

Lehren aus der Krise in Asien

Diskussionsbeitrag zu Flassbeck (2000): Flexiblere oder festere Wechselkurse?

von

Hendrik Luchtmeier

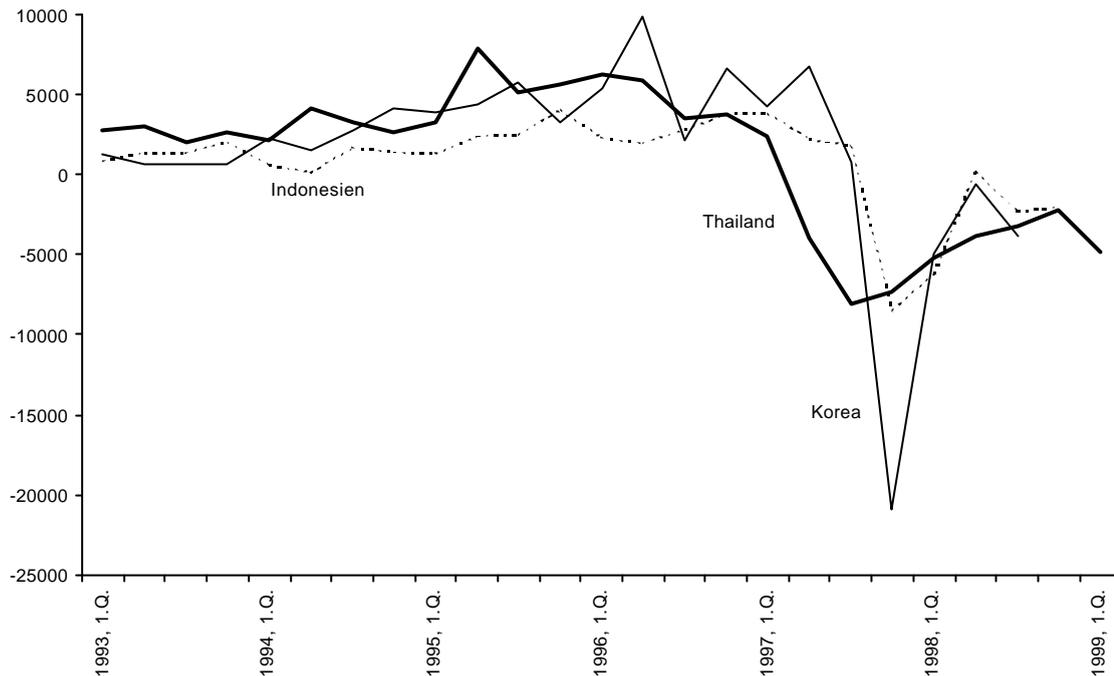
In seinem Artikel *Flexiblere oder festere Wechselkurse?* liefert Flassbeck wichtige Einsichten in die Bedeutung makroökonomischer Stabilität für die wirtschaftliche Entwicklung. Weiterhin betont er sehr richtig die Notwendigkeit eines Exportpuffers für in die Krise geratene Volkswirtschaften. In zwei Punkten möchte ich seinen Ausführungen jedoch nicht zustimmen:

1. *Die asiatische Krise war im Kern eine Währungs Krise.* (S. 14)
2. Eine geeignete Antwort auf die asiatische Krise ist die Stabilisierung der Wechselkurse der wichtigsten Weltwährungen anhand einer expliziten Regel. (S. 18)

Die Ursachen der Krise

Flassbeck interpretiert die Krise 1997/98 in Asien als klassische Währungs Krise. Demnach führte die 30%-Abwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar zwischen 1995 und 1997 zu einer drastischen realen Aufwertung der Dollar-gekoppelten asiatischen Währungen, einer Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder, einer Passivierung ihrer Leistungsbilanzen und zum Aufbau eines Abwertungsdrucks, der sich dann bei einer vergleichsweise geringen Erschütterung entlud. Die folgenden Währungskrisen mutierten über hohe private Auslandsverschuldungen zu Finanzkrisen.

