

Siebert, Horst

Working Paper — Digitized Version

Währungskrisen: Frühwarnindikatoren, Übertragungskanäle, Lösungsansätze

Kiel Working Paper, No. 909

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Siebert, Horst (1999) : Währungskrisen: Frühwarnindikatoren, Übertragungskanäle, Lösungsansätze, Kiel Working Paper, No. 909, Kiel Institute of World Economics (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2230>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Kieler Arbeitspapiere

Kiel Working Papers

Kieler Arbeitspapier Nr. 909

WÄHRUNGSKRISEN: FRÜHWARNINDIKATOREN,
ÜBERTRAGUNGSKANÄLE, LÖSUNGSANSÄTZE

von
Horst Siebert



Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel
The Kiel Institute of World Economics

ISSN 0342 - 0787

Institut für Weltwirtschaft
Düsternbrooker Weg 120, 24105 Kiel

Kieler Arbeitspapier Nr. 909

WÄHRUNGSKRISEN: FRÜHWARNINDIKATOREN,
ÜBERTRAGUNGSKANÄLE, LÖSUNGSANSÄTZE

von
Horst Siebert

Februar 1999

883 978

Für Inhalt und Verteilung der Kieler Arbeitspapiere ist der jeweilige Autor allein verantwortlich, nicht das Institut. Da es sich um Manuskripte in einer vorläufigen Fassung handelt, wird gebeten, sich mit Anregung und Kritik direkt an den Autor zu wenden und etwaige Zitate vorher mit ihm abzustimmen.

Zusammenfassung

Neben Frühindikatoren und Übertragungsmechanismen werden Lösungsansätze diskutiert. Bei den multilateralen Ansätzen führt die Einführung von Referenzzonen nicht weiter, die Behinderung des internationalen Kapitalverkehrs ist mit erheblichen Wohlfahrtsverlusten verbunden. Der Währungsfonds sollte zusammen mit der Verbesserung des Frühwarnsystems seine Politik so ändern, daß keine Fehlanreize für souveräne Gläubiger und private Kreditgeber gesetzt werden. Dazu zählt insbesondere, daß Volkswirtschaften Stabilitätsstandards bei sich umsetzen. Die institutionellen Regelungen der Weltwirtschaft sollten deshalb auf die Verankerung eines Verursacherprinzips (Troublemaker Pays Principle) abzielen.

Währungskrisen sind dadurch gekennzeichnet, daß der Außenwert einer Währung nicht mehr zu halten ist und die Währung eines Landes nominal abgewertet werden muß. Der nominale Wechselkurs (heimische Währung wie Peso zu ausländischer Währung wie US-\$) muß dann in einem beträchtlichen Ausmaß und auch relativ abrupt angehoben werden. Die letzten Währungskrisen betrafen 1999 den brasilianischen Real, 1998 den russischen Rubel und 1997 den thailändischen Baht, den malaiischen Ringgit, die indonesische Rupie, den koreanischen Won und die tschechische Krone. 1994 war der mexikanische Peso in eine Krise geraten. Die Ursachen für eine solche Entwicklung sind vielfältig.

Im folgenden werden Frühwarnindikatoren, die in aller Regel an den Ursachen ansetzen, Übertragungskanäle, die zusammen mit den Ursachen Ansatzpunkte dafür sind, wie man eine Krise vermeiden oder ihr beikommen kann, wenn sie einmal ausgebrochen ist, und mögliche Lösungsansätze erörtert. Dabei werden aktuelle Handlungsmöglichkeiten, die in Frage kommen, wenn eine Krise bereits ausgebrochen ist, und langfristige Ansätze, mit denen eine Krise vermieden werden kann, unterschieden.

I. Frühwarnindikatoren

Eine Währungskrise wird dadurch sichtbar, daß auf dem Devisenmarkt ein Uberschuangebot einer schwachen Währung vorliegt; der Markt kann zu einem gegebenen Kurs nicht geräumt werden. Die Krise kommt dadurch zum Ausbruch, daß die internationalen Kreditgeber Kredite nicht verlängern und die Anleger aus der schwachen Währung aussteigen. Eine gegebene Situation wird von ihnen als nicht nachhaltig interpretiert. Dies kann auf hausgemachte Probleme zurückzuführen sein (beispielsweise hohe Budgetdefizite des Staates oder eine übermäßige Expansion der Geldmenge). Ein Land kann aber auch

* Für die kritische Durchsicht des Manuskripts danke ich Claudia M. Buch, Peter Nunnenkamp und Rainer Schweickert.

von einem externen Schock getroffen werden, der beispielsweise eine Zurückdrängung der heimischen Absorption erfordert, was jedoch oft an politischen Gegebenheiten scheitert (Buch 1999). Verschiedene Indikatoren können in Betracht gezogen werden, wenn man erkennen will, ob sich eine solche krisenhafte Situation anbahnt. In der Regel reicht ein einzelnes Anzeichen zum Ausweis einer bevorstehenden Krise nicht aus, es müssen mehrere Größen gleichzeitig zu Rate gezogen werden. Folgende Indikatoren kommen in Betracht:

Reale Aufwertung bei konstantem nominalen Wechselkurs und ansteigenden sowie hohen Leistungsbilanzdefiziten

Der typische Frühwarnindikator für eine Währungs Krise ist ein zunehmendes Auseinanderklaffen zwischen realer Aufwertung bei weiterhin (relativ) konstantem nominalen Wechselkurs und einem hohen und oft auch ansteigenden Leistungsbilanzdefizit. Auch die Abweichung von einem Trend des realen Wechselkurses kann als Frühindikator herangezogen werden. Dabei hat die reale Aufwertung zur Folge, daß sich die Exporte ungünstiger entwickeln, die Importe steigen und das Leistungsbilanzdefizit noch weiter zunimmt, daß sich also die Situation verschärft. Erschwert wird die Lage, wenn gleichzeitig ein hohes Defizit in den öffentlichen Haushalten vorliegt, das oft die Ursache für das Leistungsbilanzdefizit sein kann (Zwillingsdefizit).

