

FRANZ R. HAHN

## ■ WÄHRUNGSKRISEN – HERAUSFORDERUNG FÜR THEORIE UND POLITIK

*Der theoretische und empirische Wissensstand über Ursachen und Effekte von Finanz- und Währungskrisen ist äußerst unbefriedigend. Obgleich es an theoretischen Erklärungsversuchen nicht mangelt, bieten diese zumeist nur geringe Orientierungshilfen für die Wirtschaftspolitik. Die globale Liberalisierung der Finanz- und Kapitalmärkte hat die Krisenanfälligkeit insbesondere der Emerging Market Economies erhöht. Deliberalisierung der Finanzmärkte bzw. Wiedereinführung von Kapitalverkehrsbeschränkungen sind jedoch die falschen wirtschaftspolitischen Antworten auf diese Herausforderung.*

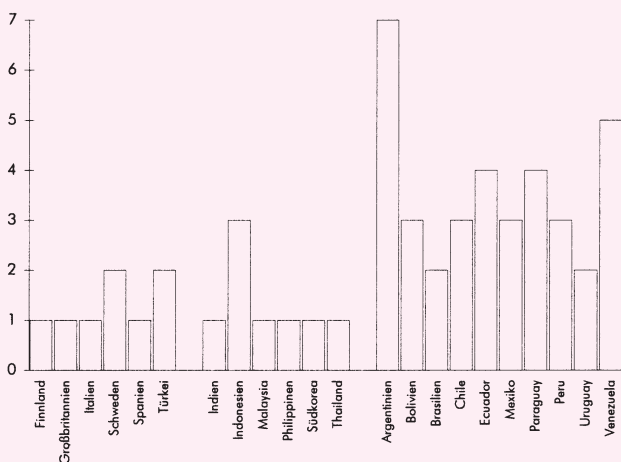
Seit der europäischen Währungskrise 1992 bzw. der Mexikokrise 1994 hat die Zahl von theoretischen und empirischen Publikationen zu Ursachen und Wirkungen von internationalen Finanzkrisen sprunghaft zugenommen. Die Asienkrise 1997 hat diesen Trend noch verstärkt. Die Literatur zur Analyse von Währungs-, Wechselkurs- und Bankkrisen ist mittlerweile nahezu unübersehbar (siehe dazu u. a. Corsetti – Pesenti – Roubini, 1998 bzw. Mishkin, 1996, und die dort zitierte Literatur). Aus wirtschaftspolitischer Sicht bleibt dennoch der theoretische und empirische Wissensstand im Zusammenhang mit Finanzkrisen äußerst unbefriedigend. Man gewinnt zunehmend den Eindruck, daß sich moderne Finanz- und Währungskrisen einer theoretischen und empirischen Durchdringung mangels ausreichender Gemeinsamkeiten grundsätzlich verschließen. Trotzdem gab und gibt es immer wieder Versuche einer kanonischen Erklärung von internationalen Finanzkrisen und wirtschaftspolitische Entwürfe zu deren Verhinderung. Im folgenden wird eine knappe (und damit unvollständige) Zusammenstellung der theoretischen, empirischen und wirtschaftspolitischen Erkenntnisse aus der neuesten Literatur (vorrangig zur Asienkrise) versucht.

### THEORETISCHE ERKLÄRUNGSVERSUCHE MODERNER WÄHRUNGS- UND BANKKRISEN

Die Schuldenkrisen der Entwicklungsländer (Mexiko, Lateinamerika) zu Beginn der achtziger Jahre und die Währungskrisen der siebziger Jahre wurden aus theoretischer Sicht in einem engen Zusammenhang mit der Inkompatibilität von expansiver Fiskal- und Geldpolitik auf der einen und fixer Wechselkurspolitik auf

Der Autor dankt Markus Marterbauer und Jan Stankovsky für wertvolle Anregungen und Hinweise. Aufbereitung und Analyse der Daten erfolgten mit Unterstützung von Christa Magerl.

Abbildung 1: Zahl der „Währungskrisen“ in den Industrieländern Südostasien und Südamerika seit 1975



Q: IFS, eigene Berechnungen. „Währungskrise“: die inflationsbereinigte Aufwertung des Dollars gegenüber der jeweiligen Landeswährung übersteigt innerhalb von 3 Monaten 20% (Argentinien ab 1985, Bolivien ab 1984, Brasilien ab 1990, Peru ab 1988).

der anderen Seite gesehen. Die Monetisierung des Budgetdefizits durch die Notenbank hat ein Zahlungsbilanzdefizit und damit einen entsprechenden Abfluß von Währungsreserven zur Folge. Dies gefährdet die Aufrechterhaltung fixer Wechselkurse und erhöht die Wahrscheinlichkeit von Abwertungen bzw. der Einführung von Kapitalverkehrsbeschränkungen. Befürchten die internationalen Investoren eine solche Entwicklung, so setzt bei Unterschreiten eines kritischen Wertes an Devisenreserven eine spekulative Kapitalflucht aus der abwertungsgefährdeten Währung ein. Ein Finanzkollaps ist dann zu meist die Folge dieses „currency run“. Die „First-generation“-Krisenmodelle beschäftigten sich primär mit diesem Typus einer Währungskrise. Das Referenzmodell geht auf Überlegungen von *Krugman* (1979) zurück.

Die europäische Währungskrise im Jahr 1992 (EWS-Krise) und die Mexikokrise 1994 (Tequila-Krise) konnten hingegen mit den Argumenten der First-generation-Modelle nicht befriedigend erklärt werden. In der EWS-Krise spielten Faktoren eine bedeutende Rolle, die das komplexe Wechselspiel von Nutzen und Kosten einer glaubwürdigen Wechselkurspolitik steuern (im konkreten Fall einer wechselseitigen quasi-fixen Wechselkursbindung der am Europäischen Wechselkurssystem teilnehmenden Länder). Konkret ging es bei der EWS-Krise um den Trade-off von Nutzen (Stabilitätsgewinne) fixer Wechselkurse und Kosten von deren glaubwürdiger Aufrechterhaltung (hohe Zinsen, hohe Arbeitslosigkeit und niedriges Wachstum). Eine neue Generation von Modellerklärungen – die Second-generation-Modelle – entstanden; ihre Referenzgrundlagen sind auf *Obstfeld* (1994) zurückzuführen.

