

Wolfram Berger

Die Ausbreitung von Währungskrisen

Währungskrisen einzelner Länder können weitreichende Folgen für die internationalen Devisen- und Finanzmärkte haben. Dafür gab es in den 90er Jahren viele Beispiele. Durch welche Transmissionskanäle breiteten sich diese Krisen aus?

Währungskrisen zählten in den vergangenen zehn Jahren zu denjenigen Phänomenen im Bereich der Ökonomie, die nicht nur in der Wissenschaft, sondern auch in der Öffentlichkeit die höchste Aufmerksamkeit erfuhren. Insbesondere waren in der jüngsten Vergangenheit wiederholt die Emerging Markets Asiens und Lateinamerikas von Turbulenzen auf den Devisen- und Finanzmärkten bis hin zu schweren Finanzmarkt- und Währungskrisen betroffen. Aufgrund ihrer oftmals globalen Nachwirkungen werden diese Krisenerscheinungen jedoch auch in den Industrieländern zunehmend als Gefahr für die Stabilität des internationalen Finanzsystems angesehen, wie die Bemühungen um eine „Reform der internationalen Finanzarchitektur“ beweisen¹.

Zu den schwersten Währungskrisen der jüngsten Vergangenheit zählen die Krise des Europäischen Währungssystems (EWS-Krise) der Jahre 1992/93, die von Mexiko ausgegangene sogenannte Tequila-Krise der Jahre 1994/95, deren Auswirkungen in vielen Emerging Markets Lateinamerikas und Asiens zu spüren waren, sowie die Asienkrise 1997/98 und die Krise Russlands 1998, die ebenfalls zu globalen Erschütterungen auf den internationalen Devisen- und Finanzmärkten führten.

Eine auffällige Eigenschaft von Währungskrisen ist deren internationale Ausbreitung. Krisen sind typischerweise nicht als isolierte Phänomene zu beobachten, sondern brechen meistens in rascher Folge in einer Vielzahl von Ländern aus. Die EWS-Krise 1992/93 beispielsweise führte zu Währungskrisen in insgesamt 16 Ländern, die von Mexiko ausgegangene Tequila-Krise 1994/95 erfasste neun Länder, die Asienkrise, die 1997 in Thailand ihren Anfang nahm, erreichte zehn Länder und nach der russischen Krise im Jahr 1998 sahen sich dreizehn Länder mit Währungsturbulenzen konfrontiert².

Wolfram Berger, 29, Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Makroökonomik an der Fernuniversität Hagen.

Vielfach entstand dabei der Eindruck, dass die Krisenausbreitung undifferenziert erfolgte und sich selbst Länder, deren makroökonomische Performance fast makellos erschien, nicht erfolgreich gegen das Übergreifen einer Krise zur Wehr setzen konnten. In die lange Reihe der Krisenländer haben sich in jüngster Zeit die Türkei und Argentinien eingereiht. Während von der türkischen Finanz- und Währungskrise (bisher) keine schwerwiegenden Ausbreitungseffekte ausgingen, ist die derzeitige Krise Argentinens bereits auf Brasilien übergeschwappt. Sowohl der brasilianische Real als auch brasilianische Bonds wurden durch die argentinische Schuldenproblematik in Mitleidenschaft gezogen³.

Der Internationale Währungsfonds (IWF) sieht in der Krisenausbreitung eine der besorgniserregendsten Begleiterscheinungen von Währungskrisen und reagierte darauf unter anderem mit der Schaffung einer neuen Kreditfazilität im April 1999. Angeregt durch die massive Ausbreitung der jüngsten Krisen in den Emerging Markets wird mit der Contingent Credit Line das Ziel verfolgt, über die Bereitstellung internationaler Liquidität die Spill-over-Effekte von Währungskrisen zu begrenzen⁴.

Zwei Erklärungsansätze

Die jüngsten Krisenepisoden waren und sind immer noch Anlass einer intensiv und kontrovers geführten

¹ Die „Reform der internationalen Finanzarchitektur“ ist zu dem dominierenden Schlagwort in der Diskussion um die wirtschaftspolitischen Lehren aus den Krisenerfahrungen der letzten Jahre geworden. Unter diesen Begriff werden alle Maßnahmen subsumiert, die darauf abzielen, das internationale Finanzsystem resistenter gegenüber Währungs- und Finanzkrisen sowie deren Ausbreitung zu machen. Inzwischen existiert zu diesem Thema eine umfangreiche Literatur. Überblicke über die diskutierten Maßnahmenkataloge bieten beispielsweise B. Eichengreen: *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Washington D.C. 1999; S. Fischer: *Reforming the International Financial System*, in: *Economic Journal*, Vol. 109, 1999, S. 557-576.

² Vgl. F. Caramazza, L. Ricci, R. Salgado: *Trade and Financial Contagion in Currency Crises*, IMF Working Paper 00/55, Washington D.C. 2000.

³ Eine Übertragung dieser Krisentendenzen auf weitere Länder lässt sich zur Zeit noch nicht ausschließen.

⁴ Diese Kreditfazilität steht ausschließlich Ländern zur Verfügung, die sich infolge solcher Spill-over-Effekte mit schwerwiegenden Liquiditätsproblemen konfrontiert sehen und den Zugang zum internationalen Kapitalmarkt zu verlieren drohen. Vgl. dazu S. Fischer, a.a.O.