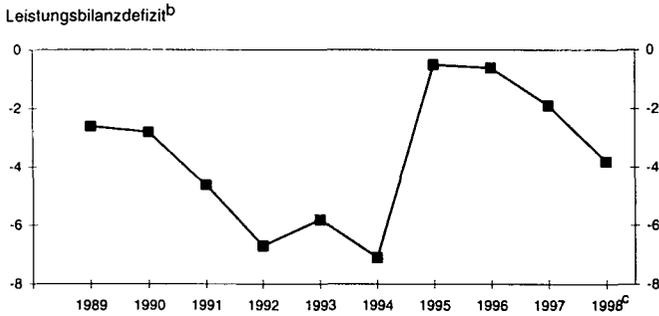
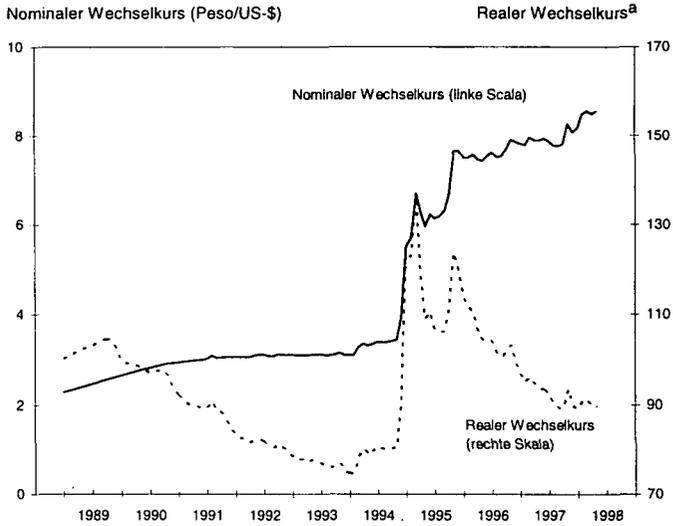
Eine durch diese Indikatoren beschriebene Situation deutet nur dann nicht auf eine Währungs Krise hin, wenn das Leistungsbilanzdefizit durch langfristig nachhaltigen Kapitalzustrom finanziert wird und dieser (vor allem im privaten Unternehmenssektor) investiv und produktivitätssteigernd verwendet wird, so daß die durch das Leistungsbilanzdefizit ansteigende Auslandsverschuldung später von einem Wachstum getragen werden kann, das aus den Investitionen kommt.

Diese Indikatoren beschreiben das typische Muster der traditionellen Währungs-
krise, etwa in Lateinamerika (Diehl und Schweickert 1998; Siebert 1997,
1999). So läßt sich für Mexiko vor 1994 ein deutliches Auseinanderdriften von
realem Wechselkurs, und zwar eine reale Aufwertung des Peso, bei sich kaum
veränderndem nominalen Wechselkurs feststellen (Abbildung 1). Gleichzeitig
baute sich von Jahr zu Jahr ein immer größeres Leistungsbilanzdefizit auf, das
kurzfristig finanziert wurde. Als das Vertrauen der Kapitalanleger schwand,
drehten sich die Kapitalströme um. Mexiko verlor Ende 1994 schlagartig etwa
120 Mrd. US-Dollar an Währungsreserven. Der Peso mußte abgewertet
werden. Auch für Tschechien im Jahre 1997 (Buch und Heinrich 1997, Siebert
1999) und für Brasilien 1999 läßt sich dieses Bild beobachten (Abbildung 2 im
Anhang).

Abnahme der Devisenreserven

Eine allmähliche Abnahme der Devisenreserven kann ein weiteres Anzeichen
für eine sich anbahnende Währungs-
krise sein. Denn damit wird signalisiert,
daß eine Volkswirtschaft ihr Leistungsbilanzdefizit dadurch finanziert, daß sie
Devisenbestände abbaut. Allerdings hat sich im Falle Thailands erwiesen, daß
ein relativ hoher Devisenvorrat kein Indikator dafür ist, daß keine Währungs-
krise zu erwarten ist. Thailand hatte relativ hohe Devisenreserven, allerdings
waren sie geswapt (was nicht bekannt war), so daß Thailand darüber nicht
mehr verfügen konnte.

Abbildung 1: Mexiko, realer und nominaler Wechselkurs und Leistungsbilanzdefizit, 1989–1998



^a1990 = 100. — ^bIn vH des BIP.

Quelle: IMF International Financial Statistics 1998; OECD Economic Outlook 1998.

Übermäßige Geldmengen- und Kreditexpansion bei nominalem Wechselkurs

Eine starke Ausdehnung der Geldmenge muß langfristig nach der Kaufkraftparität mit einer Abwertung der Währung einhergehen. Dies folgt aus der Gleichung $\hat{w} = \hat{P} - \hat{P}^*$, wobei \hat{w} die Veränderungsrate des Wechselkurses bedeutet und \hat{P} sowie \hat{P}^* die Veränderungsraten des inländischen und des ausländischen Preisniveaus sind. Wird diese Wechselkurskorrektur, etwa durch eine gleitende Wechselkursanpassung (crawling peg), nicht vorgenommen und wird die Abwertung zurückgestaut, so muß irgendwann die Anpassung der Währungsrelationen schlagartig erfolgen. Auch eine Kombination der beiden hier genannten Kriterien kann herangezogen werden: dann zeigt ein Anstieg des Verhältnisses der (breit definierten) Geldmenge zu den Währungsreserven eine sich abzeichnende Krise an.

Kurzfristige Auslandsfinanzierung langfristiger Investitionen

Ein weiterer Indikator für eine sich anbahnende Währungskrise kann eine hohe kurzfristige Auslandsfinanzierung privater Investitionen sein. Dies war der Fall beim koreanischen Krisenmuster, das insoweit entscheidend von den typischen lateinamerikanischen Währungskrisen abwich. Die koreanischen Chaebols hatten langfristige Investitionsvorhaben kurzfristig finanziert, auch bei japanischen Banken in Yen. Die Labilität des japanischen Bankensystems mußte nur mit Anzeichen einer geringeren internationalen Wettbewerbsfähigkeit der koreanischen Unternehmen und einem größeren Leistungsbilanzdefizit Koreas (bei kaum auseinanderlaufenden nominalem und realem Wechselkurs) im Jahr 1996 zusammentreffen, und das Zögern der japanischen Banken, die kurzfristigen Kredite zu prolongieren, reichte aus, die Krise zu starten. Auch der Investitionsboom im thailändischen Immobiliensektor war kurzfristig durch internationalen Kapitalzustrom finanziert. Ein wichtiger Indikator ist also die Fälligkeitsstruktur der Auslandsschulden.

