktionen zurück (Portfolioinvestitionen, Bankkredite und -einlagen).

Gemäß der wirtschaftshistorischen Vergleichsanalyse von *Obstfeld – Taylor (2005)* liegt nicht nur in der relativen Größenordnung der Direktinvestitionen, sondern vor allem in der Verteilung der internationalen Kapitalströme der wesentliche Unterschied zwischen erster (1870 bis 1914) und neuer Phase der Globalisierung (ab 1970). Die in *Obstfeld – Taylor (2005)* ausgewiesenen "Stylized Facts" deuten darauf hin, dass die Allokationsleistung der Kapitalmärkte des ausgehenden 19. Jahrhunderts jener der modernen, weitaus komplexeren Kapitalmärkte deutlich überlegen war. Die reichen Zentralländer Europas (vor allem Großbritannien) waren zwischen 1870 und 1914 durchwegs Nettokapitalexporteure, die kapitalarmen globalen Randregionen Nettokapitalimporteure (z. B. Argentinien, Australien, Kanada und Skandinavien). Der Anteil der Kapitalimporte an den Bruttoinvestitionen in den Ländern der Randzonen überschritt zumeist deutlich die 20%-Marke (Abbildung 3). Die Kapitalexporte der europäischen Zentralländer (Deutschland, Frankreich, Niederlande) machten im Durchschnitt mehr als 10% des gesamten jährlichen Sparaufkommens aus, in Großbritannien sogar mehr als 30% (Abbildung 3).

Die Entwicklung dieser Kennzahlen ab 1970 lässt hingegen auf keinen vergleichbaren Transfer von Kapital aus den Zentralländern (OECD-Länder) in die Randgebiete (Entwicklungsländer) schließen (*Obstfeld – Taylor, 2005, Figure 7.4*). Beide Indikatoren unterschreiten deutlich die Vergleichswerte der Periode von 1870 bis 1914 (sie liegen zumeist weit unter 10% ihrer jeweiligen Referenzvariablen).

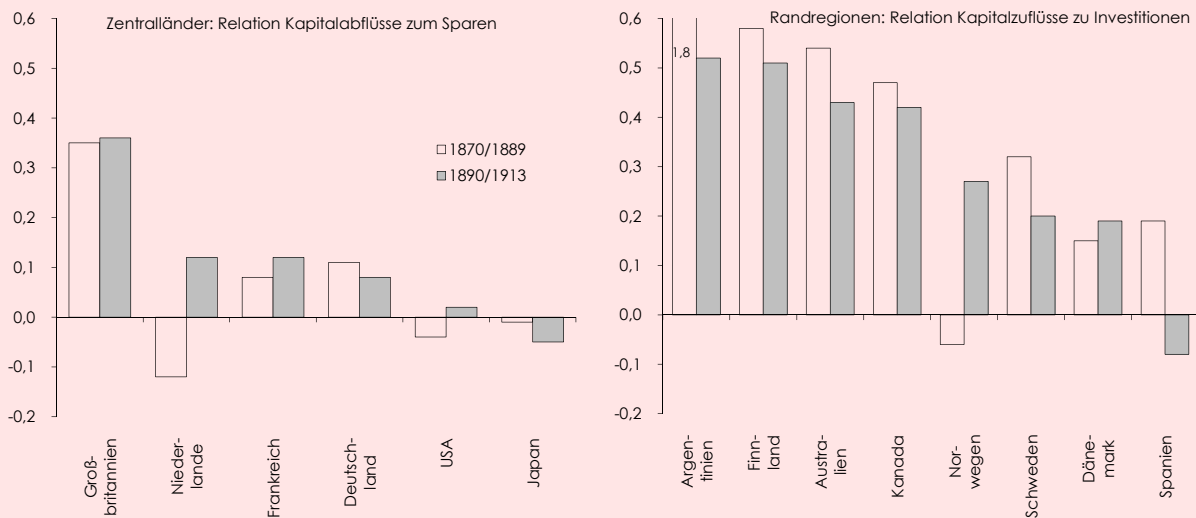
Die politische und kulturelle Nähe der Randzonen zu den Kernländern stärkt die Allokationseffizienz der globalen Kapitalmärkte.