Diskussion um den richtigen Erklärungsansatz. Die Debatte kreist dabei um zwei grundsätzliche Positionen. Zum einen wird argumentiert, dass Krisen notwendiges Resultat von Politikfehlern und damit eigenverschuldet sind. Vertreter dieser Position sehen in fundamentalökonomischen Schwächen die Ursache für Währungskrisen. Zum anderen wird die Ansicht vertreten, dass wirtschaftspolitische Fehler allein nicht immer ausreichend sind, um die Krisenentstehung erklären zu können. Willkürliche Änderungen der Markterwartungen können ebenso für Währungskrisen verantwortlich sein.

Diese konkurrierenden Positionen werden ebenfalls in der Diskussion um die Ausbreitung von Währungskrisen sichtbar. So lassen sich auch in diesem Bereich rein fundamentalökonomisch orientierte Ansätze und Erklärungen, die auf einer übermäßigen Volatilität der Finanzmärkte beruhen, unterscheiden. In diesem Beitrag wird vor dem Hintergrund dieser Kontroverse die Frage gestellt, wie die Ausbreitung von Währungskrisen zu erklären ist. Dazu werden zwei Ansätze zur Erklärung der Krisentransmission vorgestellt und vergleichend diskutiert. Im Anschluss daran wird das Verhältnis der kurzfristigen Auslandsverschuldung zu den international liquiden Aktiva betrachtet. Dieses Verhältnis wird im Zusammenhang mit den jüngsten Krisen in den Emerging Markets immer wieder als entscheidender Faktor für die Anfälligkeit gegenüber Krisen genannt.

Die Asienkrise

„Currency crises cluster in time.“⁵ Die charakteristische Eigenschaft von Währungskrisen, nicht als isolierte Phänomene, sondern nahezu zeitgleich in mehreren Ländern aufzutreten, fiel insbesondere bei den Währungs- und Finanzmarktkrisen der vergangenen zehn Jahre ins Auge. Dies lässt sich exemplarisch am Verlauf der Asienkrise 1997/98 demonstrieren.

Die Asienkrise nahm ihren Anfang in wiederholten spekulativen Attacken auf den an den US-Dollar gebundenen thailändischen Baht im Jahr 1996 und im Frühjahr 1997, die schließlich zu dessen Freigabe am 2. Juli 1997 führten⁶. Bereits in diesem frühen Stadium der Krise kam es zu ersten, über Asien hinausgehenden Spill-over-Effekten auf die Währungen Tschechiens und der Slowakei. Die tschechischen Behörden sahen sich infolgedessen zur Freigabe der Krone ge-

zwungen. Am stärksten waren jedoch die Spill-over-Effekte der thailändischen Währungskrise innerhalb Asiens zu spüren. Die Philippinen, Indonesien und Malaysia wurden relativ rasch in die Krise hineingezogen. Die De-facto-Bindung des philippinischen Peso an den US-Dollar wurde bereits einige Tage nach Freigabe des Baht aufgehoben. Kurz darauf wurde die Verteidigung der malaiischen Ringgit eingestellt und schließlich Mitte August 1997 die bisher an einen internationalen Währungskorb gebundene indonesische Rupiah freigegeben.

Mit zunehmender Ausweitung der Krise beschränkten sich die Spill-over-Effekte in der Folgezeit nicht mehr auf die südostasiatische Region, sondern waren auch in anderen Ländern Asiens sowie in Lateinamerika, Osteuropa und Russland zu spüren. Im Herbst 1997 geriet der an den US-Dollar gebundene südkoreanische Won unter zunehmenden Abwertungsdruck, auf den schließlich mit einer Freigabe des Wechselkurses reagiert wurde. In Taiwan wurde die De-facto-Bindung der Währung an den US-Dollar aufgegeben und eine Abwertung des taiwanesischen Dollar zugelassen. Der Hong Kong Dollar war in dieser Zeit zweimal das Ziel spekulativer Attacken. Eine Abwertung der Währung konnte jedoch durch starke Zinserhöhungen verhindert werden. Abwertungsdruck war auch in China, Singapur und Indien zu spüren, blieb jedoch dort ohne schwerwiegende Konsequenzen. Jenseits Asiens erzwangen die Spill-over-Effekte deutliche Zinserhöhungen in Lateinamerika, insbesondere in Argentinien, Brasilien und Mexiko, und in einigen osteuropäischen Ländern.

Ökonomische Folgen

Die ökonomischen Folgen der Asienkrise waren insbesondere für die Philippinen, Indonesien, Malaysia, Südkorea und Thailand gravierend. Die Abwertungen gegenüber dem US-Dollar erreichten im Januar 1998 eine maximale Höhe von über 40% auf den Philippinen und in Malaysia, rund 55% in Südkorea und Thailand sowie über 80% in Indonesien⁷. Im Zuge der Krise kam es innerhalb eines Jahres zu einer Umkehr der privaten Kapitalströme in Höhe von rund 108 Mrd. US-Dollar. Während sich der Netto-Zufluss privaten Kapitals in diese fünf in erster Linie betroffenen Länder 1996 auf 108 Mrd. US-Dollar belief, kam er 1997 praktisch zum Erliegen⁸. Die Entwicklung des internationalen Kapitalverkehrs blieb nicht ohne Auswirkungen auf das gesamtwirtschaftliche Wachstum. Die oben genannten Länder erfuhr 1998 mit Ausnahme

⁵ B. Eichengreen, A. Rose, C. Wyplosz: Contagious Currency Crises: First Tests, in: Scandinavian Journal of Economics, Vol. 98, 1996, S. 463-484.

