

Betz, Karl

**Article — Digitized Version**

## Finanzkrisen und Dollarisierung

Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung

**Provided in Cooperation with:**

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Betz, Karl (1999) : Finanzkrisen und Dollarisierung, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 0340-1707, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 68, Iss. 1, pp. 68-75

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/141222>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

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

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

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

**Terms of use:**

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

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

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

# Finanzkrisen und Dollarisierung\*

Von Karl Betz\*\*

## Zusammenfassung

*Als Spezifikum der Dollarisierung wird eine, durch die fehlende Steuerungsfunktion der nationalen Währung bedingte, geringere Stabilität des Finanzsystems angesehen. Für die Analyse ihrer Auswirkungen sind zwei Aspekte zu unterscheiden: zum einen bedingt sie eine höhere Krisenanfälligkeit des Finanzsystems, wobei Banken- und Währungskrisen sich in kritischer Weise gegenseitigverstarken. Zum zweiten hat diese höhere Krisenanfälligkeit Rückwirkungen auf die Entwicklungsbedingungen selbst.*

Dollarisierung — also die Tatsache, daß ein mitunter großer Teil der monetären Dispositionen in einem geographischen Raum in Fremdwährung stattfindet — ist ein verbreitetes Kennzeichen von Entwicklungsländern. Aus einer monetären Perspektive kann sogar behauptet werden, daß ein geringer Marktanteil der eigenen Währung Unterentwicklung ausmacht — im Umkehrschluß: daß Entwicklung als Etablierung der nationalen Währung gefaßt werden kann: als Herausbildung eines Binnenmarktes, der von der nationalen Währung gesteuert wird.

Teil 1 dieses Aufsatzes skizziert kurz die theoretische Perspektive an eine entwickelte Geldwirtschaft, während Abschnitt 2 auf den Zusammenhang von Unterentwicklung und Dollarisierung eingeht. Vor diesem Hintergrund soll in Teil 3 die Frage gestellt werden, ob Dollarisierung einen möglichen Beitrag für das Verständnis der Asienkrise liefern kann. Teil 3.1 liefert einige anekdotische empirische Evidenz dafür, daß das Phänomen in den von der Krise betroffenen Ländern präsent ist. Teil 3.2 fragt nach den theoretischen Konsequenzen von Dollarisierung für die Krisenanfälligkeit des Finanzsystems, und Teil 3.3 zieht einige Schlußfolgerungen zu den strukturellen Konsequenzen von Dollarisierung.

Intendiert ist hier nicht die Darstellung einer umfassenden monetären Entwicklungstheorie, sondern nur die Klärung eines Teilaspekts, der Frage des Zusammenhangs von Finanzsystem und Entwicklung.

## 1. Der Zugang<sup>1</sup>

In einer Geldwirtschaft erfordern Investitionen Geldvorschusse. Kapitalbildung und Beschäftigung werden daher von zwei Seiten restringiert.

Über die Investitionsbereitschaft der Unternehmen (mit- hin über ihre reale Kreditnachfrage) entscheidet die (von ihnen erwartete) effektive Nachfrage nach ihren Produkten.

Der Gegenposten zu Investitionen — jedenfalls soweit sie fremdfinanziert werden — ist die Geldvermögensbildung der Haushalte. Über den realen Wert des Geldvermögens entscheidet die Bereitschaft der Vermogenshaushalte zur Geldvermögensbildung. Akzeptiert man den portfoliotheoretischen Zugang der Wechselkurserklärung, so ist diese Geldvermogensnachfrage der Haushalte zinselastisch: Soll der Bestand an einem Asset — hier Geldvermögen in der jeweiligen Währung — ausgedehnt werden, so erfordert dies cet.par. eine Erhöhung seiner Ertragsrate, also hier: des Zinssatzes.