Nicht nachhaltiger Anstieg der Preise von Vermögenswerten (asset price inflation)

Eine Krise kann sich schließlich auch dann einstellen, wenn eine kräftige Geldmengen- und Kreditexpansion zwar nicht in einen höheren Preisindex der Lebenshaltung eingeht, die zusätzliche Liquidität sich aber in höheren Immobilienpreisen und Aktienkursen auswirkt. Es werden dann Immobilienpreise und Kurs-Gewinn-Verhältnisse (price-earning ratios) verzeichnet, die aus dem Rahmen fallen und auf Dauer nicht zu halten sind, etwa wenn die Rendite aus Aktien (der Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses) deutlich unter alternativen Renditen am Kapitalmarkt liegt. Japan erlebte in den achtziger Jahren eine solche Seifenblase, die 1990 platzte. Auch der Bauboom in Thailand war eine Übersteigerung. Ein möglicher Indikator für eine sich anbahnende Krise können also stark ansteigende Aktienkurse (bei nicht aufrecht zu erhaltenden Kurs-Gewinn-Verhältnissen) oder explodierende Immobilienpreise sein.

Erste empirische Untersuchungen, ob Indikatoren in der Vergangenheit Krisen haben voraussagen können, kommen zu dem Ergebnis, daß die Exportentwicklung, Abweichungen des realen Wechselkurses von einem Trend, das Verhältnis der (breiten) Geldmenge zu Währungsreserven, das Produktionsergebnis und Aktienkurse mögliche Frühindikatoren sind (Kaminsky, Lizondo und Reinhart 1998).

II. Übertragungskanäle

Eine Währungskrise kann sich durch eine Reihe von Mechanismen von einem Land auf andere Länder übertragen. Dabei spielen die folgenden Interdependenzen eine Rolle.

Handelsverflechtungen

Die Krise in einem Land kann sich über die Handelsbeziehungen auf andere Volkswirtschaften auswirken. Die Importe des Krisenlandes nehmen bei rückläufigem Wirtschaftswachstum ab oder nicht mehr so stark zu, andere Länder erfahren dies als einen Nachfrageeinbruch für ihre Exporte. Auch Dreiecksbeziehungen über Drittländer, deren Exporte vom Krisenland beeinträchtigt werden, spielen eine Rolle. Dabei kommt es allerdings nicht allein auf die tatsächliche Veränderung der Handelsströme an — dies braucht seine Zeit. Vielmehr zeigen die Auftragseingänge und auch Erwartungsänderungen schnell ihre Wirkungen. Auch werden nicht nur die sogenannten Stromgrößen, also Exporte und Importe, betroffen. In der Regel ist auch eine Neubewertung von Bestandsgrößen notwendig, beispielsweise des Kapitalstocks, der auf den Export ausgerichtet ist.

Interdependenzen von Finanzmärkten

Die schlagartige Umschichtung des Portfolios mit Abzug von Finanzkapital aus der Krisenregion wirkt sich auf die Finanzmärkte in anderen Regionen aus, beispielsweise in der Form, daß die Anleger auf Grund des Rückgangs von Finanzwerten in einem Land mehr Liquidität benötigen und daher Anlagen im Ausland auflösen. Gleichzeitig kann aber auch eine Umschichtung des Portfolios zu sicheren Anlagen stattfinden, so daß auf anderen Märkten eine größere Liquidität bereitsteht, die Kurse dort steigen und die Zinsen sinken. Dieser Verlagerungseffekt kann sich intensiver auf Teilmärkte des Kapitalmarktes, etwa den Aktienmarkt oder den Markt für staatliche Anleihen auswirken. Per Saldo kann es dabei zur Verlagerung in die Industrienationen und zu Lasten der aufstrebenden Märkte kommen. Bei diesem Mechanismus, der auf einer Interdependenz zwischen den Märkten beruht, läßt sich allerdings der reine Verlagerungseffekt kaum von der Neubewertung von Risiken und der Notwendigkeit trennen, das durch die Krise auf einem Markt vergrößerte Risikoprofil auszugleichen.

Bilanzmechanismus

Währungskrisen und der damit einhergehende Verfall von Vermögenswerten wirken sich negativ auf die Bilanzen der Banken aus und reduzieren deren Eigenkapital. Aktiva wie Kredite an andere Banken oder an Kunden verlieren an Wert, Anleihen und Aktien sind mit einem niedrigeren Wert anzusetzen. Auf der Passivseite werden Einlagen der Kunden oder anderer Banken abgezogen. Zwangsläufig müssen Banken in diesen Fällen Risiken abbauen. Sie müssen mit neuen Krediten vorsichtiger sein. Sie verlangen auch von ersten Adressen eine höhere Risikoprämie und schränken die Vergabe von risikoreichen Krediten ein. Im Krisenland kann es zu einer Kreditklemme (credit crunch) kommen. Betroffen sind dann inländische Unternehmen, aber auch Kreditnehmer im Ausland. Je stärker die grenzüberschreitenden Kreditbeziehungen, desto stärker wirkt der Bilanzmechanismus auch auf das Ausland. Ein Beispiel ist, daß die japanischen Banken, als sie in Probleme gerieten, die kurzfristige Finanzierung der koreanischen Chaebols in Yen nicht fortsetzten. Ein anderes Beispiel für die Wirkung des Bilanzmechanismus ist der größere Spread, den amerikanische Banken 1998 wegen der bankbezogenen geänderten Risikosituation für Anleihen von US-Industrieunternehmen im Vergleich zu Langläufern des Staates verlangten.