Die Mexikokrise (1994) und die Asienkrise (1997) sind nach übereinstimmender Meinung von Theoretikern und

Empirikern mit den Mitteln der beiden eben skizzierten Referenzmodelle nicht hinreichend erklärbar: Die empirische Evidenz spricht zu offensichtlich und zu überzeugend dagegen (siehe dazu vor allem die statistischen Indikatoren zur Asienkrise 1997 in *Radelet – Sachs*, 1998A und 1998B, sowie *Corsetti – Pesenti – Roubini*, 1998). Konventionelle Erklärungsansätze, die sich primär auf den Zusammenhang von Zahlungsbilanzungleichgewichten und Über- bzw. Unterbewertung des real-effektiven Wechselkurses stützen, versagen als theoretische Fundierung dieser beiden Krisen (Mexiko, Asien) ebenfalls (siehe dazu u. a. *Reisen*, 1998A und 1998B).

Die neueren theoretischen Überlegungen insbesondere zur Erklärung der Mexiko- bzw. Asienkrise beziehen sich meist auf den komplizierten Zusammenhang zwischen den konstitutiven Unvollkommenheiten von Finanzmärkten (moral hazard, adverse selection infolge von asymmetrischer Information) und der weltweiten Liberalisierung der Finanz- und Kapitalmärkte bei (nahezu) uneingeschränkter Kapitalmobilität (siehe dazu vor allem *Radelet – Sachs*, 1998A und 1998B, sowie *Wyplosz*, 1998A und 1998B).

*Wyplosz* (1998A) bringt die Lateinamerikakrise der achtziger Jahre, die europäische Wechselkurskrise zu Beginn der neunziger Jahre und die Asienkrise 1997 in unmittelbarem Zusammenhang mit der kurz vorher vollzogenen Finanzmarktliberalisierung in den jeweiligen Ländern und dem anschließend raschen Zufluß ausländischen Kapitals, der das Währungsrisiko dieser Länder erhöhte und die Volatilität bzw. Fragilität ihrer Finanzsysteme verstärkte<sup>1)</sup>. Finanzmarktliberalisierung erhöht vorerst die Konkurrenz unter den Kreditoren bzw. Investoren und vermindert dadurch die negativen Auswirkungen von Rationierungseffekten – eine der typischen Ineffizienzen von Märkten mit Informationsunvollkommenheit. Aufgrund des schärferen Angebotswettbewerbs sind die weitere Folge „overlending“ („overconsumption“ bzw. „overinvestment“), real-effektiv überbewertete Wechselkurse, Inflationierung von „asset prices“ (vorwiegend Immobilien) und wachsende Marktverzerrungen durch „moral hazard“ und „adverse selection“ – die zwei bedeutendsten Quellen von Marktineffizienz bei asymmetrischer Information.

Finanzmarktliberalisierung (und die Verfügbarkeit moderner Finanztechnologien) legte darüber hinaus u. a. die Grundlagen für die zunehmende empirische Relevanz von „multiplen Gleichgewichten“ (*Azariadis – Guesnerie*, 1986, ist die Standardreferenz dazu). Die Ursache der Existenz von multiplen Gleichgewichten liegt im spezifisch erwartungsorientierten Marktverhalten. Wenn Märkte erwartungsdominiert sind, wird das tatsächliche Marktergebnis selbst dann den Erwartungen

<sup>1)</sup> Für einige Theoretiker ist damit die Liberalisierung nationaler Finanzmärkte der beste Prediktor für Währungskrisen geworden.

entsprechen, wenn diese ex ante sogar „ungerechtfertigt“ oder „absurd“ gewesen sein mögen (sunspot equilibria). Erwartungen können damit „self-fulfilling“ sein bzw. darüber entscheiden, ob das Marktverhalten zu einem „guten“ oder „schlechten“ Gleichgewicht tendiert. Finanzmärkte zählen grundsätzlich zu den am stärksten erwartungsdominierten Märkten – eine Eigenheit, die durch die weltweite Liberalisierung und Öffnung der Finanzmärkte und durch Finanzmarktinnovationen (Optionen, Futures) noch verstärkt wurde. Änderungen der Erwartungen von Kreditoren zum Negativen können damit grundsätzlich „self-fulfilling crises“ auslösen und ein Land von einem „guten“ (hohes Wachstum) in einen „schlechten“ Gleichgewichtszustand (niedriges Wachstum) versetzen.

Dieser Mechanismus war nach Meinung führender Theoretiker und Praktiker das bestimmende Element der Asienkrise. Die Strukturschwäche der Finanz- und Kreditwirtschaft (ineffiziente Governance-Strukturen, Staatsnähe usw.) in den asiatischen Krisenländern war den internationalen Kreditoren durchaus bekannt. Angesichts der hervorragenden makroökonomischen Performance dieser Länder war die mangelhafte Allokationseffizienz der lokalen Finanzmärkte (insbesondere der Finanzintermediäre) bei mäßig steigenden Kapitalimporten vorerst jedoch nicht erwartungsrelevant. Erst die Beschleunigung des Zuflusses an ausländischem Kapital (in Fremdwährung) akzentuierte die strukturelle Allokationsschwäche der ostasiatischen Finanzmärkte und ließ sie zu einem erwartungsbestimmenden Faktor werden. Die anfänglich positiven, von den makroökonomischen Fundamentals geleiteten Erwartungen der internationalen Investoren schlugen um. Die meisten Investoren vermuteten, daß sich die jeweils anderen Kreditoren aus ihren asiatischen Finanzengagements zurückziehen würden und dadurch die Liquiditätslage dieser Länder ernsthaft gefährdet werden könnte. Diese Erwartung wurde marktbestimmend und durch Herdenverhalten „self-fulfilling“. Die erwartete Kapitalflucht (race to the exit) bzw. der „currency run“ setzte tatsächlich ein. Unter den skizzierten Rahmenbedingungen kann – wenn alle Investoren ihre Basisinformationen aus den gleichen Quellen („Reuters-Effekt“) beziehen, jedoch darüber hinaus jeweils unterschiedliche Detailinformationen (tatsächliche oder vermeintliche Insider-Informationen) besitzen – das oft als irrational bezeichnete „Herdenverhalten“ von Investoren durchaus rational sein (Shiller, 1995).