In einer Geldwirtschaft entsteht Geld durch die Kreditgewährung der Notenbank an das Bankensystem. Die Notenbank beeinflut über ihren Refinanzierungssatz sowohl den Kreditzins der Banken (weil der Refinanzierungssatz einen Teil der marginalen Kosten der Kreditver-

---

\* Für Anregungen und Kritik danke ich Stefan Bach und Kai Mitusch. In diesem Aufsatz sollen die Vorüberlegungen zu einem geplanten Forschungsprojekt „Finanzkrisen im Entwicklungsprozeß“ am Institut für Theorie der Wirtschaftspolitik der FU Berlin zur Diskussion gestellt werden. Entsprechend dem Projektstadium werden hier nur erste Ergebnisse präsentiert.

\*\* Institut für Theorie der Wirtschaftspolitik, Freie Universität Berlin, Boltzmannstr. 20, 14195 Berlin, e-mail: Karl.Betz@wi-wiss.fu-berlin.de

<sup>1</sup> Vgl. zu diesem Abschnitt ausführlich Betz (1993).

gabe darstellt) als auch den Einlagenzinssatz der Banken.<sup>2</sup>

Eine Zinserhöhung der Notenbank bewirkt deshalb simultan eine Reduzierung des Geldvermögensangebotes<sup>3</sup> und eine höhere Geldvermögensnachfrage. Aufgabe der Zinspolitik der Zentralbank ist deshalb die Wahrung eines Vermögensmarktgleichgewichtes. Setzt die Notenbank eine erforderliche Erhöhung des Zinsniveaus nicht durch, so wird die Ausweitung des Geldvermögens durch den Vermögensmarkt nicht akzeptiert und durch Ausweitung des Kreditvolumens neu entstehendes Geldvermögen durch Inflation und Abwertung entwertet.

Die Tatsache, daß Währungen keine vollständigen Substitute sind,<sup>4</sup> impliziert, daß die Allokationsbedingungen ansonsten identischer Volkswirtschaften mit unterschiedlichen Währungen sich unterscheiden: Die Volkswirtschaft mit schwacher Währung wird ein höheres Realzinsniveau und/oder ein geringeres reales Kreditvolumen aufweisen als die Volkswirtschaft mit harter Währung. Entsprechend wird die erste Volkswirtschaft eine ungleichere Einkommensverteilung bei — in der Regel — geringerer Einkommensbildung aufweisen.<sup>5</sup>

## 2. Geld, Unterentwicklung und Dollarisierung<sup>6</sup>

Ein Binnenmarkt ist idealtypisch dadurch charakterisiert, daß Finanzierung von Kapitalvorschüssen und der Rückfluß aus dem Verkauf der Produkte in der gleichen Währung erfolgt. Ist die Geldpolitik nicht dazu bereit oder in der Lage, diese Konstellation am Markt durchzusetzen, so gerät die Ökonomie in den Zustand einer zersetzten Geldwirtschaft.<sup>7</sup>

Die Konsequenz einer zersetzten Geldwirtschaft ist Dollarisierung und/oder Kapitalflucht.

Dollarisierung stellt sich dann ein, wenn die Bildung von Geldvermögen im heimischen Bankensystem in Fremdwährung erfolgt. Dies setzt (zumindest) voraus, daß seitens der Geldvermögenseigentümer erstens hinreichendes Vertrauen in die Stabilität des Bankensektors besteht, zweitens nicht erwartet wird, daß es zu einer Zwangskonvertierung der Fremdwährungsguthaben kommt und schließlich die Führung von Fremdwährungskonten gesetzlich zulässig ist.

Werden diese Voraussetzungen nicht erfüllt, so kommt es zur Kapitalflucht, die im Kern als eine unterdrückte Dollarisierung verstanden werden kann.<sup>8</sup> Die Vermögenseigentümer sind nach wie vor nicht bereit, Vermögen in der nationalen Währung zu halten. Sie verlegen ihre Fremdwährungskonten nur aus dem In- ins Ausland.

In beiden Varianten entsteht durch die Zersetzung der heimischen Währung ein Kapitalimportbedarf.