Die Erklärung der Krise über einen Währungsschock greift jedoch aus zwei Gründen zu kurz. Erstens war die Yen-Abwertung nicht die einzige Störung, denn die Währungssysteme der Krisenländer ausgesetzt waren. Eine weitere Störung, und dies war ja gerade das Neue gegenüber vorherigen Krisen, kam über die Finanzmärkte. Der erste Finanzmarktschock entstand in Thailand durch das Platzen der spekulativen Blase Anfang 1997 am Immobilienmarkt. Dies führte zu einer Verschlechterung der Unternehmensbilanzen und zu einer Neubewertung des Risikos durch in- und ausländische Anleger. Schon seit Anfang 1996 waren die Nettokapitalimporte kontinuierlich zurückgegangen. Im ersten Quartal 1997 begann dann die Kapitalflucht (Abbildung 1). Erst die Kombination aus aufwertungsbedingten Leistungsbilanzdefiziten und versiegenden Kapitalimporten setzte die thailändischen Währung unter Druck. Die gestiegene Risikosensibilität der internationalen Anleger war dann der Finanzschock in den Nachbarländern wie Korea und Indonesien und führte dort zur Umkehr der Kapitalimporte und zur regionalen Ausweitung der Krise. Zweitens sind Währungsschock und Finanzmarktschock zusammengenommen noch keine hinreichende Bedingung für das Entstehen der Krise. Zumindest können sie nicht deren Ausmaß erklären. Der entscheidende Punkt war vielmehr die Instabilität der Währungs- und Finanzsysteme. Diese waren beim Auftreten der beschriebenen Schocks nicht in der Lage, durch Wechselkurs- und Zinserhöhungen die notwendigen Anpassungsleistungen zu liefern.

Abbildung 1: Nettokapitalimporte in die Krisenländer

Quelle: IWF, International Financial Statistics.

Ein Grund für die Instabilität der Währungssysteme war die unsolide makroökonomische Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite. Diese waren in der Tat hoch. Gemessen am BIP betrugen sie 1996, im Jahr vor der Krise, in Korea 4,7%, in Indonesien 3,4% und in Thailand sogar 7,9% (IWF). Die Höhe von Leistungsbilanzdefiziten ist erfahrungsgemäß ein wichtiger Indikator für bevorstehende Krisen (Kaminsky, 1997), denn diese üben im Falle eines Kapitalabzugs einen zusätzlichen Abwertungsdruck aus. Der entscheidende Punkt im Falle von Schwellenländern (mit meist hohen Leistungsbilanzdefiziten) ist jedoch die Solidität der Finanzierung eines Defizits. In Asien war der Zeithorizont der Kapitalimporte sehr kurz, wodurch das Potential kurzfristiger Kapitalabzüge hoch war. Der Deckungsgrad des Leistungsbilanzdefizits durch Direktinvestitionen war in Korea im Jahr vor der Krise auf ein Minimum gesunken. Auch in Thailand war dieser sehr gering. Lediglich in Indonesien war ein überwiegender Teil des Leistungsbilanzdefizits durch Direktinvestitionen gedeckt (Abbildung 2).

Flassbeck sieht die Lage in den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern vergleichbar kritisch wie in Ostasien vor der Krise. Diese Beurteilung ist jedoch viel zu pessimistisch. Vor allem die mitteleuropäischen Transformationsländer sind gerade das Gegenbeispiel einer unsoliden makroökonomischen Finanzierung eines Leistungsbilanzdefizits. Im Jahr vor der 70%- Abwertung des Rubels gegenüber dem US-Dollar (1997) wiesen diese Länder sehr hohe Defizite auf. Polen hatte ein Defizit von 4,4%, Ungarn von 4,9% und die baltischen Staaten Defizite zwischen 9,2 und 11,1%. Nur Tschechien hatte durch die Abwertung im Jahr zuvor ein moderates Defizit von 2% (OECD, 2000; IWF). In allen Ländern wurde jedoch mindestens ein Drittel des Leistungsbilanzdefizits durch Direktinvestitionen gedeckt. Gegenüber dem Vorjahr war dieser Betrag in allen Ländern mit Ausnahme Polens sogar gestiegen. Der überwiegend langfristige Charakter der Kapitalimporte ist der entscheidende Grund, warum in diesen Ländern die große Krise trotz Währungsschocks ausblieb.

Abbildung 2: Deckung der Leistungsbilanzdefizite durch Direktinvestitionen

Region	Land	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Ostasien	Thailand	28,4	16,9	15,3	15,9	123,9	*
	Korea	*	21,0	20,9	10,1	34,8	*
	Indonesien	95,2	75,5	67,6	80,8	95,7	9,0
Mittel- und Osteuropa	Polen	29,6	*	*	137,8	85,4	92,2
	Ungarn	55,1	28,2	178,2	117,4	211,7	84,0
	Tschechien	*	107,1	186,9	33,4	39,3	230,1
	Estland	*	128,9	127,7	37,7	47,4	121,5
	Lettland	*	*	1111,5	136,4	151,0	38,4
	Litauen	35,2	33,3	11,8	21,1	36,1	71,3

* = Leistungsbilanzüberschuß

Quelle: IWF, International Financial Statistics.