⁶ Der Verlauf der Asienkrise wird ausführlich in IWF: World Economic Outlook, Interim Assessment December, Washington D.C. 1997; und in IWF: World Economic Outlook, Oktober, Washington D.C. 1998, beschrieben.

⁷ Vgl. BIZ: 68th Annual Report, Basel 1998.

⁸ Vgl. Institute of International Finance: Capital Flows to Emerging Markets, Washington D.C. 2000.

der Philippinen, deren reales Bruttoinlandsprodukt lediglich um 0,5% schrumpfte, schwere Depressionen mit einem Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts um 6,7% in Korea, 7,5% in Malaysia, 10,4% in Thailand sowie 13% in Indonesien⁹.

Angesichts der Stärke der von den Währungskrisen der Vergangenheit ausgehenden Spill-over-Effekte sowie der Konsequenzen für die real- und finanzwirtschaftliche Stabilität der betroffenen Ökonomien erscheint die große Bedeutung, die dem Problem der Krisenausbreitung beigemessen wird, berechtigt. Somit ist es auch nicht verwunderlich, dass inzwischen eine Vielzahl an Thesen zur Erklärung dieses Phänomens vorgetragen wurde. Die zur Erklärung der Krisentransmission vertretenen Thesen lassen sich dabei auf zwei grundsätzliche Muster zurückführen, die im Folgenden näher betrachtet werden¹⁰.

Gründe für die Krisenausbreitung

Grundsätzlich lassen sich zwei Gründe für die Übertragung von Währungskrisen von einer Ökonomie auf eine andere unterscheiden:

□ Erstens wird die Ausbreitung von Währungskrisen anhand ihrer Auswirkungen auf die Fundamentaldaten anderer Länder erklärt. Die Transmission kann dabei sowohl über realwirtschaftliche als auch über finanzwirtschaftliche Verflechtungen erfolgen.

□ Zweitens wird auf die Möglichkeit einer „Infektion“ bzw. eines „Ansteckungseffektes“ verwiesen. Unter dem infektiösen Übergreifen einer Währungskrise wird das Phänomen verstanden, dass die Währungskrise eines Landes die Wahrscheinlichkeit einer Währungskrise in einem anderen Land erhöht, ohne dass sich die Fundamentaldaten dieses Landes in entsprechender Art und Weise geändert haben. Modelle dieser Art basieren typischerweise auf einem Herdenverhalten internationaler Kapitalgeber.

Grundsätzlich lässt sich noch eine weitere Ursache für simultane Währungskrisen denken. Ein gemeinsamer, d.h. mehrere Ökonomien zugleich treffender Schock kann ebenso für eine Vielzahl an Währungskrisen verantwortlich sein. Solche, sich (nahezu) global auswirkenden Störungen werden beispielsweise durch Politikwechsel in den großen Industrieländern hervorgerufen. Beispielhaft für einen solchen Schock lässt sich ein Zinsanstieg in einem oder mehreren Industrieländern anführen. In empirischen Arbeiten wurde nachgewiesen, dass dadurch typischerweise ein starker Kapitalabfluss aus den sogenannten Emerging Markets ausgelöst wird¹¹.

⁹ Vgl. IWF: World Economic Outlook, Mai, Washington D.C. 2000.

¹⁰ Vgl. dazu P. Masson: Contagion: Macroeconomic Models with Multiple Equilibria, in: Journal of International Money and Finance, Vol. 18, 1999, S. 587-602.

Von der Übertragung bzw. Ausbreitung einer ursprünglich auf ein Land begrenzten Währungskrise kann jedoch nur dann gesprochen werden, wenn die Währungskrise eines Landes die Ursache weiterer Krisen ist¹². Die Transmission einer Währungskrise liegt folglich nur dann vor, wenn eine Ursache-Wirkungsbeziehung zwischen zwei bzw. mehreren Krisen besteht. Ein gemeinsamer Schock ist zwar ebenfalls in der Lage, das zeitgleiche Auftreten von Währungskrisen in verschiedenen Ländern zu begründen. Jedoch gibt dieser Erklärungsansatz keine Antwort auf die Fragen, ob und warum die Währungskrise eines Landes weitere Krisen verursacht. Daher wird die Erklärung über einen globalen Schock hier nicht weiter verfolgt.

Realwirtschaftliche Interdependenzen

Einen ersten Kanal für die Übertragung von Währungskrisen stellen die bestehenden ökonomischen Interdependenzen zwischen mehreren Ländern dar. Diese „normalen“, d.h. auch in Nicht-Krisenzeiten zu beobachtenden, ökonomischen Abhängigkeiten beruhen sowohl auf realwirtschaftlichen als auch auf finanzwirtschaftlichen Verflechtungen.