Psychologische Ansteckung

Im Gegensatz zu Marktinterdependenzen und Bilanzzusammenhängen geht es bei einer psychologischen Ansteckung um die Änderung von Erwartungen durch neue Informationen und durch die Neueinschätzung von Entwicklungen, die zu einer Neubewertung von Risiken führen. Daß in einem Land eine Krise auftritt, kann Anlaß zu der Frage geben, ob mit ähnlichen Entwicklungen auch anderswo zu rechnen ist. Wird dies bejaht, so ergibt sich ein neues Orientierungsumfeld. Besondere Bedeutung kann auch Schwellenwerten zukommen, deren Über- oder Unterschreiten als kritisch für eine bestimmte Tendenz oder eine Tendenzänderung angesehen wird, etwa wenn die Devisenreserven eine bestimmte Marke unterschreiten. Eine Automatik kommt durch Computerprogramme der Portfoliowahl vor allem der großen institutionellen Anleger in den

Ansteckungsprozeß hinein. Vor allem wenn eine spekulative Blase, bei der sich zeitweise die Vermögenswerte gleichgerichtet bewegen und bei der alle Marktteilnehmer mit der Herde laufen, deshalb korrigiert wird, weil sich eine Entwicklung als nicht nachhaltig erweist, kommt es zu einer geänderten Bewertung.

III. Lösungsansätze

Bei Lösungsansätzen ist zu unterscheiden, was Länder, die in eine Krise geraten sind, akut und kurzfristig tun können, und welche Lösungsmöglichkeiten sich langfristig und grundsätzlich empfehlen.

III.1 Kurzfristige versus langfristige Ansätze

Da Währungs- und Finanzkrisen in ihrer Art sehr unterschiedlich sind und da zudem die Bedingungen in den einzelnen Volkswirtschaften divergieren, differieren notwendigerweise auch kurzfristig mögliche Ansatzpunkte. Geht beispielsweise die Krise wie in den meisten asiatischen Ländern auf eine Überschuldung des Bankensystems zurück, so muß ein Weg gefunden werden, mit dem die Schulden aus den Bilanzen des Bankensektors herausgenommen werden können, im Extremfall etwa dadurch, daß überlebensfähige Banken von einer staatlichen Refinanzierungsinstitution übernommen, entschuldet und später privatisiert werden, während nicht überlebensfähige Banken geschlossen werden (wie dies in Japan vorgesehen ist). Wo wie in Brasilien institutionelle Schwächen und hohe staatliche Budgetdefizite eine entscheidende Ursache der Krise sind, muß dort angesetzt werden. Wo Länder auf Grund der in einer Ausgangslage gegebenen Erwartungen über eine Währung unter Abwertungsdruck stehen, können sie keine expansive Geldpolitik betreiben, denn dies würde die Abwertung in Gang setzen. Im folgenden werden längerfristig orientierte Ansätze diskutiert.

III.2 Multilaterale Ansätze

Einige dieser langfristigen Ansätze sind multilateral ausgerichtet und streben eine andere Finanzarchitektur für die Weltwirtschaft an. Andere setzen im Sinne einer Kausaltherapie an einer Art nationalstaatlichen Verursacherprinzips an.

Referenzzonen für Wechselkurse

Ein Vorschlag, der nicht direkt an den Währungskrisen ansetzt, aber im Zusammenhang damit diskutiert wird, zielt darauf ab, Referenzzonen für die wichtigsten Währungen, zwischen Euro, US-Dollar und Yen, einzurichten („ein neues Bretton Woods“). So verständlich der Wunsch nach stabilen Währungsrelationen auch ist, der Ansatz von Referenzzonen setzt eine nachhaltig wirkende Abstimmung der Stabilisierungspolitik der wichtigsten Länder voraus, also der Geldpolitik, der Finanz- und auch der sonstigen Wirtschaftspolitik, beispielsweise der Lohnpolitik, falls die Lohnfindung nicht den Märkten überlassen wird. Dies bedeutet einen Verzicht auf autonome Stabilisierungspolitik. Ein Land, das in einer Rezession steckt, muß seinen Wechselkurs verteidigen, auch wenn dies konjunkturell überhaupt nicht paßt. Von daher wird von einem System der Referenzzonen eine ähnliche nationale Disziplin verlangt wie weiland von der Goldwährung. Ein System von Referenzzonen setzt ferner voraus, daß geklärt ist, wer zu intervenieren hat, wenn die obere oder untere Grenze eines Wechselkursbandes erreicht zu werden droht. Dies muß die Notenbank desjenigen Landes sein, dessen Währung zur Schwäche neigt. Denn müßte die Notenbank der aufwertenden Währung die schwache Währung stützen, indem sie die schwache Währung nachfragt, so würde die Expansion der Geldmenge im Raum der starken Währung durch das Schwachwährungsland bestimmt. Es käme zwingend zur Inflationsübertragung, der nominale Anker einer auf Stabilität ausgerichteten Geldpolitik ginge verloren. Eine solche Regelung würde eine inflationäre Phase für die Weltwirtschaft mit sich bringen. Die Geldpolitik kann nicht zwei Anker gleichzeitig haben.

Ferner ist bei diesem Ansatz die komplexe Frage zu lösen, wie der langfristige Gleichgewichtskurs in einer internationalen politischen Koordination festzulegen ist und wie dieser Kurs anzupassen ist, wenn sich die realwirtschaftlichen Verhältnisse in den einzelnen Volkswirtschaften ändern. Dabei darf man daran erinnern, daß eine Ursache der Währungskrise in Asien auch darin bestand, daß die Währungen nominal an den US-Dollar gekoppelt waren. Schließlich erleichtern Bandbreiten die Spekulation, da dadurch die Kosten der Spekulation geringer werden.

Kapitalverkehrskontrollen

Da die Kapitalbewegungen zu einem Überschiessen von Wechselkursen führen können, wird ein möglicher Ansatz in der Einschränkung des Kapitalverkehrs gesehen. Gegen diesen Ansatz sprechen mehrere Gründe, wobei zwischen der Art des Eingriffs in den Kapitalverkehr zu unterscheiden ist. Ganz allgemein in einem multilateralen Ansatz durch eine Tobin-Steuer auf grenzüberschreitende Finanztransaktionen Sand in die internationalen Kapitalströme zu streuen würde eine internationale Einigung darüber voraussetzen, wie hoch die Steuer sein soll und wem sie zustehen soll. Eine weltweit effiziente Allokation des Kapitalstocks würde beeinträchtigt, wenn der Kapitalverkehr behindert würde. Zudem sind die Trennlinien zwischen Kapitalverkehr und dem Güterhandel schwer zu ziehen (Überfakturierung), so daß letztlich auch die internationale Arbeitsteilung tangiert würde. Schließlich ist nicht ausgeschlossen, daß die Volatilität der Wechselkurse durch eine Tobin-Steuer zunehmen kann, beispielsweise wenn einzelne Staaten im Vertrauen auf die internationale Kontrolle des Kapitalverkehrs in ihrer nationalen Stabilitätspolitik nachlässiger werden.