Die überraschende Erkenntnis im Zusammenhang mit „self-fulfilling crises“ ist, daß sie unter den konstitutiven Unvollkommenheiten der Finanz- und Kapitalmärkte (moral hazard, adverse selection infolge von asymmetrischer und uneinheitlicher Information) das Ergebnis rationalen Handelns sein können. Damit sind auf deregulierten, globalen Finanzmärkten „self-fulfilling crises“ grundsätzlich nicht vermeidbar und nur sehr schwer prognostizierbar. Strukturschwächen eines Landes können

sich deshalb oft als notwendige, jedoch nicht unbedingt hinreichende Krisenbedingung erweisen. Eine dieser notwendigen Bedingungen ist das Zusammentreffen von Allokationsschwächen der Finanzmärkte mit der Verstärkung ausländischer Kapitalimporte in Form von kurzfristigen Fremdwährungstiteln (siehe dazu u. a. *Radelet – Sachs*, 1998B). Überschreiten kurzfristige Kapitalimporte in Fremdwährung eine kritische Relation zu den Devisenreserven des Schuldnerlandes, so kann dies – muß jedoch nicht – einen „self-fulfilling currency run“ auslösen.

Die zentrale wirtschaftspolitische Schlußfolgerung der Vertreter der Theorie der „self-fulfilling crises“ ist jedoch nicht – wie man erwarten würde – Deliberalisierung der Finanzmärkte bzw. Wiedereinführung von Kapitalverkehrscontrollen. Eine Deliberalisierung bereits weitgehend liberalisierter Finanzmärkte (mit entsprechender Eigendynamik) wäre mit sehr hohen weltwirtschaftlichen Kosten (und vergleichsweise geringem Nutzen) verbunden und hätte zudem aus wirtschaftspolitischer Sicht wenig Aussicht auf Erfolg. Die überlegene wirtschaftspolitische Option ist nach Ansicht der Theoretiker eine globale Version von „Support“-Systemen, die sich zur Steigerung von Effizienz und Stabilität der nationalen Kapitalmärkte bereits bewährt haben. Dazu gehören vor allem Institutionen einer effizienten Finanzmarktüberwachung und -aufsicht, die auf internationaler Ebene auch die wichtige Funktion eines „lender of last resort“ erfüllen können, und – zur Verminderung von „moral hazard“ – ein international verbindliches Regelwerk für Moratorien und Schuldennachlässe. Die fundamentale Kritik von *Radelet – Sachs* (1998A und 1998B) am Krisenmanagement des IMF im Zusammenhang mit der Asienkrise entzündet sich u. a. vor allem an der nach Meinung der Autoren mangelhaften Bereitschaft und Fähigkeit des IMF, die Rolle des internationalen „lender of last resort“ effizient und wirkungsvoll auszufüllen.

Nur am Rande wird jedoch in dieser Literatur die Rolle der Gläubigerbanken in den Industriestaaten diskutiert, die häufig durch aggressive und riskante Kreditpolitik gegenüber den Emerging Market Economies schlechte Ertragsmöglichkeiten auf ihren Heimmärkten zu kompensieren versuchen. Die Wahrscheinlichkeit aggressiver und risikoreicher Kreditvergaben an Emerging Market Economies steigt mit zunehmender Liquidität der Finanzmärkte in den Industriestaaten bzw. mit dem daraus folgenden Sinken des allgemeinen Zinsniveaus in diesen Ländern (Forcierung von ertragsorientierten und risikoreicheren Veranlagungsstrategien). Beide Phänomene waren im Vorfeld der Asienkrise zu beobachten. Schwaches Wachstum bzw. die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in der Europäischen Union zur Erreichung der Maastricht-Kriterien und die konjunkturbedingte Verbesserung des Bundesbudgets der USA zogen gemeinsam mit der zügig voranschreitenden Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs eine strukturelle Überliqui-

dität auf den Finanzmärkten und in der Folge eine starke Reduktion der Ertragsmargen – insbesondere jener der Banken – nach sich. Vor allem die aufgrund von Strukturschwächen unter überdurchschnittlichem Ertragsdruck stehenden europäischen Banken reagierten mit verstärktem Ertrags- und verringertem Risikodenken (siehe dazu *White*, 1998).

### WIRTSCHAFTSPOLITISCHE SCHLUSSFOLGERUNGEN AUS DER ASIENKRISE?

Aus dieser Vielfalt von Erscheinungsformen und möglichen Ursachen von Währungskrisen lassen sich wie erwähnt kaum verwertbare Schlußfolgerungen für die Wirtschaftspolitik ableiten. Große Übereinstimmung besteht lediglich in bezug auf die Gefahren, die von erhöhtem Zufluß an kurzfristigem ausländischem Kapital für das Finanzsystem von Emerging Market Economies ausgehen können. Die wirtschaftspolitische Schlußfolgerung erschöpft sich dabei zumeist darin, die Aufnahme von ausländischem Kapital grundsätzlich durch entsprechende Disincentives (Steuern, hohes Mindestreserverfordernis usw.) zu erschweren. Als Beispiel wird oft die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Auslandskapital nach Fristigkeiten in Chile und Kolumbien genannt: In beiden Ländern werden kurzfristige Kapitalzuflüsse hoch, langfristiges Auslandskapital (z. B. Direktinvestitionen) jedoch überhaupt nicht besteuert (*Hahn et al.*, 1998).

Weitgehende Übereinstimmung besteht auch hinsichtlich der Forderung nach international verbindlichen Regeln für eine effiziente supranationale Finanzmarktüberwachung, für die Bewertung und Gliederung von Unternehmensinformationen und einheitliche Kriterien zur Bonitätsbeurteilung internationaler Schuldner (*Reisen*, 1998A).