Kapitalflucht impliziert, daß das reale Kreditvolumen nur in dem Maße ausgeweitet werden kann, wie die Notenbank bereit ist, das durch Kreditvergabe entstehende Geldver-

mögen in Fremdwährung zu konvertieren. Sofern eine Inflation vermieden werden soll, setzt jede Akkumulation mithin eine Fremdwährungsverschuldung der Notenbank (oder des Staates) voraus, die es ihr erlaubt, ihre neu emittierte Währung wieder zurückzukaufen. Dies ist (weil die Kapitalflucht Kapitalexporte darstellt) zunächst mit einer weitgehend ausgeglichenen Kapitalbilanz vereinbar<sup>9</sup> — allerdings entsteht auch hier sofort ein Nettokapitalimportbedarf, weil die höhere Auslandsverschuldung eine höhere Reservehaltung der monetären Autoritäten angezeigt erscheinen lassen wird.

Daß hier zunächst nur geringe Nettokapitalimporte auftreten, darf aber nicht mit Stabilität verwechselt werden. Denn während in dieser Konstellation die Kapitalimporte prinzipiell jederzeit umkehrbar sind, sind es die Kapitalexporte nicht. Als Indikator für die wirkliche Gefährdung einer solchen Ökonomie müßten also die Brutto- und nicht die Nettokapitalimporte betrachtet werden.<sup>10</sup>

<sup>2</sup> Zusätzliches Geld kann nur von der Notenbank geschaffen werden. Daher muß der Bankensektor insgesamt sich bei der Notenbank refinanzieren und deshalb bestimmt der Refinanzierungssatz der Notenbank den Geldmarktzins. Für die einzelne Bank hingegen stellt die Einwerbung von Depositen eine Alternative zur Refinanzierung am Geldmarkt dar. Daher wird der Depositenzins vom Geldmarktsatz reguliert.

<sup>3</sup> Geldvermögen entsteht durch den Akt der Kreditvergabe. Eine Verteuerung der Refinanzierung verschiebt die Kreditangebotskurve der Banken nach oben und senkt somit das Kreditvolumen.

<sup>4</sup> Dies muß nicht einfach postuliert werden, sondern läßt sich auch als Konsequenz der Konkurrenz zwischen Währungen herleiten. Vgl. hierzu ausführlicher: Betz / Lüken genannt Kläßen (1995)

<sup>5</sup> Die Herleitung eines geringeren Einkommensniveaus erfordert die Zusatzannahme, daß die effektive Nachfrage nicht vollständig zinsunelastisch ist — also z.B. die Annahme differierender marginaler Sparquoten von Gewinn- und Lohneinkommensbeziehern.

<sup>6</sup> Vgl. hierzu ausführlicher: Betz / Lüken genannt Kläßen (1989)

<sup>7</sup> Geldpolitik ist in diesem Zusammenhang im weiten Sinne zu verstehen, da eine inflationistische Finanzpolitik des Staates die Notenbank faktisch zur Ohnmacht verdammen kann.

<sup>8</sup> Es macht wenig Sinn, eine Zwangskonvertierung von Fremdwährungsguthaben als erfolgreiche Entdollarisierung zu betrachten.

<sup>9</sup> Jedenfalls theoretisch. Buchungstechnisch wird ein Teil der Kapitalflucht statistisch nicht erfaßt werden können und daher entweder in den Errors and Omissions oder aber, soweit er über Unterfakturierung von Exporten (Überfakturierung von Importen) erfolgt, als Leistungsbilanzdefizit erscheinen.

<sup>10</sup> Dies ist allerdings nur im hier betrachteten Fall von Ökonomien mit zersetzten Geldwirtschaften ein hinreichendes Kriterium, weil für diese davon ausgegangen werden kann, daß nahezu alle in der Zahlungsbilanz erfaßten Transaktionen in Fremdwährung erfolgen. Für den allgemeinen Fall müßte zwischen Kapitalexporten in eigener und in Fremdwährung unterschieden werden, weil Kapitalexporte in eigener Währung, zumindest im Aggregat, durch die Zinspolitik der Notenbank immer umgekehrt werden können, Kapitalbewegungen in Fremdwährung hingegen nicht.