Wenden einzelne Länder Kapitalverkehrskontrollen an wie Malaysia 1998, so sind sie daran interessiert, Kapitalflucht zu vermeiden. Den Kapitalzustrom hätten sie schon gerne. Auf Dauer kann man jedoch den Marktabgang von Kapital aus einem Land nicht verhindern, ohne gleichzeitig ein Signal zu setzen, daß dieses Land das zuströmende Kapital später nicht liebevoll behandelt. Regeln über den Marktabgang wirken sich immer auf die Attraktivität und

den Marktzugang aus. Da Kapitalzustrom eine entscheidende Quelle wirtschaftlichen Wachstums für Volkswirtschaften ist, würde eine generelle Einschränkung des Kapitalverkehrs wirtschaftliches Wachstum reduzieren. Die Länder würden sich durch Kapitalverkehrskontrollen langfristig also selbst schaden. Zudem kann der Außenhandel eines Landes beeinträchtigt werden, da der Kapitalverkehr nur schwer vom Handel abzugrenzen ist; die Begrenzung des Kapitalverkehrs hat hohe Opportunitätskosten. Aus diesem Grund ist von Kapitalverkehrskontrollen abzuraten (Langhammer und Schweickert 1998). Ökonomen (Krugman 1998) sollten in ihren Ratschlägen nicht so volatil wie die Finanzmärkte sein.

Eine Alternative wird darin gesehen, daß ein Land den kurzfristigen Kapitalzustrom begrenzt. Die von Chile eingeführte einjährige unverzinsliche Depotpflicht für kurzfristig hereinkommendes Portfoliakapital reduzierte den Anreiz, Kapital kurzfristig dort zu investieren. Diese Maßnahme mußte 1998 jedoch aufgegeben werden, als der Kapitalzustrom versiegte. Zwar kann durch eine unverzinsliche Depotpflicht der Zustrom von kurzfristigem Kapital zurückgedrängt werden; mit diesem Ansatz wird aber nicht vermieden, daß in einem Land angesammeltes Kapital später schlagartig abwandert. Von daher ist offen, ob mit einer zinslosen Depotpflicht die Volatilität von Wechselkursen effektiv reduziert werden kann, vor allem von größeren Abwertungen.

Volkswirtschaften müssen ein großes Interesse haben, Direktinvestitionen zu attrahieren, da diese das Wachstum fördern; direkt investiertes Kapital kann zudem nicht so abrupt abgezogen werden. Bei der eventuellen Einführung von Kapitalverkehrskontrollen ist deshalb alles zu vermeiden, was die Attraktivität eines Standorts für Direktinvestitionen beeinträchtigen würde. Vielmehr muß ein Land versuchen, sich für Direktinvestitionen attraktiv zu machen. Insbesondere kann der Finanzsektor eines Landes sogar gestärkt werden, wenn die institutionellen Regelungen Direktinvestitionen in diesem Sektor zulassen (Buch 1999; Nunnenkamp 1998).

Multilateraler Kodex für Direktinvestitionen und offene Märkte

Im Rahmen einer „global governance“ kann die dauerhafte Situation der Entwicklungsländer verbessert werden, indem ein multilateraler Kodex für Direktinvestitionen Hemmnisse für langfristigen Kapitalverkehr, der in der Regel auch eine Diffusion neuen Wissens mit sich bringt, beseitigt (Nunnenkamp 1998). Ferner ist die Offenheit der Gütermärkte in den Industrienationen ein wichtiger Beitrag zur nachhaltigen Verbesserung der Lage in den Entwicklungsländern. Eine Zurückdrängung der internationalen Arbeitsteilung durch protektionistische Ansätze und durch die Harmonisierung von Sozial- und Umweltnormen dürfte für die Weltwirtschaft und für die einzelnen Länder dauerhaft höhere Opportunitätskosten haben als eine vorübergehende Währungskrise.

Verbesserung des Frühwarnsystems

Das internationale Informationssystem sollte verbessert werden, so daß eine größere Transparenz erreicht wird.

- Der Internationale Währungsfonds und andere internationale Organisationen wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel sollten in Zukunft frühzeitig ausführlichere Informationen zur Verfügung stellen, die nicht nur traditionelle makroökonomische Daten beinhalten, sondern sich auch auf die private Verschuldung (Inlands- und Auslandsverschuldung), auf die Fristigkeit der Schulden und die konsolidierte Bilanz des Bankensystems beziehen.
- Der IWF sollte früh warnen, auch wenn dies mit Nachteilen für ein einzelnes Land verbunden ist. Es ist besser, die Alarmglocke früh klingeln zu lassen und selbst eine kleine Krise in Kauf zu nehmen, wenn dadurch später eine große Krise vermieden werden kann (Siebert 1998b). Der Vertraulichkeit von Verhandlungen ist nachrangig gegenüber der Notwendigkeit, ein Problem früh öffentlich zu machen. Sicherlich bedeutet dies eine schwierige Gratwanderung, bei der eine systemische Krise nicht losgetreten werden darf.

Vermeidung von Fehlanreizen durch den Internationalen Währungsfonds

Der Internationale Währungsfonds steckt bei seinen Hilfsaktionen in einem schwierigen Dilemma: Einerseits soll er in einer akuten Situation Liquidität bereitstellen, um die Ausbreitung einer Währungskrise zu einer systemischen Krise für den Weltfinanzmarkt insgesamt zu vermeiden, andererseits kann die Tatsache, daß Beistand für einzelne Länder geleistet wird, dort zu einer nachlässigen Stabilitätsorientierung führen und deshalb mit zur Entstehung von Krisen beitragen. Ein eindeutiges Kriterium dafür, daß die Krise eines Landes zu einer systemischen Krise für die Weltwirtschaft insgesamt werden wird, ist schwierig abzugrenzen. Auf jeden Fall wird es auf Grund der Handelsverflechtungen und der Interdependenz der Finanzmärkte immer zu negativen Wirkungen in anderen Ländern kommen. Daß irgendwo anders eine negative Wirkung auftritt, zeigt jedoch noch keine systemische Krise an und kann deshalb auch nicht eine hinreichende Begründung dafür sein, daß der Fonds tätig wird. Es müßte dann schon ex-ante zu erwarten sein, daß eine Krise so gravierend ist, daß sie sich in einem *circulus vitiosus* insbesondere über die Interdependenzen der Finanzmärkte in bedrohlicher Weise für andere Länder hochschaukelt.