Schmal wird der Konsens im Zusammenhang mit den wirtschaftspolitischen Implikationen, die aus dem vermuteten Zusammenhang zwischen Bankenliberalisierung in den Industriestaaten und erhöhter Krisenwahrscheinlichkeit in den Entwicklungsländern bzw. zunehmender Fragilität des internationalen Finanzsystems erwachsen. Die Formulierung wirtschaftspolitischer Konsequenzen des laufenden Umbaus der internationalen Bankenlandschaft (Europa, Japan und USA) für Struktur und Beschaffenheit des internationalen Finanzsystems wäre reine Spekulation (siehe dazu u. a. *White*, 1998).

In der wirtschaftspolitischen Bewertung der oft verhängnisvollen Kombination von Liquiditätsgefährdung und einer Politik fixer Wechselkurse stimmt die Literatur hingegen zum Teil überein. Diese Kombination kann in Finanzkrisen münden: je nachdem ob die Zentralbank des betroffenen Landes ihre Funktion als „lender of last resort“ wahrnimmt oder nicht, treten „bank runs“ oder „currency runs“ auf. Eine Politik beschränkt flexibler

Wechselkurse gilt oftmals als überlegene Option für liquiditätsgefährdete Emerging Market Economies. Die jüngsten Währungskrisen in Asien und Rußland sind überzeugende Beispiele dafür.

### IMF ZUNEHMEND „LENDER OF LAST RESORT“

Die Finanzierungssituation der meisten Länder in Ostasien hat sich seit Mitte 1997 grundlegend verändert. In der zweiten Jahreshälfte 1997 zogen die internationalen Banken etwa 100 Mrd. \$ an kurzfristigen Mitteln aus den Krisenländern ab. Das entspricht nahezu jenem Volumen, das diesen Ländern 1996 an kurzfristigen Krediten zur Verfügung gestellt worden war. Von den Kapitalabflüssen waren alle ostasiatischen Länder betroffen (siehe *BIS*, 1998A, sowie Übersicht 2). Im selben Zeitraum vergrößerten Kapitalflucht und erhöhter Hedgingbedarf die ausländischen Forderungen von Nichtbanken der asiatischen Krisenländer (etwa 15 Mrd. \$). Der drohende Finanzkollaps dieser Länder konnte durch eine rasche und in der Größenordnung einmalige Liquiditätshilfe des IMF in Form von Stand-by-Krediten und durch multi- und bilaterale Finanzhilfen vorerst hintangehalten werden. Den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern Thailand, Indonesien und Südkorea wurden im Zuge dieser Liquiditätssicherung internationale Kreditzusagen von insgesamt 117 Mrd. \$ zuerkannt. Der IMF übernahm dabei 35 Mrd. \$. Dies machte Überschreitungen der jeweiligen Länderquoten von 500% (Thailand, Indonesien) bis zu knapp 2.000% (Südkorea) erforderlich; üblicherweise gewährt der IMF Stand-by-Kredite im Ausmaß von höchstens 300% der Quote. Die Höhe des IMF-Engagements in der Ostasienkrise scheint jedoch im Vergleich zur „Lender-of-last-resort“-Funktion, die der Fonds explizit übernahm, von eher sekundärer Bedeutung gewesen zu sein. Die unter der Führung des IMF akkordierte „official liquidity assistance“ deckte nicht annähernd alle Verpflichtungen dieser Länder aus kurzfristigen in- und ausländischen Verbindlichkeiten.

Das „commitment“ des Fonds, aktiv Teilfunktionen eines „lender of last resort“ während der Krise wahrzunehmen und rasch Basisliquidität bereitzustellen, wenn die Bereitschaft zu Strukturreformen durch das Schuldnerland glaubhaft nachgewiesen wurde, erwies sich als der viel bedeutsamere „credibility factor“ für die Finanzmärkte. Der völlige Vertrauensverlust der internationalen Finanz- und Devisenmärkte in die Bonität der Schuldnerländer konnte zumindest vorläufig verhindert werden, weil der IMF besonders nachhaltig als „lead manager“ der „Retungsaktion“ auftrat.

Diese „neue Krisenstrategie“ des IMF ist allerdings wie erwähnt nicht unumstritten und Gegenstand intensiver Diskussion (siehe dazu vor allem *Radelet – Sachs*,

### Übersicht 1: Kreditobligo europäischer Banken in Asien, Rußland und Brasilien

Ende 1997

	Südkorea	Thailand	Asien		Summe	Rußland	Brasilien
			Indonesien	Malaysia			
Mrd. \$							
Europa	33,7	17,2	23,3	14,0	88,1	49,6	38,4
Deutschland	9,6	6,0	6,2	7,2	29,0	30,5	10,7
Frankreich	11,1	4,7	4,8	2,9	23,5	7,0	8,6
Großbritannien	6,9	2,4	4,5	2,0	15,8	1,0	4,6
Übriges Europa	6,0	4,1	7,8	1,9	19,8	11,3	14,5
Japan	20,3	33,2	22,0	8,6	84,0	1,0	5,0
USA	9,5	2,5	4,9	1,8	18,8	7,1	15,8
Andere Länder	30,7	5,9	8,2	3,2	48,0	14,5	17,1
Insgesamt	94,2	58,8	58,4	27,5	238,9	72,2	76,3
Österreich	0,7	0,6	1,5	0,2	3,1	3,6	0,7
Anteile in %							
Europa	35,8	29,2	39,9	50,9	36,9	68,8	50,3
Deutschland	10,2	10,2	10,6	26,1	12,1	42,2	14,0
Frankreich	11,8	8,0	8,2	10,5	9,8	9,7	11,3
Großbritannien	7,4	4,0	7,7	7,3	6,6	1,3	6,0
Übriges Europa	6,4	6,9	13,4	6,9	8,3	15,6	19,0
Japan	21,5	56,4	37,7	31,1	35,2	1,4	6,5
USA	10,1	4,3	8,4	6,5	7,8	9,8	20,7
Andere Länder	32,6	10,1	14,0	11,6	20,1	20,0	22,5
Insgesamt	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Österreich	0,8	1,1	2,5	0,7	1,3	5,0	0,9

Q: BIZ.