Ein weiterer Grund für die Instabilität der Währungssysteme in Ostasien war die unglaubliche Wechselkurspolitik. Feste Wechselkurse bei unvollkommener Verpflichtung der Geldpolitik verhinderten die bei Schocks notwendigen Anpassungen über Wechselkurs- oder Geldmengenveränderungen. Bei flexibleren Wechselkursen entsteht ein Abwertungsdruck wie durch die Yen-Abwertung nicht, insofern führt der Vorschlag Flassbecks über eine Flexibilisierung der Wechselkurse der Schwellenländer zu einer Stärkung der Stabilität der Währungssysteme dieser Länder.

Die Instabilität der Finanzsysteme in Ostasien wiederum war gekennzeichnet durch einen sowohl zeitlichen als auch geographischen und funktionalen mismatch bei der Intermediation der Finanzmittel (Dornbusch, 1998). Flassbecks Argument, die asiatischen Volkswirtschaften hätten sich mit Ausnahme der Krisenjahre sehr positiv entwickelt (S. 2), ist kein Beweis für die Stabilität der Systeme, denn die Liberalisierung der Zinsen, des Wettbewerbs und des Kapitalverkehrs Anfang der 90er Jahre veränderte die Spielregeln für die Finanzmarktakteure. Die Institutionen des Finanzmarktes wurden an diese Entwicklung jedoch nicht angepasst, und so ging die Stabilität vormals gut funktionierender Systeme verloren. Der starke Zustrom von Auslandskapital nach den Liberalisierungen verschärfte die auf Finanzmärkten üblichen und aufgrund geringer Transparenz und Kontrolle in Asien besonders starken Probleme der adversen Selektion und des moral hazard. Es entstanden Anreizwirkungen zugunsten von Positionen mit überdurchschnittlichem Risiko, die notwendige Zinserhöhung blieb jedoch aus.

Zusammenfassend war die Krise in Asien somit eine Zwillingskrise mit sich gegenseitig verstärkenden Währungs- und Finanzkrisen, die beide zwar durch Schocks ausgelöst wurden, deren Ausmaß jedoch nur durch die geringe Widerstandsfähigkeit der Währungs- und Finanzsysteme zu erklären ist. Diese Interpretation sollte bei der Formulierung von Lehren aus der Krise als Grundlage dienen.

Lehren für die großen Volkswirtschaften

Flassbeck schlägt eine Wechselkursstabilisierung anhand einer expliziten Regel zwischen den großen Volkswirtschaften USA, EWU und Japan vor. Drei Gründe sprechen jedoch dafür, dass die Kosten einer solchen Politik den Nutzen bei weitem übersteigen würden.