Handelsbeziehungen sind ein Beispiel für einen realwirtschaftlichen Kanal der Krisenübertragung. So kann die kriseninduzierte Abwertung eines Landes negative Handelsbilanzeffekte mit einer entsprechend zurückgehenden gesamtwirtschaftlichen Produktion und Beschäftigung in anderen Ländern hervorrufen. Damit verlieren die Wechselkursfixierungen sowohl der bilateralen Handelspartner als auch der mit dem Krisenland in einem gemeinsamen Exportmarkt konkurrierenden Ökonomien an Stabilität. Der Verlust internationaler Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich zum Krisenland zieht insbesondere in sehr offenen Volkswirtschaften, deren makroökonomische Position stark von den internationalen Exporten einheimischer Güter abhängt, eine Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Lage nach sich.

Letztendlich können Spill-over-Effekte einer Währungskrise über diesen Mechanismus die Ursache einer Rezession sein. Infolgedessen steigen in den betroffenen Ökonomien die gesamtwirtschaftlichen Kosten der weiteren Verfolgung des Wechselkursziels, und die Fähigkeit und Bereitschaft der jeweiligen Regierungen, ein bestehendes Wechselkursziel gegen zunehmenden Abwertungsdruck weiterhin zu verfolgen, sinkt entsprechend¹³.

¹¹ Vgl. beispielsweise G. Calvo, L. Leiderman, C. Reinhart: Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America, in: IMF Staff Papers, Vol. 40, 1993, S. 108-151; und J. Frankel, A. Rose: Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment, in: Journal of International Economics, Vol. 41, 1996, S. 351-366.

¹² Vgl. B. Eichengreen, A. Rose, C. Wyplosz, a.a.O.

¹³ Dieser Transmissionskanal beruht auf dem bereits von Nurkse analysierten „beggar-thy-neighbor“-Effekt von Abwertungen. Vgl. R. Nurkse: International Currency Experience: Lessons of the Interwar Period, Genf 1944.

Finanzmarktverflechtungen

Finanzmarktverflechtungen können dann ursächlich für die Krisentransmission sein, wenn sich internationale Investoren – beispielsweise institutionelle Investoren oder Geschäftsbanken – aufgrund krisenbedingter Liquiditätsprobleme oder zur Wiederherstellung der optimalen Risikodiversifikation veranlasst sehen, „auf breiter Front“ Kreditlinien zu kürzen bzw. Aktiva abzustößen. Finanzmarktverflechtungen lassen sich folglich auf zwei Arten erfassen¹⁴.

Erstens kann von finanzwirtschaftlicher Interdependenz zweier Länder gesprochen werden, wenn sie beispielsweise über Bankkredite von einem gemeinsamen kreditgebenden Land abhängen. Durch die Krise eines Landes hervorgerufene Liquiditätsprobleme des gemeinsamen Kreditgebers können sich nun negativ auf die internationale Liquidität der anderen kreditnehmenden Länder auswirken.

Finanzwirtschaftliche Verflechtungen beruhen zweitens auf der Risikoallokation internationaler Investoren. Die Wiederherstellung der optimalen Risikodiversifikation durch die Investoren als Reaktion auf eine Währungskrise schlägt sich in Form eines Kapitalabflusses aus Ländern mit zum ursprünglichen Krisenland entsprechend korrelierten Risiken nieder. Bei hinreichend starken und raschen Kapitalabflüssen sind weitere Währungskrisen kaum zu vermeiden. Kennzeichnend für diese zweite Kategorie der Erklärungsansätze ist insgesamt, dass sich eine Währungskrise über bestehende real- und finanzwirtschaftliche Interdependenzen ausbreitet. Insofern kann von einer fundamentalökonomischen Krisentransmission gesprochen werden¹⁵.

Die Empirie bestätigt eindeutig die Relevanz handels- und finanzwirtschaftlicher Verflechtungen für die Transmission von Währungs- und Finanzkrisen. Auch wenn die Bedeutung dieser Transmissionskanäle in den verschiedenen Krisenepisoden der jüngsten Vergangenheit differiert, sind sie jedoch in jedem einzelnen Fall statistisch signifikant¹⁶. Allerdings ist es relativ schwer, zwischen beiden Kanälen der Krisenübertragung exakt zu differenzieren, da Länder mit intensiven Handelsbeziehungen typischerweise auch finanzwirt-

schaftlich eng verflochten sind¹⁷. Glick und Rose sehen in der Bedeutung der Handelsbeziehungen für die Transmission von Währungskrisen eine Erklärung für die vorwiegend regionale Ausbreitung von Währungskrisen, da intraregionale Handelsbeziehungen interregionale dominieren¹⁸.

Ansteckungseffekte

Auch wenn empirische Arbeiten eindeutig die hohe Relevanz der Handelsbeziehungen für die Krisentransmission belegen, scheint dieser Transmissionskanal doch nicht ausreichend zu sein, um die internationale Krisenausbreitung vollständig erklären zu können. Eine Konzentration auf diesen Ansatz schließt solche Phänomene wie Herdenverhalten auf den internationalen Kapitalmärkten aus, die unabhängig von der fundamentalökonomischen Entwicklung für die sogenannte infektiöse Übertragung einer Währungskrise verantwortlich sein können.