1998A und 1998B). Bis zur Mexikokrise 1994 wurde die Gewährung von Stand-by-Krediten durch den IMF zur Überbrückung von Liquiditätsempässen in der Regel von einer ausreichenden Einbindung der privaten Gläubiger (zumeist Großbanken) in die offiziellen Umschuldungsprogramme abhängig gemacht. Die Art der Auslandsverschuldung (langfristig und zumeist nicht marktfähig) der in Liquiditätsschwierigkeiten geratenen (zumeist lateinamerikanischen) Länder begünstigte eine solche Vorgangsweise des IMF. Da Mexiko in den neunziger Jahren den Großteil seiner Auslandsschulden in Form von kurzfristigen, marktfähigen Wertpapieren aufgenommen hatte, bedeutete in der jüngsten Finanzkrise Mexikos die offizielle Liquiditätshilfe unter Führung des IMF jedoch, daß die Inhaber von kurzfristigen mexikanischen Dollar-Schatzscheinen (Tesobonos) sich ohne nennenswerte Verluste von diesen Forderungstiteln trennen konnten (der Staat Mexiko kaufte mit IMF-Mitteln diese Papiere zurück). Substantielle Verluste aus der „Tequila-Krise“ erlitten hingegen die Inhaber von Peso-denominierten Schatzscheinen, von Beteiligungspapieren und Anleihen bzw. nicht marktfähigen langfristigen Forderungstiteln.

Die Erfahrungen mit der jüngsten Mexikokrise bewogen viele internationale Investoren und Kreditoren dazu, hoch liquide und international marktfähige Kredit- und Finanzierungsformen in ihren Auslandsengagements zu bevorzugen. Dies bedeutete eine zunehmende Umschichtung von Eigen- zu Fremdfinanzierungsformen, von lang- zu kurzfristiger Finanzierung, von Eigen- zu

### Übersicht 2: Internationale Bankkredite nach Fristigkeiten und Schuldnern

Ende 1997

	Insgesamt	Fristigkeit		Schuldner		
		Kurzfristig (bis 1 Jahr)	Langfristig (über 2 Jahre)	Banken	Öffentlicher Sektor	Private Nicht-banken
Mrd. \$						
Industrieländer	195,7	104,7	47,9	78,9	28,5	86,4
Oststaaten	123,0	53,4	51,9	64,8	15,8	42,3
Rußland	72,2	32,4	32,1	40,3	8,8	23,0
Entwicklungsländer	774,2	449,8	233,3	272,0	108,1	393,1
Lateinamerika	283,0	155,0	96,7	73,6	59,9	149,0
Brasilien	76,3	48,9	19,8	27,1	14,7	34,4
Mittlerer Osten	52,2	31,3	16,5	23,9	10,0	18,3
Afrika	58,0	32,6	19,1	19,2	10,1	28,6
Asien	381,0	230,9	101,1	155,3	28,1	197,3
Indonesien	58,4	35,4	17,3	11,7	6,9	39,7
Südkorea	94,2	59,4	16,4	56,0	3,9	34,2
Malaysia	27,5	14,6	9,4	9,9	1,7	15,9
Thailand	58,8	38,8	13,8	17,8	1,8	39,2
Insgesamt	1.119,6	614,3	341,8	422,5	159,3	528,8
Offshore-Bankzentren	731,3	527,1	139,1	407,6	4,1	317,3
Anteile in %						
Industrieländer	100,0	53,5	24,5	40,3	14,5	44,1
Oststaaten	100,0	43,4	42,2	52,7	12,8	34,4
Rußland	100,0	44,9	44,5	55,8	12,2	31,9
Entwicklungsländer	100,0	58,1	30,1	35,1	14,0	50,8
Lateinamerika	100,0	54,8	34,2	26,0	21,2	52,6
Brasilien	100,0	64,1	25,9	35,5	19,2	45,1
Mittlerer Osten	100,0	60,0	31,5	45,8	19,2	35,0
Afrika	100,0	56,3	32,9	33,1	17,4	49,4
Asien	100,0	60,6	26,5	40,7	7,4	51,8
Indonesien	100,0	60,6	29,7	20,1	11,8	68,1
Südkorea	100,0	63,1	17,5	59,4	4,2	36,3
Malaysia	100,0	53,1	34,2	35,8	6,3	57,8
Thailand	100,0	65,9	23,5	30,2	3,0	66,6
Insgesamt	100,0	54,9	30,5	37,7	14,2	47,2
Offshore-Bankzentren	100,0	72,1	19,0	55,7	0,6	43,4

Q: BIZ.

Fremdwährungsfinanzierung. Diese Umschichtung der Finanzierungsströme erhöhte das Illiquiditätsrisiko der Schuldnerländer und minimierte das Kreditrisiko der Gläubiger. IMF und Weltbank übernahmen in der Ostasienkrise (auch in Rußland) durch Bereitstellung von Stand-by-Krediten (zumindest partiell) Funktionen eines „lender of last resort“ und schwächten damit – da dies von den Kreditoren antizipiert worden war – die Incentives für „verantwortungsvolles und effizientes Investorenverhalten“. Das Übergewicht kurzfristiger Fremdwährungsfinanzierung (größtenteils kurzfristige Dollar-Bankkredite bzw. -Schuldtitel) in der Auslandsfinanzierung der ostasiatischen Länder und das damit verbundene erhöhte Illiquiditätsrisiko für diese Staaten wird daher von einzelnen Kritikern des IMF unmittelbar mit diesen „Moral-hazard“-Risiken bzw. mit dem Bailout Mexikos durch den IMF in Verbindung gebracht.