Gemäß einer der Standarderklärungen für die Unterschiede zwischen der Allokationseffizienz der globalen Kapitalmärkte waren die politischen und kulturellen Ähnlichkeiten zwischen den reichen Zentralländern und den armen Randzonen im ausgehenden 19. Jahrhundert wesentlich größer als im ausgehenden 20. Jahrhundert (siehe dazu u. a. *Ferguson, 2003*). Zwischen 1870 und 1914 waren die Randzonen großteils ehemalige Kolonien der europäischen Zentralländer (Großbritannien, Frankreich). Institutionen, aber auch Politik- und Wirtschaftsordnung der Randgebiete wa-



ren zumeist jenen der früheren Hoheitsländer nachempfunden bzw. von diesen nachhaltig geprägt. Daraus erwuchs eine Nähe zwischen Peripherie und Zentrum, die alle wichtigen Wirtschaftsbereiche einschloss. Transaktions- und Informationskosten waren deshalb für Finanzinvestitionen in den Randzonen nicht wesentlich höher als in den Zentralländern. Dies kräftigte die Allokationsleistung der Kapitalmärkte. Finanzakteure konnten sich in der Veranlagungsentscheidung mehr als je zuvor an der Höhe der erwarteten Ertragsrate orientieren. Kapital floss daher verstärkt in die Randgebiete mit geringer Kapitalausstattung und hohen Grenzertragsraten.

Abbildung 3: Kapitaltransfer von den Zentralländern zu den Randregionen



Q: Obstfeld – Taylor (2005).

Dieser Ansatz gewinnt an Erklärungskraft angesichts der Sonderentwicklung der osteuropäischen Länder seit 1989 und ihres mehr als 20 Jahre dauernden Weges von der kommunistischen Planwirtschaft zur modernen Marktwirtschaft. Ziel dieses Transformationsprozesses ist die rasche Heranführung von Wirtschaft und Politik der osteuropäischen Randländer an die Standards der Europäischen Union. Die Perspektive auf einen EU-Beitritt und eine Teilnahme an der Währungsunion hatte insbesondere seit Ende der 1990er-Jahre einen massiven Zufluss von ausländischem Kapital nach Osteuropa zur Folge. Die Triebkräfte dieses Kapitaltransfers sind jenen vor mehr als 100 Jahren sehr ähnlich: Die erwartete rasche Annäherung der Peripherie (Oststaaten) an das Zentrum (EU) lässt die Kapitalgeber erwarten, dass sich die Transaktions- und Informationskosten zwischen Rand und Mitte ebenfalls rasch angleichen werden. Die zügige Integration des (unterentwickelten) Finanzsektors dieser Länder durch ausländische Übernahmen von heimischen Banken bzw. direkte Präsenz ausländischer Banken sollte diesen Prozess zusätzlich beschleunigen<sup>2)</sup>. Dadurch sollten Kapitalimporte ihre positive Wirkung auf Investitionstätigkeit und Wirtschaftsleistung noch rascher entfalten.

Der Untersuchung von Obstfeld – Taylor (2005) nachempfundene Stylized Facts stützen diese Erwartung. Ausländisches Kapital erwies sich demnach für Realkapitalbildung und Wirtschaftswachstum in den MOEL zwischen 1995 und 2008 als ähnlich bestimmend wie in den "New World Offshoots" im späten 19. Jahrhundert (Abbildung 4).