Fischer kommt zu dem Schluss: „After the recent crises, no-one should doubt the existence and importance of contagion ...“¹⁹ Daher wird an zweiter Stelle auf die Möglichkeit einer „Ansteckung“ bzw. einer „infektiösen“ Übertragung von Währungskrisen verwiesen. Mit diesen in der Literatur etablierten Bezeichnungen wird die Krisenausbreitung gleichsam als epidemisches Phänomen betrachtet. Dadurch wird gleichzeitig auf wichtige Charakteristika dieses Transmissionskanals angespielt: Die Krisenausbreitung erfolgt weitgehend willkürlich, d.h. sie ist nicht an bestehende Interdependenzen gebunden. Es sind jedoch gewisse Schwächen in den betroffenen Ländern als notwendige Voraussetzung erforderlich. Es werden nur „geschwächte Organismen“ befallen.

Konstitutiv für diesen Transmissionskanal ist, dass die Krisenausbreitung nicht allein durch Rückgriff auf bestehende Interdependenzen oder die krisenbedingte Verschlechterung der fundamentalökonomischen Situation bisher nicht betroffener Länder erklärt wird. Ansteckungseffekte beruhen vielmehr auf Erwartungsänderungen internationaler Kapitalgeber, die nicht durch entsprechende Änderungen der ökonomischen Daten eines Landes hervorgerufen werden.

Die Währungskrise eines Landes kann als Indikator für vergleichbare ökonomische Probleme auch in anderen Ländern verstanden werden und einen generel-

¹⁴ Vgl. C. van Rijckeghem, B. Weder: Sources of Contagion: Finance or Trade?, IMF Working Paper 99/146, Washington D.C. 1999.

¹⁵ Vgl. G. Kaminsky, C. Reinhart: On Crises, Contagion, and Confusion, in: Journal of International Economics, Vol. 51, 2000, S. 145-168.

¹⁶ Vgl. beispielsweise B. Eichengreen, A. Rose, C. Wyplosz, a.a.O.; R. Glick, A. Rosé: Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional?, in: Journal of International Money and Finance, Vol. 18, 1999, S. 603-617; G. Kaminsky, C. Reinhart, a.a.O.; und K. Forbes, R. Rigobon: No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-Movements, NBER Working Paper 7267, Cambridge, MA., 1999.

¹⁷ Vgl. dazu G. Kaminsky, C. Reinhart: The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, in: American Economic Review, Vol. 89, 1999, S. 473-500.

¹⁸ Vgl. R. Glick, A. Rose, a.a.O.

¹⁹ S. Fischer: Strengthening Crisis Prevention: The Role of Contingent Credit Lines, <http://www.imf.org/external/np/speeches/2000/111500.htm>, 2000.

len Vertrauensverlust am internationalen Kapitalmarkt verursachen, ohne dass in den betroffenen Ländern eine korrespondierende Änderung fundamentalökonomischer Größen zu beobachten ist. In diesem Sinne lässt sich die erste Währungskrise als Wake-up-call für die Marktteilnehmer interpretieren, der zu einer generellen Neubewertung der Investitionsalternativen führt²⁰. Unvollständig informierte Kapitalgeber tendieren als Reaktion auf eine Währungskrise dazu, unterschiedliche Länder trotz heterogener Fundamentaldaten als relativ homogene Gruppe anzusehen und die Währungskrise eines Landes als Indikator für ähnliche Probleme auch in den übrigen Ländern zu interpretieren.

Die Antizipation einer Währungskrise auch in anderen Ländern ändert die nutzenmaximierende Portfeuilleaufteilung international agierender Kapitalgeber (institutioneller Investoren) und führt zu massiven Kapitalabflüssen aus den aus Sicht des Kapitalmarktes gefährdeten Ländern. Diese Reaktion des internationalen Kapitalmarkts schlägt sich wiederum in Währungsturbulenzen nieder, die bis zu schweren Währungskrisen führen können, wenn die Währungsreserven der Zentralbank nicht ausreichen, um den Wechselkurs zu stützen, und extreme Zinssteigerungen mit zu hohen politischen und ökonomischen Kosten verbunden sind²¹.

„Wachgerüttelter“ Kapitalmarkt

Der IWF urteilt: „...when due to a lack of adequate information, portfolio managers cannot effectively distinguish between the financial position of different borrowers, there is a tendency in times of market stress to „assume the worst“ and to rapidly adjust portfolio positions on borrowers that are regarded as being in „similar“ conditions“²². Auch wenn eine solche Einschätzung nicht durch die ökonomische Situation eines Landes gerechtfertigt ist, muss dieses Verhalten nicht notwendigerweise Irrationalität des Marktes implizieren. Es kann vielmehr individuell vollkommen rationales Verhalten bei unvollständiger Information der Kapitalanleger (Portfeuillemanager) widerspiegeln. Das gesamtwirtschaftliche Resultat

eines solchen individuell rationalen Verhaltens besteht jedoch in schweren Wohlfahrtsverlusten aufgrund einer fundamentalökonomisch unbegründeten Panik.

Die Änderung der Markteinschätzung bestimmter Länder durch den „wachgerüttelten“ Kapitalmarkt ist von umso stärkerer Auswirkung auf den internationalen Kapitalverkehr, je weiter die internationale Integration der Finanzmärkte fortgeschritten ist²³. Je mehr Länder ihre nationalen Finanzmärkte gegenüber dem internationalen Kapitalverkehr geöffnet haben, je höher demnach die Zahl der international zur Verfügung stehenden Anlagealternativen ist, desto stärker reagiert der internationale Kapitalverkehr auf eine Änderung der Markterwartungen. Bereits eine äußerst schwache Korrektur der Markteinschätzung eines Landes ist dann ausreichend, um eine massive Umstrukturierung internationaler Portfeuilleles zuungunsten dieses Landes zu veranlassen. Insofern erleichtert der Globalisierungsprozess auf den Finanzmärkten die internationale Krisenausbreitung.