Institutionen mit „Lender-of-last-resort“-Funktionen provozieren grundsätzlich „Moral-hazard“-Risiken; jedes Sicherheitssystem ist letztlich mit diesem Standardproblem der Kontrakt- bzw. Informationstheorie konfrontiert. „Moral-hazard“-Risiken lassen sich jedoch durch entsprechendes Design der Verträge (z. B. Selbstbehalt, Bo-



nus-Malus-System) und wirksamer Incentives eingrenzen (wenn auch nicht ganz verhindern). Die Bereitschaft zu raschen Liquiditäts- und Stabilisierungshilfen durch den IMF begünstigte sicher „Moral-hazard“-Verhalten der Banken, aber auch der Regierungen der Schuldnerländer, sie reduzierte jedoch unbestritten die Gefahr der „flächenbrandartigen“ Ausbreitung regionaler Liquiditätskrisen („contagion“) auf andere Regionen der Weltwirtschaft (Lateinamerika, Osteuropa). Vieles spricht dafür, daß die wirtschaftlichen, sozialen und politischen Kosten von „moral hazard“ bedeutend geringer sind als die negativen weltwirtschaftlichen Konsequenzen einer durch Illiquidität ausgelösten Depression in den Emerging Market Economies. Manche internationale Finanz- und Liquiditätskrisen der jüngeren Vergangenheit brachten den „puzzling fact“ mit sich, daß die Krisenfolgen und deren Bekämpfung – nicht nur auf der Grundlage von „austerity“ – oft höhere Kosten generierten als jene wirtschaftspolitischen Fehler und Strukturmängel, die Ursache der Krise waren („punishment is much larger than the crime“; siehe dazu u. a. *Chang – Velasco*, 1998). Darüber hinaus trifft der Vorwurf der geringen Beteiligung internationaler Banken und der Regierungen der betroffenen Staaten an der Krisenbekämpfung in Ostasien nur begrenzt zu: Sowohl in Thailand als auch in Südkorea waren internationale Banken, aber auch die Regierungen dieser Länder zum Teil substantiell in die Umschuldungsprogramme eingebunden (*BIS*, 1998A).

Vor diesem Hintergrund muß auch die jüngste umfangreiche Liquiditätshilfe des IMF an Rußland gesehen werden. Obgleich hier das „Moral-hazard“-Problem in allen seinen Facetten offenkundig ist, sind wegen der enormen externen Kosten eines ökonomischen und politischen Zerfalls Rußlands die überdurchschnittlich hohen internationalen Stabilisierungshilfen gerechtfertigt („too big to fail“). Das jüngste Hilfspaket für Rußland von insgesamt knapp 23 Mrd. \$ für das laufende und kommende Jahr – aufgebracht von IMF, Weltbank und Japan und gebunden an die Implementierung bestimmter Reformmaßnahmen, wie z. B. die Einführung einer Mehrwertsteuer von 20% – sollte daher u. a. auch für einen geordneten Übergang von einem Regime fixer Wechselkurse zu einem „Managed-floating“-System und zur Wiederherstellung der Basisliquidität im öffentlichen und staatsnahen Sektor bzw. zu vertrauensbildende Maßnahmen im Finanz- und Budgetbereich verwendet werden.

### BANKEN SETZEN AUF „KRISEN-EINDÄMMUNG“

Nach den jüngsten Erhebungsdaten der BIZ über die internationalen Kreditbeziehungen im 2. Halbjahr 1997 und im I. Quartal 1998 war die Stabilität des internationalen Finanzmarktsystems trotz zum Teil substantieller Reallokation von Finanzströmen infolge der Asienkrise

Übersicht 3: Regionalstruktur internationaler Bankkredite

		Insgesamt	Europäische Banken		Nordamerikanische Banken	Japanische Banken	Andere
			Insgesamt	Österreichische Banken			
		Mrd. \$	Anteile in %				
<i>Schuldner</i>							
Alle Länder	Ende 1996	991,4	54,2	2,3	15,0	17,1	13,7
	Mitte 1997	1.054,7	55,8	2,3	14,2	16,4	13,6
	Ende 1997	1.119,6	59,6	2,2	13,8	14,6	12,0
Industrieländer	Ende 1996	171,0	56,4	2,1	8,5	14,9	20,2
	Mitte 1997	183,3	56,4	2,3	9,7	13,2	20,7
	Ende 1997	195,7	60,3	2,0	8,4	12,1	19,2
Oststaaten	Ende 1996	103,0	79,5	8,4	9,3	3,9	7,3
	Mitte 1997	116,5	79,3	7,9	10,1	3,4	7,2
	Ende 1997	123,0	80,4	7,6	8,9	3,4	7,3
Asien	Ende 1996	367,0	42,2	1,5	11,0	32,3	14,5
	Mitte 1997	390,5	43,9	1,6	10,1	31,7	14,3
	Ende 1997	381,0	47,1	1,5	9,7	30,1	13,1
Lateinamerika	Ende 1996	242,4	54,2	0,8	31,2	6,4	8,2
	Mitte 1997	252,3	58,6	0,8	27,6	5,8	8,0
	Ende 1997	283,0	61,8	0,7	26,4	5,2	6,6
Mittlerer Osten	Ende 1996	48,6	66,0	2,2	8,9	5,8	19,3
	Mitte 1997	50,9	64,0	2,2	10,0	5,8	20,2
	Ende 1997	52,2	62,4	2,2	10,9	6,5	20,2
Afrika	Ende 1996	50,2	74,3	4,5	8,6	6,9	10,2
	Mitte 1997	52,5	70,0	3,8	11,9	6,5	11,6
	Ende 1997	58,0	78,4	3,5	9,7	4,8	7,1

Q: BIZ.