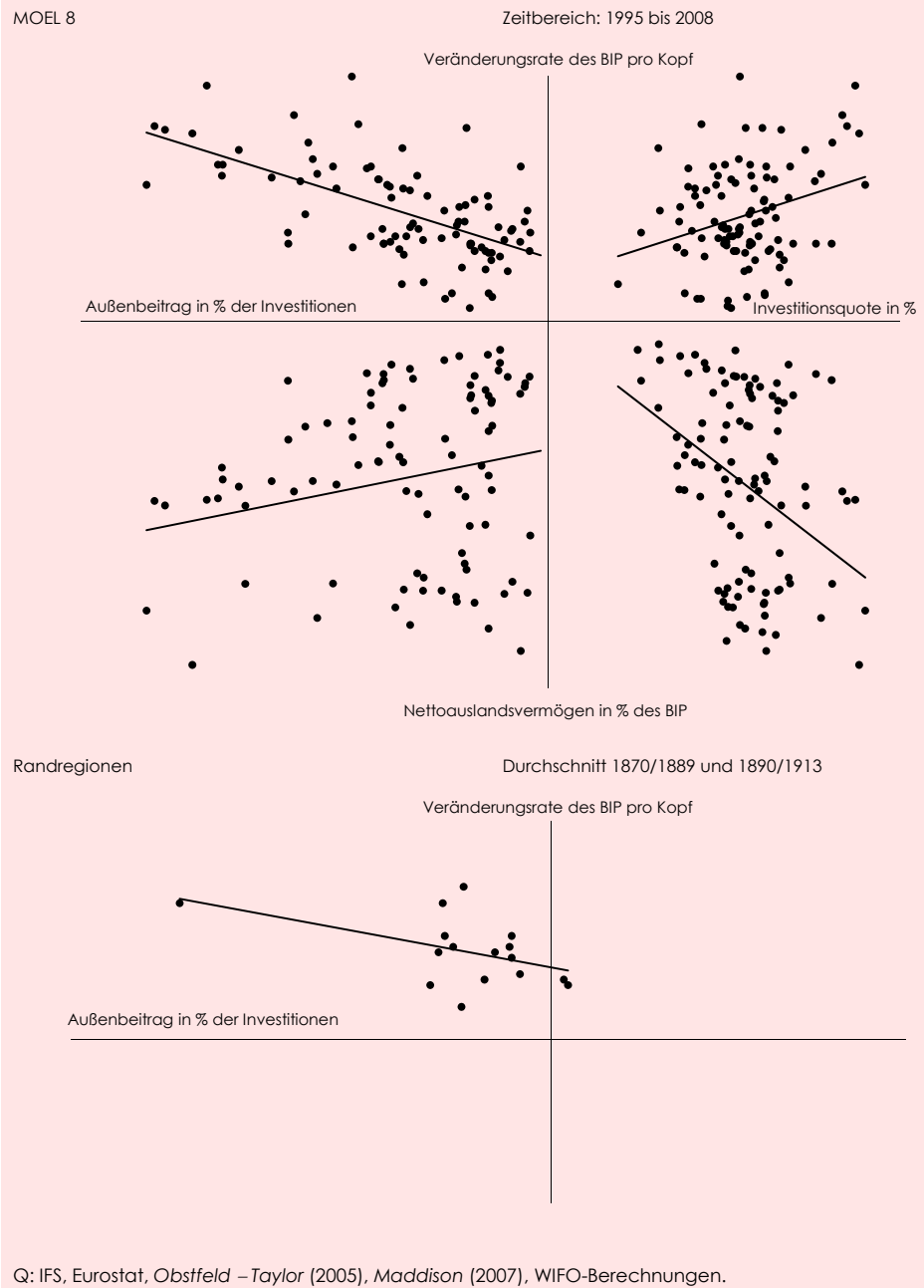
Eine hohe Abhängigkeit von Kapitalimporten hat jedoch auch Nachteile. In Krisenzeiten erhöht sie die Wahrscheinlichkeit von Kapitalflucht und Staatsbankrott. Die

Die Integration Osteuropas wird durch massiven Zufluss von ausländischem Kapital gestützt.

<sup>2)</sup> Österreichische Banken waren in vielen osteuropäischen Ländern an Umbau und Modernisierung des Finanzsektors führend beteiligt.

jüngste Finanzmarktkrise zog Osteuropa (nicht unerwartet) stark in Mitleidenschaft und brachte einige Länder in eine finanzielle Notlage.

Abbildung 4: Zusammenhang zwischen Auslandskapital und Wirtschaftsleistung



Die Finanzmarktkrise brachte einige osteuropäische Länder in eine Notlage, Kapitalflucht bleibt jedoch bisher aus.

Allerdings war der Geldabfluss aus dem Osten Europas selbst während der eigentlichen Krise (2008 und 2009) nicht höher als jener aus dem Westen und viel niedriger als in Asien und Lateinamerika (EBRD, 2009). Das deutet die Europäische Bank für Wiederaufbau und Entwicklung in ihrem jüngsten "Transition Report" (EBRD, 2009) als Hinweis, dass ausländisches Kapital in Osteuropa stark verwurzelt ist. Die anhaltend hohe Präsenz ausländischer, oft auch österreichischer Banken in dieser Region ist dafür ein sichtbares Zeichen. Durch ihre Entscheidung, vor Ort zu bleiben, haben die ausländischen Banken – bestärkt durch großzügige Unterstützungsmaßnahmen von EU und Internationalem Währungsfonds für besonders gefährdete Länder (oft aber auch gebunden durch hohe Bestände an potentiell notleidenden Krediten) – Staatskonkurse und dauerhafte große Wertverluste der lokalen Währungen bisher verhindert.

Der Integrationsprozess Osteuropas erlitt bisher durch die Finanzmarktkrise zwar einen deutlichen, im historischen Vergleich jedoch geringen Rückschlag – dank eines Expansionsmodells, das sich in fragilen Zeiten als Gefahr, auf lange Sicht hingegen (nicht zuletzt auch aufgrund erfolgreicher historischer Vorbilder) eher als Chance erweisen könnte.

Amadi, A. A., *Equity Home Bias: A Disappearing Phenomenon?*, University of California, Davis, 2005 (mimeo), [http://192.147.69.84/bank/analytical/cfr/2005/feb/CFR\\_2005\\_Amir2.pdf](http://192.147.69.84/bank/analytical/cfr/2005/feb/CFR_2005_Amir2.pdf).

Breuss, F., "Finanzmarktkrise als Phänomen des Überschießens auf den Aktienmärkten. Eine theoretische Analyse", WIFO-Monatsberichte, 2009, 82(12), S. 933-941, [http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=37844&typeid=8&display\\_mode=2](http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=37844&typeid=8&display_mode=2).