- Für eine Wechselkursstabilisierung nach einer expliziten Regel sprechen nur zwei Motive, eine beabsichtigte Konvergenz, wie dies in Westeuropa in den 90er Jahren der Fall war, oder ein Stabilitätsimport, bei dem viele Schwellenländer in den 90er Jahren überaus erfolgreich waren. Weder das eine noch das andere Motiv spielt allerdings in den großen Volkswirtschaften zur Zeit eine Rolle, denn niemand strebt eine transatlantische Währungsunion an, und keine der großen Volkswirtschaften benötigt einen Stabilitätsimport. Explizite Wechselkursregeln verpflichten die Zentralbanken jedoch zu Devisenmarktinterventionen für den Fall, dass die Märkte einen von der festgelegten Parität abweichenden Kurs vorgeben. Den grossen Volkswirtschaften entstehen also die Kosten, die mit der Aufgabe einer an binnenwirtschaftlichen Gesichtspunkten ausgerichteten Geldpolitik verbunden sind.
- Das Interesse der Schwellenländer an festen Wechselkursen zwischen den Weltwährungen wird von Flassbeck überschätzt. Wenn die Hauptursache der Krise in Asien eine fehlende Widerstandsfähigkeit gegenüber Schocks war, so ist diesen Ländern mit der Senkung von Wechselkursschwankungen zwischen den wichtigsten Weltwährungen nur bedingt geholfen. Ist jedoch der Nutzen einer solchen Politik für die Schwellenländer nicht eindeutig, so werden die großen Volkswirtschaften erst recht nicht bereit sein, die Kosten dafür zu tragen.
- Ein zentrales Problem entsteht weiterhin bei der Berechnung der Parität in einem crawling peg oder crawling band, denn eine Abwertung in Höhe der Inflationsdifferenz ist zwar mit einem Gleichgewicht im Außenhandel verbunden, jedoch nicht unbedingt mit einem Gleichgewicht im Kapitalverkehr. Der Wechselkurs besitzt die doppelte Funktion eines relativen Preises für inländische Güter und eines relativen Preises für inländisches Kapital. Durch das starke Anwachsen autonomer Finanztransaktionen spiegelt der Wechselkurs jedoch heute vor allem Entwicklungen auf den internationalen Kapitalmärkten wider. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit längerfristiger Abweichungen des Wechselkurses von der Kaufkraftparität. So beträgt die Zeitspanne für die Hälfte der Anpassung des Wechselkurses an die relative Kaufkraftparität knapp fünf Jahre (Rogoff, 1996). Eine Veränderung des realen Wechselkurses muß jedoch nicht unbedingt, wie das Flassbeck unterstellt, mit einem Ungleichgewicht verbunden sein, sondern kann das Ergebnis langfristiger Kapitalbewegungen sein. Die Aufwertung des Wechselkurses des Landes mit dem relativ knappen Kapital ist mit einem Gleichgewicht vereinbar. Somit eignet sich ein konstanter realer Wechselkurs zwar für einen Stabilitätsimport, als Regel für die Fixierung der Wechselkurse zwischen stabilen Volkswirtschaften scheidet er jedoch aus. Hierfür wäre die Berechnung eines Wechselkurses notwendig, der mit einem fundamentalen internen und externen Gleichgewicht verbunden ist. Indikatoren hierfür können unter anderen die relative Entwicklung der Leistungsbilanz, der akkumulierten Nettoauslandsposition und der Arbeitslosenraten sein (MacDonald, 1998; Wadhvani, 1999). Für eine solche Berechnung gibt es jedoch keinen objektiven Maßstab. Die Berechnung der Parität für eine Stabilisierung der Wechselkurse zwischen den großen Volkswirtschaften stellt somit eine Unmöglichkeit dar.

Läßt man jedoch den Anspruch fallen, einen Gleichgewichtswechsellkurs berechnen zu wollen, so kann alternativ eine gewisse Stabilisierung der Wechselkurse durch die Verhinderung von Übertreibungen auf dem Devisenmarkt versucht werden. Übertreibungen sind vor allem das Ergebnis einer Informationsineffizienz der Devisenmärkte und sollten daher auch über eine Verbesserung der Informationen begrenzt werden. Hierfür ist eine Verbesserung der Wechselkursprognosen notwendig, denn solange die Volkswirte nicht in der Lage sind, zumindest langfristig verlässliche Aussagen über die Richtung von Wechselkursveränderungen zu treffen, kann von den Marktakteure keine ausschließliche Orientierung an den Fundamentaldaten erwartet werden. Neuere Ergebnisse in der Wechselkursforschung lassen jedoch erhoffen, dass die Qualität der Prognosen für langfristige Wechselkursbewegungen zunimmt. Weiterhin müssen die Märkte einen leichteren Zugang zu den Ergebnissen laufender Untersuchungen bekommen, was entweder durch die Bündelung von Informationen bei einer internationalen Institution oder aber durch einen Informationswettbewerb verschiedener Institutionen geschehen kann.

Eine weitere Möglichkeit der Verhinderung von Übertreibungen besteht in einer internationalen Koordinierung in Ausnahmesituationen. Für den Fall einer gravierenden Fehlentwicklung auf den Devisenmärkten können internationale Konsultationen eingeleitet werden. So kompliziert die Suche nach einem objektiven Maßstab hierfür auch ist, so kann von einer Fehlentwicklung gesprochen werden, wenn es in kurzer Zeit zu starken Wechselkursveränderungen kommt und diese Entwicklung den Interessen der Wirtschaftspolitik der beteiligten Länder widerspricht. In einer solchen Situation sollte es aufgrund der Vorteilhaftigkeit für alle Beteiligten zu internationaler Kooperation kommen. Durch die Offenlegung gleichgerichteter Interessen und der Option späterer geldpolitischer ad hoc-Maßnahmen besteht eine gewisse Aussicht, eine solche Fehlentwicklung zu beenden.