Der Fonds ist mit seiner Beistandspolitik in erhebliche Kritik geraten. Der Vorwurf lautet, daß der IWF durch seine Beistandspolitik gravierende Fehlanreize („*moral hazard*“-Probleme) verursacht und durch sein Verhalten zu einer Verschärfung der Krisen beiträgt, und zwar deshalb, weil Problemländer und Marktteilnehmer — zwar wohl nicht explizit, sondern eher unbeabsichtigt — in ihrem Verhalten darauf bauen, daß der Währungsfonds, wenn es denn hart auf hart kommt, letztlich doch helfend eingreift. Dieser Vorwurf hat nicht zuletzt dadurch Nahrung erhalten, daß sich das Niveau der Beistandskredite für einzelne Volkswirtschaften von etwa 1 Mrd. US-Dollar in den 70er Jahren (Ausnahme 4 Mrd. US-Dollar für Großbritannien 1977) auf etwa 20 Mrd. US-Dollar in den 80er Jahren erhöht hat (Siebert 1999). Dadurch werden falsche Anreize wirksam. Folgende Linien bieten sich an:

- Private Kreditgeber (Banken, Zeichner von Anleihen) müssen im Fall einer Krise die Wertverluste tragen; sie übernehmen das Risiko für ihr Engagement in voller Höhe. Der IWF stellt von Anfang an klar, daß private Marktteilnehmer nicht mit seiner Unterstützung — auch nicht indirekt — rechnen können. Er definiert entsprechende Regeln für Zahlungsschwierigkeiten von Ländern. Unter anderem könnte er eine stärkere Rolle bei der Erklärung eines Schuldenmoratoriums übernehmen, so daß die privaten Kreditgeber in einer Krise verstärkt eingebunden werden. Dabei gebührt im Krisenfall der Versorgung mit neuem Kapital Vorrang vor dem Schutz des in einem Land investierten Portfoliokapitals. Souveräne Schuldner sollten dann nicht mit einer Unterstützung durch den Fonds rechnen können, wenn sie durch einseitige Erklärung private Schulden durch den Staat garantieren.
- Private Kreditgeber nehmen selbst durch einen Ausgleichsfonds eine Risikovorsorge vor, der von Gläubigerausschüssen privatwirtschaftlich für die Kredite an einzelne Länder zu organisieren ist und im Fall einer Krise private Kredite auffängt (Nunnenkamp 1998). Dadurch werden Risiken den Marktteilnehmern deutlicher signalisiert.
- Der Währungsfonds kann nicht die Rolle des Kreditgebers der letzten Instanz übernehmen. Dies folgt bereits daraus, daß die Finanzmittel des IWF limitiert sind (und auch limitiert sein müssen). Die Rolle des „lenders of last resort“ muß, wenn es zu einer systemischen Krise in der Weltwirtschaft kommt, in einer koordinierten Aktion von den Notenbanken übernommen werden. Dafür lassen sich allerdings keine Regeln aufstellen; sie würden zwangsläufig zu unkontrollierbaren „moral hazard“ führen. Das Verhalten eines „lenders of last resort“ läßt sich ex-ante nicht festlegen, es muß nach außen unbestimmt bleiben.
- Der Währungsfonds sollte ein System von Regeln entwickeln, unter denen Kredite an Staaten vergeben werden (Siebert 1998b). So sollte er eine gleitende Skala von ansteigenden Zinsen für seine Kredite anwenden, um Fehlanreize zu reduzieren. Dies signalisiert, daß Kredite nur zu höheren Kosten zu haben sind. Die Skala wird ex-ante angekündigt. Ferner sind Standards zu fixieren, die zu beachten sind. Zwar sind Währungskrisen in

ihren Ursachen unterschiedlich, und ein internationales Konkursrecht für souveräne Schuldner läßt sich wohl nicht einfach formulieren, der Währungsfonds kann jedoch Regeln fixieren, die Länder in ihrer Wirtschaftspolitik beachten müssen, wenn sie im Fall einer Krise IWF-Kredite erhalten wollen. Beispiele sind die Umsetzung von Bankenstandards, einzuhaltende Obergrenzen für die Ausdehnung der Geldmenge (im Verhältnis zur Expansion des Produktionspotentials) und Schranken für die Neuverschuldung des Staates. Werden diese Kriterien nicht eingehalten, so wird dies vom IWF öffentlich angekündigt, der Ausschluß von späteren Krediten wird gegebenenfalls glaubwürdig angedroht.

- Grundsätzlich müssen die Regelungen darauf abstellen, daß der Verursacher einer Finanzkrise die bei ihm anfallenden Kosten dieser Krise trägt. Ein Staat darf die Kosten nicht auf andere abwälzen können. Das internationale institutionelle Argument für Krisenfälle muß auf einem Verursacherprinzip für die Lastenübernahme — auf einem „Troublemaker Pays Principle“ — basieren. Dadurch werden die richtigen Anreize gesetzt, selbst zu Hause für Stabilität zu sorgen. Es muß ferner deutlich sein, daß der Fonds seine Aufgabe darin sieht, das Entstehen und die Ausbreitung einer Krise zu vermeiden. Dies kann zur Folge haben, daß ein einzelnes Land sich im wesentlichen selbst überlassen wird, durch eine Krise durchzukommen. Zu der Vorgehensweise bei Krisen gehört ferner, daß der Fonds auch einmal nicht helfend eingreift und sich lediglich als Vermittler betätigt (Sachverständigenrat 1998, Ziffer 366).

Keine neuen internationalen Behörden

Vor der Einrichtung neuer internationaler Organisationen ist zu warnen. Bestehende Einrichtungen sollten in bezug auf die von ihnen ausgehenden Anreizwirkungen überprüft werden und stärker auf die Vermeidung von Krisen von vorneherein ausgerichtet werden.