Ansteckungseffekte bei der Ausbreitung von Währungskrisen werden durch empirische Arbeiten in allen schweren Krisenepisoden der vergangenen zehn Jahre nachgewiesen. Empirische Evidenz zugunsten einer infektiösen Krisenausbreitung wurde für die Asienkrise 1997/98, die EWS-Krise 1992/93 und die von Mexiko 1994 sowie die von Russland 1998 ausgehenden Krisen ermittelt²⁴.

Im Unterschied zur Krisentransmission über real- und finanzwirtschaftliche Verflechtungen lassen sich Ansteckungseffekte nicht auf die Beeinträchtigung der Fundamentaldaten anderer Ökonomien über bestehende ökonomische Abhängigkeiten zurückführen. Die infektiöse Übertragung von Währungskrisen aufgrund einer plötzlichen, kriseninduzierten Änderung der Markterwartungen wird als ein unabhängig von bzw. zusätzlich zu der fundamentalökonomischen Übertragung wirkender Mechanismus verstanden. Über Ansteckungseffekte erfolgt somit eine nicht an fundamentalökonomische Transmissionskanäle gebundene Krisenübertragung.

²⁰ Diese These wurde von M. Goldstein: *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures and Systemic Implications*, Washington D.C. 1998, in die Diskussion eingeführt.

²¹ Hier wird die weiter oben gemachte Aussage, dass Ansteckungseffekte nur „geschwächte Organismen“ – zu verstehen als Volkswirtschaften, die aufgrund bestehender fundamentalökonomischer Probleme bereits eine gewisse Krisenanfälligkeit zeigen – treffen, aufgegriffen. Ein zur Stützung des Wechselkursziels nicht ausreichender Bestand an Währungsreserven bzw. eine hinreichend hohe Unterbeschäftigung und niedriges Outputwachstum, die es nicht erlauben, die zinspolitische Verteidigung des Wechselkurses in der notwendigen Konsequenz durchzuführen, können in diesem Sinne interpretiert werden.

²² IWF: *International Capital Markets*, Washington D.C. 1998.

²³ Vgl. G. Calvo, E. Mendoza: *Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets*, in: *Journal of International Economics*, Vol. 51, 2000, S. 79-113.

²⁴ Vgl. beispielsweise C. Favero, F. Giavazzi: *Looking for Contagion: Evidence from the ERM*, CEPR Discussion Paper 2591, London 1999, für die EWS-Krise; T. Baig, I. Goldfajn: *Financial Market Contagion in the Asian Crisis*, in: *IMF Staff Papers*, Vol. 46, 1999, S. 167-195; E. Lévy-Yeyati, A. Ubide: *Crises, Contagion, and the Closed-End Country Fund Puzzle*, in: *IMF Staff Papers*, Vol. 47, 2000, S. 54-89; und P. Ahluwalia: *Discriminating Contagion: An Alternative Explanation of Contagious Currency Crises in Emerging Markets*, IMF Working Paper 00/14, Washington D.C. 2000, für die Mexiko-, Asien- und Russlandkrise.

²⁵ Vgl. dazu insbesondere R. Chang, A. Velasco: *Financial Fragility and the Exchange Rate Regime*, in: *Journal of Economic Theory*, Vol. 92, 2000, S. 1-34.

Diese Überlegungen legen den pessimistischen Schluss nahe, dass Währungskrisen aufgrund plötzlicher Änderungen in der Beurteilung eines Landes durch Faktoren ausgelöst werden können, die letztendlich nicht der Kontrolle des betreffenden Landes unterliegen. Daraus folgt für die Wirtschaftspolitik, die Anfälligkeit eines Landes gegenüber plötzlichen Änderungen im internationalen Kapitalverkehr zu minimieren, um die Gefahr eines Überspringens von Währungskrisen auf das eigene Land zu reduzieren. Insbesondere scheint es geboten, eine übermäßige kurzfristige Verschuldung im Ausland zu vermeiden.

Rolle der internationalen Liquidität

Zu den am stärksten betonten Lehren aus der Vielzahl an Krisen in den Emerging Markets der jüngsten Vergangenheit zählt, dass die Widerstandsfähigkeit eines fixierten Wechselkurses gegen volatile Kapitalströme bei international unbeschränktem Kapitalverkehr in entscheidendem Ausmaß vom Verhältnis der kurzfristigen Auslandsverschuldung zu den kurzfristigen liquiden Forderungen gegen das Ausland abhängt. Unabhängig vom Transmissionskanal, über den sich die Krisenübertragung vollzieht, lässt sich sowohl aus theoretischen Überlegungen als auch auf der Grundlage empirischer Ergebnisse die Schlussfolgerung ziehen, dass eine ausreichende internationale Liquidität einen sicheren Schutzwall gegen die Spill-over-Effekte einer Währungskrise darstellt. Eine Ökonomie wird als international liquide bezeichnet, wenn ihre Auslandsforderungen (Währungsreserven) zur Deckung der kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten ausreichen²⁵.