nicht zuletzt wegen des raschen Eingreifens des IMF als „lender of last resort“ bisher nicht ernsthaft gefährdet. (Die Auswirkungen der Rußlandkrise auf die Finanzmärkte können zur Zeit noch nicht abgeschätzt werden.) Obgleich die BIZ selbst vor einer Überinterpretation dieser Daten warnt<sup>2)</sup>, ist erkennbar, daß die internationalen Banken durch selektive Kreditgewährung an potentiell gefährdete Länder oder Ländergruppen (Lateinamerika, Osteuropa) zur regionalen Kriseneindämmung („contagion containment“) erheblich beigetragen haben (*BIS*, 1998B). Das verstärkte Engagement der Banken in Osteuropa und Lateinamerika während der Asienkrise neutralisierte zumindest teilweise die abrupte Liquiditätsverknappung für diese Länder infolge einer nahezu vollkommenen „Austrocknung“ ihres Primärmarktes für international handelbare festverzinsliche Wertpapiere im IV. Quartal 1997 – eine unmittelbare Folge der Asienkrise und des damit ausgelösten „Safe-haven“-Reflexes. Obgleich die internationalen Banken ihr Engagement in den Emerging Market Economies in den letzten Monaten tendenziell einschränkten (von 39 Mrd. \$ im IV. Quartal 1997 auf 8 Mrd. \$ im I. Quartal 1998), wirkte sich dies nicht negativ auf die Stabilität der Finanzmärkte aus. Das gesamte Volumen der von der BIZ erfaßten internationalen Kredite stieg im Jahr 1997 mit einer Rekordrate von 21% auf 481 Mrd. \$; der Großteil des Wachstums entfiel dabei auf das IV. Quartal 1997. Zur Sicherung der internationalen Liquidität der von der Asienkrise direkt und indirekt betroffenen Banken wurde

<sup>2)</sup> Zu den Strukturschwächen der BIZ-Statistiken siehe *Hahn et al.* (1998).

gegen Jahresende 1997 die Zwischenbankfinanzierung forciert (das interbank redepositing erhöhte sich von 55 Mrd. \$ im III. Quartal 1997 auf über 480 Mrd. \$ im IV. Quartal 1997). Japanischen, aber auch europäischen Banken mit starker Asienexponierung standen damit ausreichend flankierende Liquiditätshilfen zur Aufrechterhaltung ihrer internationalen Verpflichtungen zur Verfügung. Die japanischen Banken schränkten allerdings im I. Quartal 1998 ihre internationale Kreditfähigkeit erheblich ein. Die europäischen Banken verstärkten ihr internationales Engagement weiter, beschränkten sich jedoch vor allem auf intra-europäische Transaktionen.

Ein Vergleich der internationalen Bankkredite nach Fristigkeiten und Schuldnern zwischen 1996 und 1997 auf der Grundlage der nun verfügbaren Jahresdaten zeigt gegenüber dem letzten Befund auf Basis von Halbjahresdaten (Hahn *et al.*, 1998) keine nennenswerten Änderungen. Dies gilt auch für die Gegenüberstellung der jüngsten Bankkreditdaten, gegliedert nach Schuldnerländern. Der Überhang an kurzfristigen ausländischen Mitteln in den ostasiatischen Krisenländern (Indonesien, Südkorea, Malaysia und Thailand) ging erwartungsgemäß 1997 zurück; dennoch ist das internationale Kreditobligo dieser Länder noch immer zu weit mehr als der Hälfte kurzfristig (Laufzeit unter 1 Jahr). In einigen der asiatischen Krisenländer ist allerdings eine Tendenz zur Umgehung des heimischen Bankensystems und zum Aufbau direkter Kreditbeziehung von ausländischen Banken zu inländischen Nichtbanken festzustellen (Übersicht 2).

Die Entwicklung der Regionalstruktur der internationalen Bankkredite während des Jahres 1997 zeigt deutlich, daß die europäischen Banken ihr Asienengagement trotz der Krise sogar erhöhen (von 44% der an diese Region insgesamt gewährten Bankkredite im Juni 1997 auf 47% im Dezember 1997). Diese Ausweitung geht nahezu ausschließlich auf die Liquiditätsassistenz der Großbanken Deutschlands, Frankreichs und Großbritanniens für die von der Krise besonders betroffenen Länder Indonesien, Malaysia, Südkorea und Thailand zurück. Die anderen europäischen Banken (einschließlich jener Österreichs) reduzierten im vergangenen Jahr tendenziell ihr Engagement in diesen Ländern, ebenso die nordamerikanischen und japanischen Banken. Der Rückzug japanischer Institute ist in unmittelbarem Zusammenhang mit der strukturellen Bankenkrise in Japan und mit Umschuldungstransaktionen zu sehen, die von der BIZ nicht oder nur teilweise statistisch erfaßt werden.

Die nordamerikanischen Banken zogen sich hingegen aus allen Weltregionen zurück (Ausnahme: Mittlerer Osten). Sie verringerten sogar ihr Engagement in Lateinamerika (Übersicht 3). Die Regionalverteilung der jüngsten BIZ-Kreditstatistik vermittelt darüber hinaus grundsätzlich den Eindruck, daß die europäischen Banken,

nach dem IMF, den Großteil der Liquiditätssicherung des internationalen Finanzsystems und damit des (bisher) erfolgreichen „contagion containment“ nach der Asienkrise übernommen haben<sup>3)</sup>. Auch Osteuropa und Lateinamerika erhielten im vergangenen Jahr vorwiegend von europäischen Banken Liquiditäts- und Stabilisierungshilfe. Die in den letzten Jahren entstandene Exposition der europäischen Banken gegenüber potentiellen Krisenregionen zwingt sie nun offenbar zunehmend, sich – im Interesse der Absicherung eigener riskanter Engagements – an internationalen Stabilitäts- und Liquiditätssicherungsaktionen zu beteiligen. Die Ertrags- und Strukturschwäche der europäischen Banken und die damit ursächlich zusammenhängende Tendenz zu einer erhöhten Risikobereitschaft bilden eine neue wirtschaftspolitische Gefahr nicht nur für das europäische, sondern auch für das internationale Finanzsystem und für die künftige Funktionsfähigkeit von IMF und Weltbank (wachsende Refinanzierungsprobleme beider Institutionen).