In der Folge wird dies die Leistungsbilanz passivieren. Erstens wird sich ein tatsächlicher Saldo dadurch ergeben, daß das Ausland die Differenz von Soll- und Habenzinssatz kassiert und zweitens wird sich ein statistischer Saldo ergeben, weil zwar die Zinszahlungen an das Ausland, nicht aber die Zinseinkommen einheimischer Vermögenseigentümer im Ausland statistisch erfaßt werden können, da letztere zum größten Teil auf den Auslandskonten verbleiben.<sup>11</sup>

Im Falle der Dollarisierung wird die Fremdwährung im Inland gehalten, teils als Bargeld, teils nimmt das heimische Bankensystem Einlagen in Fremdwährung entgegen und betreibt auf Basis dieser Einlagen Kreditproduktion sei es in Fremdwährung, sei es in heimischer Währung.

Ein Kapitalimportbedarf entsteht auch in diesem Fall — erstens zum Zwecke der Bargeldhaltung des Publikums, zweitens für die Reservehaltung der Banken und drittens muß auch hier die Notenbank eine höhere Fremdwährungsreserve halten.

Sowohl im Falle der Kapitalflucht wie der Dollarisierung entsteht also ein Kapitalimportbedarf — und zwar nicht aus einer „Sparlücke“, sondern aus einer mangelnden Akzeptanz der nationalen Währung. Er hat seine Ursache nicht in den flows, sondern in der Disposition über stocks.<sup>12</sup>

### 3. Dollarisierung und Finanzkrisen

In diesem Abschnitt wird zunächst kurz gefragt, ob Dollarisierung überhaupt ein empirisch relevantes Phänomen in den von der Krise betroffenen Ökonomien Asiens darstellt und somit als ein Kandidat für die Erklärung der Asienkrise in Frage kommen kann.

Anschließend soll der theoretische Zusammenhang zwischen Dollarisierung und twin crises, der Koinzidenz von

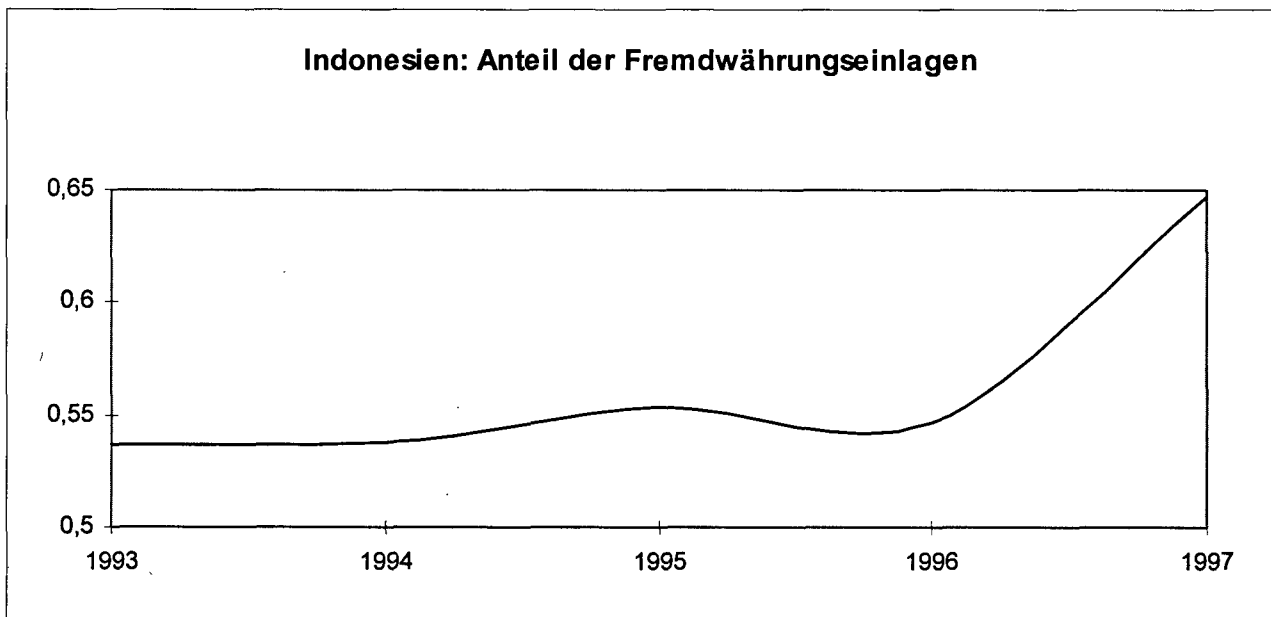
Finanz- und Währungskrise, skizziert werden.<sup>13</sup> Es soll argumentiert werden, daß Dollarisierung die Instabilität des Finanzsystems verstärkt. Dies erhöht erstens die Krisenanfälligkeit der Ökonomie und erhöht die Wahrscheinlichkeit der twin crises (Krisenaspekt). Andererseits hat die Instabilität des Finanzsystems auch Einfluß auf die Allokationsbedingungen des Gleichgewichts (Strukturaspekt) und zwar erstens auf die Finanzintermediation und zweitens auf die Geldpolitik, weil sie die Wirksamkeit geldpolitischer Instrumente einschränkt und daher die Kosten der Durchsetzung geldpolitischer Ziele erhöht.