Empirische Arbeiten bestätigen die Gefahr für die Stabilität eines fixierten Wechselkurses, die von einem im Vergleich zum Umfang der Auslandsverschuldung zu geringen Bestand an Währungsreserven ausgeht. So geht aus empirischen Analysen hervor, dass von der Ausbreitung der schweren Währungs- und Finanzkrisen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre, der von Mexiko 1994/95 und Russland 1998 ausgegangenen Krisen sowie der Asienkrise 1997/98,

lediglich Länder betroffen waren, die über einen im Vergleich zu den kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten nur geringen Umfang an Währungsreserven verfügten, die somit in Hinblick auf die Deckung der kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten als international illiquide einzustufen waren²⁶.

Auf der Basis von Daten aus 32 Emerging Markets für den Zeitraum von 1988 bis 1998 kommen Rodrik und Velasco zu dem Ergebnis, dass Länder, deren kurzfristige Verschuldung gegenüber ausländischen Banken höher ist als ihr Bestand an Währungsreserven eine dreifach höhere Wahrscheinlichkeit einer abrupten und massiven Umkehr der Nettokapitalströme aufweisen als Länder, die nicht als international illiquide zu bezeichnen sind²⁷. Eine zunehmende internationale Liquidität reduziert die Anfälligkeit eines Landes gegenüber der Übertragung von Währungskrisen. Auf der Grundlage einer empirischen Analyse der Mexikokrise 1994/95 und der Asienkrise 1997/98 lässt sich feststellen, dass eine Krisenübertragung vermieden werden kann, wenn das Verhältnis der kurzfristigen Auslandsverschuldung zu den Währungsreserven eins beträgt. Voraussetzung ist allerdings, dass nicht andere fundamentalökonomische Faktoren eine signifikante Krisenanfälligkeit begründen. Innerhalb eines gewissen Rahmens kann sogar Liquidität gegen „starke“ Fundamentaldaten substituiert werden²⁸.

Die besondere Bedeutung der internationalen Liquidität für die Krisenanfälligkeit einer Ökonomie wird insbesondere seit der von Mexiko ausgegangenen Tequila-Krise 1994/95 und verstärkt durch die Asienkrise 1997/98 diskutiert. Die Messung der internationalen Illiquidität über das Verhältnis der kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten zu den Währungsreserven des Landes und die Interpretation dieser Kennzahl als Indikator für die Krisenanfälligkeit der betrachteten Länder fand insbesondere in den Analysen der Asienkrise weite Verbreitung²⁹. So wies diese Kennzahl für die von der Asienkrise am stärksten betroffenen Länder extrem hohe Werte auf³⁰. Für Thailand nahm diese Kennzahl einen Wert von 1,5, für

²⁵ Vgl. F. Caramazza, L. Ricci, R. Salgado, a.a.O.; J. Sachs, A. Tornell, A. Velasco: Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995, in: Brookings Papers on Economic Activity, Nr. 1, 1996, 147-198; und A. Tornell: Common Fundamentals in the Tequila and Asian Crises, NBER Working Paper 7139, Cambridge MA, 1999.

²⁷ Vgl. D. Rodrik, A. Velasco: Short-Term Capital Inflows, NBER Working Paper 7364, Cambridge MA, 1999.

²⁸ Vgl. M. Bussière, C. Mulder: External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and the Effects of Contagion, IMF Working Paper 99/88, Washington D.C. 1999.

²⁹ Auf diese Kennzahl wird in vielen Analysen zur Asienkrise zurückgegriffen. Vgl. beispielsweise G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini: What caused the Asian Currency and Financial Crisis?, in: Japan and the World Economy, Vol. 11, 1999, S. 305-373; und J. Furman, J. Stiglitz: Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia, in: Brookings Papers on Economic Activity, Nr. 2, 1998, S. 1-114. Für eine entsprechende Interpretation der Mexikokrise 1994/95 vgl. beispielsweise G. Calvo: Capital Flows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons, in: International Journal of Finance Economics, Vol. 1, 1996, S. 207-223; und J. Sachs, A. Tornell, A. Velasco, a.a.O.

³⁰ Aufgrund von Datenrestriktionen wird als Maß für die kurzfristige internationale Verschuldung das Ausmaß der kurzfristigen Verbindlichkeiten bei ausländischen Geschäftsbanken verwandt.

Korea einen Wert von 2,1 und für Indonesien einen Wert von 1,8 an. Somit überstiegen die kurzfristigen ausländischen Verbindlichkeiten die Währungsreserven in allen drei Ländern deutlich. Für die weniger stark von der Krise betroffenen Länder Malaysia und die Philippinen lag diese Kennzahl zwar unter eins, war jedoch mit 0,6 bzw. 0,9 recht hoch³¹. Diese Daten implizieren, dass alle Länder vor der Krise eine beträchtliche Anfälligkeit gegen eine plötzliche Umkehr der Nettokapitalströme, wie sie dann im Laufe des Jahres 1997 erfolgte, zeigten. Mit Feldstein lässt sich damit der Schluss ziehen: „Liquidity is the key to self-protection“³².