III.3 Nationales Verursacherprinzip für die Lastenverteilung

Ein wesentlicher Ansatz, Währungskrisen zu vermeiden, ist, daß die einzelnen Länder bei sich selbst für Stabilität sorgen. Was nicht nachhaltig ist, ist verwundbar. Wenn die wirtschaftspolitische Lage eines Landes labil ist, wenn eine Währung verletzlich und angreifbar ist und Anleger das Vertrauen verlieren, dann kommt es schnell zu einer Krise. Finanzmärkte sind unerbittlich (Siebert 1998a). Der sichtbare Auslöser einer Krise ist dann das Ausbleiben des Kapitalzustroms, die Ursachen für den Entzug des Vertrauens liegen jedoch tiefer.

Bankenregulierung

Ein wichtiger Bereich ist die nationale Bankenregulierung: Regelungen in den einzelnen Ländern müssen sicherstellen, daß die Kapitalausstattung der Banken auch in ungünstigen Situationen hinreichend ist, daß vom Bankensystem keine Störungen ausgehen können oder daß externe Schocks von ihm verarbeitet werden können und nicht verstärkt werden. So muß in den nationalen Regulierungen das Erfordernis einer hinreichenden Kapitalausstattung gemäß dem Baseler Abkommen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich beachtet werden. Daß Banken mit Krediten bei Hedge Fonds engagiert sind, muß in geeigneter Weise bei den Risikostandards für Banken ausgewiesen werden. Das Bankensystem muß hinreichend stark sein, einem Sturm zu widerstehen. Es sollten in den einzelnen Ländern ferner Vorkehrungen getroffen werden, daß Gruppen von Banken wie in Deutschland durch Sicherungsfonds Risiken gegenseitig abdecken. Eine staatliche Garantie für private Kredite ist jedoch nicht angebracht, da sie die Banken dazu veranlaßt, zu risikoreiche Projekte anzugehen (siehe dazu die Erfahrung mit der staatlichen Garantie für die Savings & Loan Associations in den USA). Klar geregelte nationale Konkursverfahren für Banken müssen Fehlverhalten von vornherein begrenzen. All diese Regelungen sollen sicherstellen, daß von einem Bankensystem keine internen Fehlentwicklungen verursacht werden und es externe Störungen verkraften kann.

In die Sicherheitsstandards sollten auch Investment Banken und Hedge Fonds einbezogen werden. Dabei ist nicht auszuschließen, daß Hedge Fonds ins regulierungsfreie off-shore ausweichen. Den Marktteilnehmern muß dann aber klar sein, daß damit höhere Risiken verbunden sind und im Fall einer Krise nicht mit einer Unterstützung zu rechnen ist. Die Kredite von Banken an off-shore Hedge Funds, die einer Regulierung nicht unterliegen, müssen von den nationalen Vorschriften erfaßt werden.

Die nationale Bankenregulierung sollte dadurch gestärkt werden, daß Erfahrungen über die Definition und Handhabung von Standards international zwischen den Regulierern ausgetauscht werden (Erfahrung über best practice). Dazu zählt auch die Ausbildung von Regulierern. All dies kann im Rahmen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich organisiert werden.

Richtige Schrittfolge der Liberalisierung

Für Direktinvestitionen sollten möglichst früh im Entwicklungsprozeß glaubwürdige Bedingungen geschaffen werden. Die Liberalisierung des kurzfristigen internationalen Kapitalverkehrs sollte erst dann in Gang gesetzt werden, wenn hinreichende Sicherheitsstandards für den Finanzsektor umgesetzt sind. Wir wissen heute besser über die zeitliche Schrittfolge (sequencing) in der Liberalisierung des kurzfristigen Kapitalverkehrs und des Finanzsektors Bescheid, und zwar nicht nur aus der Erfahrung von Schwellenländern wie Thailand, sondern auch von Schweden in Jahre 1992 (Lindbeck et al., 1994). Die Liberalisierung des kurzfristigen Kapitalverkehrs führt bei mangelnden Standards des Finanzsektors allzu leicht zu einer übermäßigen Kreditexpansion, die dann eine Währungs- und Finanzkrise nach sich zieht. Deshalb sollten in einem ersten Schritt Standards für den Finanzsektor etabliert werden. Allerdings stellt sich die Frage nach der Liberalisierung anders, nachdem der Kapitalverkehr bereits liberalisiert ist. Dann bringt jede Einschränkung des Kapitalverkehrs einen Vertrauensverlust mit sich, der notwendigerweise negativ auf die Attraktivität für neues Kapital wirkt. Bei der Liberalisierung ist man frei, bei ihrem Rückbau ist man Knecht.

Stabilitätsorientierte Geldpolitik

Eine wichtige Bedingung dafür, daß die wirtschaftlichen Verhältnisse eines Landes nachhaltig sind und ein Land nicht verwundbar ist, richtet sich an die Geldpolitik: die eigene Währung muß stabil sein. Dies erfordert institutionelle Vorkehrungen wie die Unabhängigkeit der Notenbank, damit die Geldpolitik nicht Haushaltsdefizite des Staates alimentiert oder bei der Zinspolitik in den Dienst der Politik gestellt wird. Länder mit konstitutionellen Schwächen in bezug auf die Unabhängigkeit der Notenbank sind gehalten, die institutionellen Regelungen ihres Geldwesens zu verbessern.

Kontrolle des Ausgabegebarens des Staates, Grenzen der Absorption

Für die Finanzpolitik bedeutet das Stabilitätsersfordernis: Es dürfen nicht Ansprüche an das Sozialprodukt definiert werden, die nicht erfüllbar sind, die Absorption muß durch die Produktion eines Landes gedeckt sein, es sei denn produktive Investitionsgelegenheiten rechtfertigen Budgetdefizite, Leistungsbilanzdefizite und eine Zunahme der internationalen Verschuldung. Für das Ausgabegebarens des Staates sind konstitutionelle Schranken zu definieren. Dies gilt ebenfalls für die Sozialpolitik. Auch die Lohnpolitik muß den Grundsatz beachten, daß die Absorption durch die Produktion limitiert ist.