Diamond, D., Rajan, R., "Banks, Short-term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 2001, 54(1), S. 37-71.

EBRD, *Transition Report 2009 – Transition in Crisis?*, London, 2009, <http://www.ebrd.com/pubs/econo/tr09.htm>.

Feldstein, M., Horioka, Ch. Y., "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal*, 1980, 90(June), S. 314-329.

Ferguson, N., *Empire: The Rise and Demise of the British World Order and the Lessons for Global Power*, Basic Books, New York, 2003.

Hahn, F. R., "Finanzmarktregulierung", WIFO-Monatsberichte, 2009, 82(12), S. 951-954, [http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=37846&typeid=8&display\\_mode=2](http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=37846&typeid=8&display_mode=2).

Hahn, F. R., Marterbauer, M., Schulmeister, St., Stankovsky, J., "Finanzkrise in Südostasien – Auswirkungen auf Österreich", WIFO-Monatsberichte, 1998, 71(3), S. 141-153, [http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=502&typeid=8&display\\_mode=2](http://www.wifo.ac.at/www/jsp/index.jsp?fid=23923&id=502&typeid=8&display_mode=2).

## Literaturhinweise

### *Global Capital Markets: Blessing or Curse for Transition Economies? – Summary*

The global integration of financial and capital markets has never been as advanced as it was at the end of the 2000s. Almost all countries have liberalised their capital markets and opened them for international investors. However, this has not contributed to a substantive improvement of capital markets' allocative efficiency. The bulk of international capital flows occurs between the rich countries, whereas capital exports from rich to poor countries are of minor importance. Empirical studies provide evidence that capital markets were more efficient at the end of the 19th century.

One standard explanation for the different allocative performance is that political and cultural similarities between the rich countries at the centre and the poor peripheral areas were (substantially) larger at the end of the 19th century than at the end of the 20th century. Between 1870 and 1914 peripheral zones largely consisted of former colonies of the European core countries (UK, France). Institutions and also the political and economic systems of the peripheral regions were modelled after those of their former colonial rulers or were lastingly influenced by them. This created a proximity between periphery and centre that included all important economic sectors. Therefore transaction and information costs of financial investments were not significantly higher in the peripheral zones than in the core countries. This enhanced the allocative performance of capital markets.

The explanatory power of this approach increases, if one looks at the exceptional development of the Eastern European countries since 1989 and their 20-odd years of transition from communist planning economies to modern market economies. The objective of this transformation process is the rapid convergence of the economies and political systems of the Eastern European peripheral countries to the standards of the European Union. The perspective of a potential accession to the EU and the EMU has led to a massive inflow of foreign capital to Eastern Europe, especially since the end of the 1990s. The driving forces of this capital transfer are similar to those of more than a century earlier. The expected rapid convergence of the periphery (Eastern European countries) to the centre (European Union) fuelled investors' hopes that transaction and information costs between periphery and centre would also converge fast. The rapid integration of the (underdeveloped) financial sectors of those countries through foreign acquisitions of domestic banks or the direct local presence of foreign Banks was to accelerate this process further (Austrian banks played a leading role in the reform and modernisation of the financial sector in many Eastern European countries).

- Haiss, P., Paulhart, A., Rainer, W., "Verbreiten ausländische Banken Fremdwährungskredite in der CEE-Region?", *BankArchiv*, 2009, (11), S 786-798.
- Kirabaeva, K., Razin, A., "Composition of International Capital Flows: A Survey", CEPR, Discussion Paper, 2010, (7664), <http://www.cepr.org/pubs/dps/DP7664.asp>.
- Lucas, R. E., "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?", *American Economic Review*, 1990, 80(May), S. 92-96.
- Maddison, A., *Contours of the World Economy 1-2030 AD. Essays in Macro-economic History*, Oxford University Press, Oxford, 2007.
- Maechler, A. M., Ong, L. L., "Foreign Banks in the CESE Countries: In for a Penny, in for a Pound?", IMF Working Paper, 2009, (54).
- Obstfeld, M., Rogoff, K., "The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause", in Bernanke, B., Rogoff, K. (Hrsg.), *NBER Macroeconomics Annual 2000*, M.I.T. Press, Cambridge, MA, 2000.
- Obstfeld, M., Taylor, A. M., *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, New York, 2005.
- Raiffeisen Research RZB Group, "Rough Playing Field – Committed Players", CEE Banking Sector Report, 2009, (June).
- Razin, A., Sadka, E., Yuen, C., "A Pecking Order Theory of Capital Flows and International Tax Principles", *Journal of International Economics*, 1998, 44(1), S. 45-68.
- Taylor, J. B., *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press Publication, Stanford, 2009.
- Tirole, J., *Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton, N.J., 2002.