Schluss

Die internationale Ausbreitung von Währungskrisen lässt sich über zwei Transmissionskanäle erklären: Der erste bezieht sich auf die negativen Handelsbilanzeffekte der kriseninduzierten Abwertung eines Landes für andere Ökonomien; der zweite basiert auf spontanen, d.h. nicht zu einer Änderung wirtschaftlicher Daten korrespondierenden, Erwartungsänderungen des internationalen Kapitalmarktes. Diese beiden Erklärungen sind nicht als sich gegenseitig ausschließende Ansätze zu verstehen. Empirisch waren beide bei der Ausbreitung vergangener Krisen nachzuweisen. Allerdings gibt bisher keine empirische Studie Aufschluss darüber, welcher Transmissionskanal bei der Ausbreitung der jüngsten Krisen in den Emerging Markets dominierte³³.

Aus beiden Ansätzen zur Erklärung der Krisenübertragung lässt sich übereinstimmend die Schlussfolgerung ableiten, dass Währungskrisen auch dann mög-

lich sind, wenn die inländische Wirtschaftspolitik kaum Anlass zur Kritik gibt. Spill-over-Effekte anderer Krisen beeinflussen unabhängig vom jeweils relevanten Transmissionskanal die Fähigkeit und Bereitschaft der Regierung eines Landes, einen fixierten Wechselkurs aufrechtzuerhalten. Damit kommt ein – neben der Qualität der eigenen Wirtschaftspolitik – zusätzlicher Bestimmungsfaktor für die Stabilität des Wechselkurs- und Finanzsystems einer Volkswirtschaft ins Spiel. Es ist dabei durchaus der Fall denkbar, dass Länder infolge von Spill-Over-Effekten Krisen erfahren, die zwar im Vorfeld eine gewisse, auf eigene Fehler zurückgehende Krisenanfälligkeit aufwiesen, deren Krisenanfälligkeit jedoch nicht ausgeprägt genug war, um aus sich heraus zu einer Währungskrise zu führen. Die Spill-Over-Effekte können folglich den letzten notwendigen (und sonst ausbleibenden) Anstoß zu einer Krise geben.

Bestehende ökonomische Abhängigkeiten stellen zwar einen Kanal für die Übertragung von Währungskrisen dar, sie sind jedoch zur Krisentransmission nicht erforderlich. In Form von Ansteckungseffekten kann sich eine Währungskrise auch auf Länder ausbreiten, die über keine ökonomische Verbindung zum ursprünglichen Krisenland verfügen. Die Anfälligkeit gegenüber der Übertragung einer anderswo entstandenen Währungskrise wird dabei insbesondere für Emerging Markets in entscheidendem Ausmaß vom Umfang der kurzfristigen internationalen Verschuldung in Relation zu den Währungsreserven bestimmt.

³³ In B. Eichengreen, A. Rose, C. Wyplosz: Contagious Currency Crises: Channels of Conveyance, in: T. Ito, A. Krueger (Hrsg.): Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries, Chicago, 1999, S. 29-51; kommen die Autoren zu dem Ergebnis, dass der Handelskanal der dominierende Transmissionskanal ist. Allerdings basiert ihre Untersuchung auf den Daten von Industrieländern für den Zeitraum von 1959-1993. Die Ergebnisse dieser Arbeit sind daher nicht ohne weiteres auf die Emerging-Market-Krisen der jüngsten Vergangenheit übertragbar.

³¹ Vgl. BIZ, a.a.O.

³² M. Feldstein: Self-Protection for Emerging Market Economies, NBER Working Paper 6907, Cambridge MA, 1999.

HERAUSGEBER: Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) (Präsident: Prof. Dr. Thomas Straubhaar, Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Eckart Scharrer).

Internet: <http://www.hwwa.de>

Geschäftsführend: Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION:

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Susanne Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Dipl.-Vw. Cora Wacker-Theodorakopoulos, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 20347 Hamburg, Tel.: (0 40) 4 28 34 306/307

Verantwortlich für den Inhalt des HWWA-Konjunkturforums: Dr. Eckhardt Wohlers, Dr. Günter Weinert

Verlag, Anzeigenannahme und Bezug:

Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG, Waldseestraße 3-5, 76530 Baden-Baden, Tel. (0 72 21) 21 04-0, Telefax (0 72 21) 21 04 79. Internet: <http://www.nomos.de/nomos/zeitschr/wd/wd.htm>

Bezugsbedingungen: Abonnementpreis jährlich DM 178,- (inkl. MwSt.), Studentenabonnement DM 89,- zuzüglich Porto und Versandkosten (zuzüglich MwSt. 7%); Einzelheft DM 17,-; Abbestellungen vierteljährlich zum Jahresende. Zahlungen jeweils im voraus an: Nomos-Verlagsgesellschaft, Stadtparkstraße Baden-Baden, Konto 5-002266

Anzeigenpreisliste: August 1997

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: AMS Wünsch Offset-Druck GmbH, 92318 Neumarkt/Opf.

Die Zeitschrift sowie alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen. Namentlich gezeichnete Artikel müssen nicht die Meinung der Herausgeber/Redaktion wiedergeben. Unverlangt eingesandte Manuskripte – für die keine Haftung übernommen wird – gelten als Veröffentlichungsvorschlag zu den Bedingungen des Verlages. Es werden nur unveröffentlichte Originalarbeiten angenommen. Die Verfasser erklären sich mit einer nicht sinntstellenden redaktionellen Bearbeitung einverstanden.