Currency Board

Ein Currency Board ist grundsätzlich dazu geeignet, die zu Hause fehlende Stabilität zu importieren, wenn es glaubwürdig durchgehalten wird. Ein solches Arrangement vermeidet eine monetäre Alimentierung von Staatsausgaben, es bindet, wenn es erfolgreich ist, das Ausgabegebarens des Staates, auch für sozialpolitische Ziele, und es schränkt auch die Lohnpolitik ein. Voraussetzung ist also, daß ausgabensteigernde politische Kräfte sich binden lassen und ein Konsens darüber besteht, daß das Currency Board notfalls auch mit hohen Zinsen unter Inkaufnahme einer Rezession verteidigt wird. Eine weitere Voraussetzung ist, daß die Realwirtschaft flexibel genug ist, sich im Fall einer externen Krise anzupassen. Dies gilt für die Gütermärkte, aber auch für die

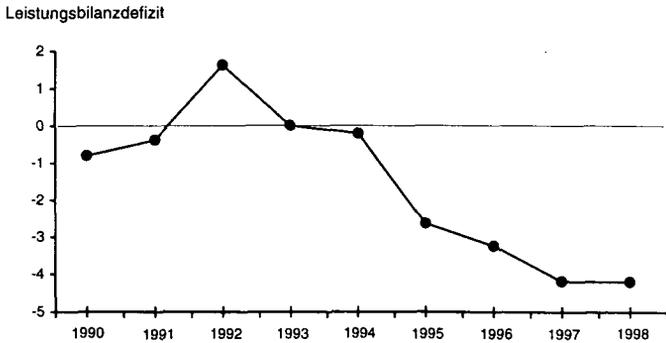
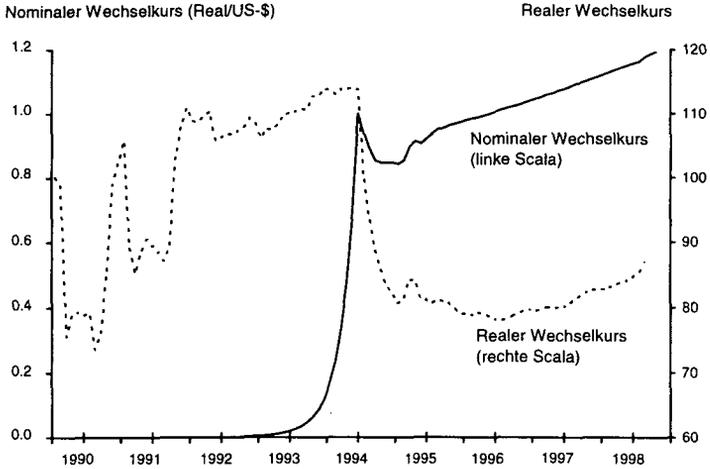
Arbeitsmärkte. Ferner sollte eine Volkswirtschaft nicht in besonderer Weise von externen Schocks betroffen sein, wie dies beispielsweise bei rohstoffexportierenden Ländern der Fall ist.

Nachhaltige Stabilität als Grundvoraussetzung

Stabile Währungen sind nur möglich, wenn in den einzelnen Ländern nachhaltig stabile Verhältnisse bestehen. Sind wirtschaftliche Bedingungen in einem Land nicht nachhaltig, so kommt es nahezu unausweichlich zu einer Währungs-
krise. Wie immer man auch internationale Lösungen konzipieren mag, sie werden fehlschlagen, wenn die einzelnen Länder nicht gezwungen sind, bei sich selbst eine verlässliche Stabilitätspolitik durchzuführen. An einem Verursacherprinzip für die Lastenübernahme wird man deshalb nicht vorbeikommen. Man kann einem Land, das sich fehlverhält, nicht alle Folgen des Fehlverhaltens abnehmen. Es hat sonst keinen Anlaß mehr, selbst für Stabilität zu sorgen, und es entstehen unkontrollierbare „Moral Hazard“ Probleme. Dieses Prinzip muß der nationalen Wirtschaftspolitik durch geeignete internationale institutionelle Regelungen signalisiert werden.

Anhang

Abbildung 2: Brasilien, realer^a und nominaler Wechselkurs^b und Leistungs-
bilanzdefizit^c



^a Erste Woche (1990=100. — ^bWerte pro Woche. — ^cin vH des BIP.

Quelle: Wechselkurs: IMF, International Statistics; JP Morgan, Currency Indices. Leistungsbilanzdefizit: World Bank, World Development Indicators; EIU, Country Report Brazil, eigene Berechnungen.

Literatur

Buch, C.M. (1999). Auslandskapital und Transformation — Sind Währungs-
krisen vermeidbar? Die Weltwirtschaft, im Druck.

Buch, C.M., R.P. Heinrich (1997). The End of the Czech Miracle? Currency
Crisis Reveals Need for Institutional Reforms. Kieler Diskussionspapiere,
301. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

Diehl, M., R. Schweickert (1998). Currency Crises: Is Asia Different? Kieler
Diskussionspapiere, 309. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

Kaminsky, G., S. Lizondo, C.M. Reinhart (1998). Leading Indicators of Currency
Crises. IMF Staff Papers, 45: 1–48.

Krugman, P. (1998). Saving Asia: It's Time to Get Radical. Fortune Investor.
Internet version: [http://www.pathfinder.com/fortune/investor/1998/980907/
sol.html](http://www.pathfinder.com/fortune/investor/1998/980907/sol.html).

Langhammer, R.J., R. Schweickert (1998). Kapitalverkehrskontrollen sind Gift
für die Tigerstaaten. Handelsblatt, 14. Oktober.

Lindbeck, A. et al. (1994). Turning Sweden Around. Cambridge, Mass.

Nunnenkamp, P. (1998). Wirtschaftliche Aufholprozesse und „Globalisierungs-
krisen“ in Entwicklungsländern. Kieler Diskussionsbeiträge, 328. Institut
für Weltwirtschaft, Kiel.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung
(1998). Vor weitreichenden Entscheidungen. Jahresgutachten 1998/99.

Siebert, H. (1997). Weltwirtschaft. Stuttgart.

- (1998a). Disziplinierung der nationalen Wirtschaftspolitik durch die internationale Kapitalmobilität. In: Dieter Duwendag (Hrsg.) Jahrestagung 1997, Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik. Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Band 261: 41–67. Duncker & Humblot, Berlin.

- (1998b). The Future of the IMF — How to prevent the next Global Financial Crisis. Kieler Arbeitspapiere, 870. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

- (1999). The World Economy. London.