## LITERATURHINWEISE

- Azariadis, C., Guesnerie, R., „Sunspots and Cycles“, *Review of Economic Studies*, 1986, 53(5).
- BIS (1998A), *Annual Report 1997*, Basel, 1998.
- BIS (1998B), *International Banking and Financial Market Development*, Basel, August 1998.
- BIS (1998C), *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending – Second Half 1997*, Basel, 1998.
- Chang, R., Velasco, A., „Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model“, *NBER Working Paper*, 1998, (6606).
- Corsetti, G., Pesenti, P., Roubini, N., *What caused the Asian Currency and Financial Crisis?*, New York University, 1998 (mimeo).
- Demirgüç-Kunt, A., Detragiache, E., „Financial Liberalization and Financial Fragility“, *IMF Working Paper*, 1998, (98-83).
- Diamond, D., „Liquidity, Banks and Markets“, *Journal of Political Economy*, 1997, (105).
- Esquivel, G., Larrain, F. B., *Explaining Currency Crises*, Harvard Institute for International Development, 1998 (mimeo).
- Flickenschild, H. M., *Crisis Prevention and IMF Surveillance*, IMF, 1998 (mimeo).
- Flood, R., Marion, N., „Recent Developments on Currency Crises: Survey and Evaluation“, *IMF and Dartmouth College Working Paper*, 1997, (123).
- Freixas, X., Rochet, J., *Microeconomics of Banking*, M.I.T. Press, Cambridge, MA, 1997.
- Goldfajn, I., Valdés, R., „Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity“, *IMF Working Paper*, 1997, (97-87).
- Hahn, F. R., Marterbauer, M., Schulmeister, St., Stankovsky, J., „Finanzkrise in Südostasien – Auswirkungen auf Österreich“, *WIFO-Monatsberichte*, 1998, 71(3).

<sup>3)</sup> Die europäischen Banken, insbesondere jene Deutschlands, Frankreichs, Großbritanniens und der Niederlande profitierten allerdings auch am meisten von der Rettungsaktion des IMF als „lender of last resort“.

- Hardy, D. C., Pazarbasioglu, C., „Leading Indicators of Banking Crises – Was Asia Different?“, IMF Working Paper, 1998, (98-91).
- Krugman, P., „A Model of Balance of Payments Crises“, Journal of Money, Credit and Banking, 1979, (11).
- Lagunoff, R. D., Schreft, S. L., A Model of Financial Fragility, New York, 1998 (mimeo).
- Mishkin, F. S., „Understanding Financial Crises: A Development Country Perspective“, NBER Working Paper, 1996, (5600).
- Obstfeld, M., „The Logic of Currency Crises“, Cahiers Economiques et Monétaires, 1994, (34).
- Obstfeld, M., „Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features“, European Economic Review, 1996, (April).
- Radelet, S., Sachs, J. (1998A), The Onset of the East Asian Financial Crisis, <http://www.hiid.harvard.edu/>, 1998.
- Radelet, S., Sachs, J. (1998B), The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects, <http://www.hiid.harvard.edu/>, 1998.
- Reisen, H. (1998A), „Domestic Causes of Currency Crises: Policy Lessons for Crisis Avoidance“, OECD Technical Paper, 1998, (136).
- Reisen, H. (1998B), Sustainable and Excessive Current Account Deficits, Paris, 1998 (mimeo).
- Rivlin, H., „Lessons Drawn from the Asian Financial Crisis“, BIS Review, 1998, (41).
- Sachs, J., Tornell, A., Velasco, A., „Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995“, Brookings Papers on Economic Activity, 1996, (1).
- Santos, J. A. C., „Commercial Banks in the Securities Business: A Review“, BIS Working Paper, 1998, (56).
- Schulmeister, St., „The Double Role of the Dollar as World Currency and as National Currency and the International Economy since Bretton Woods“, Kurswechsel, Zeitschrift für gesellschafts-, wirtschafts- und umweltpolitische Alternativen, Sonderzahl Verlag, 1995, (3).
- Shiller, R., „Conversation, Information, and Herd Behavior“, American Economic Review, Papers and Proceedings, 1995, (85).
- Stiglitz, J. E., Weiss, A., „Credit Rationing in Markets with Imperfect Information“, in Mankiw, G., Romer, D. (Hrsg.), New Keynesian Economics, Coordination Failures and Real Rigidities, M.I.T. Press, Cambridge, MA, 1991.
- White, W. R., „The Coming Transformation of Continental European Banking?“, BIS Working Paper, 1998, (54).
- Wyplosz, Ch. (1998A), Globalized Financial Markets and Financial Crises, <http://heiwwww.unige.ch/wyplosz/>, 1998.
- Wyplosz, Ch. (1998B), International Capital Market Failures: Sources, Costs and Solutions, <http://heiwwww.unige.ch/wyplosz/>, 1998.

### *Currency Crises: A Challenge to Economic Theory and Economic Policy – Summary*

From the viewpoint of policy makers, the understanding of the causes and the course of financial crises remains inadequate. The theoretical analysis of currency crises has been hampered by the lack of empirical regularities in those of the past. Nonetheless, attempts are made repeatedly to provide a canonical explanation of international financial crises and to propose economic policies to prevent such crises. This article surveys the recent theoretical, empirical and economic policy literature on financial crises (with emphasis on the Asian crisis).

Much of the recent theoretical literature, in particular that dealing with the Asian crisis, refers to the complex relationship between the constitutive imperfections of financial markets resulting from asymmetric information and the worldwide liberalization of the financial and capital markets. It is an outstanding feature of financial markets that they are strongly dominated by expectations. The actual market outcome may correspond to expectations even if these expectations were unjustified ex ante or absurd. Thus, expectations determine whether market outcomes tend toward a “good” or “bad” equilibrium. In principle, changes in international investors’ expectations for the worse – whether

justified or not – may trigger crises (self-fulfilling crises) and move a country from a “good” (high growth) to a “bad” (low growth) equilibrium.

According to the views of leading theoreticians and practitioners, this mechanism was the preeminent element of the Asian crisis. It is a surprising insight that “self-fulfilling crises” may indeed be the result of rational behavior, given the constitutive imperfections of financial and capital markets. In a world of liberalized financial markets, such crises cannot in principle be averted and are very difficult to forecast. A reversal of the liberalization of financial markets or the re-introduction of capital controls would be the wrong response, however. A superior option in economic policy is the establishment of “support” systems to increase the efficiency and stability of international financial markets. Core elements of such systems would be institutions of financial surveillance and monitoring, which among other tasks could fulfill the important function of a “lender of last resort” at the international level, and provide an internationally accepted set of rules for standstill agreements, debt relief for and financial default of countries.