Lehren für die Schwellenländer

Im Gegensatz zu den großen Volkswirtschaften macht Flassbecks Vorschlag eines crawling peg im Falle der ostasiatischen Schwellenländer durchaus Sinn. Für die asiatischen Krisenländer mit zuvor de facto festen Wechselkursen bei liberalisiertem Kapitalverkehr und autonomer Geldpolitik bedeutet diese Politik eine Flexibilisierung ihres Wechselkurses und eine Erhöhung der Stabilität ihrer Währungssysteme. Auf der anderen Seite nimmt ein crawling peg ihnen nicht vollkommen die Möglichkeit des notwendigen Stabilitätsimports. Eine Alternative zur Flexibilisierungsstrategie besteht für die Länder Ostasiens nicht, denn eine Beschränkung des Kapitalverkehrs ist mit hohen Kontrollkosten und steigenden Kosten für Auslandskapital verbunden. Für die Einführung eines Currency Board ist die Existenz einer einzigen Leitwährung Voraussetzung. Diese existiert für die Länder Asiens jedoch nicht. Langfristig kommt für diese Länder die noch wenig diskutierte Möglichkeit einer Währungsunion in Frage.

Für Schwellenländer anderer Regionen, welche eine einzige Leitwährung besitzen, bietet die Einführung eines Currency Board eine weitgehende Versicherung gegen Währungskrisen. Die Kosten bestehen dann in einer notwendigen Konvergenz zum Leitwährungsland. Wird auch eine langfristige Konvergenz nicht abgelehnt, so bietet sich alternativ die Möglichkeit einer Abschaffung der eigenen Währung. Welche Strategie die Schwellenländer auch immer verfolgen, so ist wichtig, dass die Länder einer Region eine ähnliche Währungspolitik verfolgen. Andernfalls führen, wie uns das Beispiel Argentinien und Brasilien zeigt, Schocks zu intraregionalen Wechselkursveränderungen, zu Verwerfungen im Außenhandel und zu einer Divergenz in der Region.

Die Antworten auf die Krise 1997/98 in Asien müssen vor allem in den Schwellenländer selbst gefunden werden. Diese sollten sich nicht zu sehr auf die Hilfe der großen Volkswirtschaften verlassen, denn weder eignet sich der IWF als internationaler *lender of last resort* noch werden die großen Volkswirtschaften durch eine Wechselkursstabilisierung eine Politik gegen ihre Interessen verfolgen. Die Länder müssen ihre Widerstandsfähigkeit gegenüber Schocks erhöhen. In Ostasien wird dies durch eine Flexibilisierung der Wechselkurse und eine Weiterführung der begonnenen Reformen zur Erhöhung von Transparenz und Kontrolle auf den Finanzmärkten erreicht. Doch können die großen Volkswirtschaften denn gar nichts beisteuern? Der Hauptbeitrag, und in diesem Punkt hat Flassbeck recht, ist die Abwehr protektionistischer Interessen in den großen Volkswirtschaften und die Garantie offener Märkte. Dies ermöglicht auch in Zukunft einen Exportpuffer für in die Krise geratene Volkswirtschaften, wie er während der Krise in Asien gewirkt hat.

Literatur

Cooper, Richard (1999): *The Asian Crisis: Causes and Consequences*. World Bank – Brookings Institution Conference Emerging Markets and Development.

Dornbusch, Rüdiger (1998): *After Asia: New Directions for the International Financial System*, <http://www.mit.edu/people/rudi/index.html>.

Flassbeck, Heiner (2000): Flexiblere oder festere Wechselkurse? Einige einfache Lehren aus der Asienkrise, <http://www.flassbeck.de/Publikationen>.

IWF: *International Financial Statistics*.

Kaminsky, Graciela / Saul Lizondo / Carmen M. Reinhart (1997): *Leading Indicators of Currency Crisis*, World Bank Policy Research Working Paper 1852.

MacDonald, Ronald (1998): Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs, *IMF Working Papers*, <http://www.imf.org/external/pubind.htm>

OECD (2000): *Economic Surveys, Polen, Czech Republic, Baltic States*.

Rogoff, Kenneth (1996): The Purchasing Power Parity Puzzle, *Journal of Economic Literature*, S. 647-668.

Wadhvani, Sushil (1999): *Currency Puzzles*, Rede an der LSE am 16. September, <http://www.bankofengland.co.uk>

Williamson, John (1999): *Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility*, <http://www.iie.com/newsletr/news99-3.htm>.