<sup>11</sup> Hinzu kommt natürlich praktisch, daß eine Geldpolitik, die eine Kreditexpansion bei Verteidigung des Wechselkurses über Fremdwährungsverschuldung zuläßt, in aller Regel auch eine Überbewertungskonstellation anstoßen wird. Dies wird schon deshalb der Fall sein, weil die Stabilisierung der Währung über Devisenverkäufe voraussetzt, daß der Wechselkurs immer in der Nähe des oberen Interventionspunkts angesiedelt ist, die Währung daher meist unter Ab- und nie unter Aufwertungsverdacht stehen wird.

<sup>12</sup> Auch abgesehen von diesem Zusammenhang ist es eigenwillig, wenn bei Entwicklungsländern mit hoher Arbeitslosigkeit — also bei einer eindeutigen Unterauslastung der Ressourcen — ein Kapitalimportbedarf statt einer Überbewertung diagnostiziert wird, obwohl eine Sparlücke methodisch an die exogene Vorgabe des Einkommens, mithin an Vollbeschäftigung gebunden sein muß. Eine erfolgreiche Unterbewertungsstrategie konterkariert diese Situation, indem sie die Fremdwährungsnachfrage über Leistungsbilanzüberschüsse statt über Kapitalimporte befriedigt. Damit werden zugleich mittelfristig die Bedingungen für die Entdollarisierung, die Durchsetzung der eigenen Währung am Vermögensmarkt geschaffen (Vgl. Lükens genannt Kläßen (1993))

<sup>13</sup> Die Klärung der empirischen Signifikanz wird Teil des Forschungsprojekts sein.

Abbildung 1



### 3.1 Einige Daten zur Dollarisierung<sup>14</sup>

Obwohl Dollarisierung üblicherweise eher mit den Entwicklungsländern Lateinamerikas, Afrikas und Osteuropas assoziiert wird, sind auch in den asiatischen Ökonomien — teilweise deutliche — Dollarisierungspänomene zu konstatieren. Kriterium für das Ausmaß der Dollarisierung ist der Anteil von in Fremdwährung denominatedem Vermögen am gesamten Geldvermogensbestand der Akteure. Allerdings verhindert die Datenlage die Erfassung des Indikators, da das Auslandsvermögen der einheimischen Vermögenseigentümer nicht erfaßt werden und der Umlauf von Sorten in fremder Währung im Inland nur geschätzt werden kann. Die nachfolgenden Kennziffern, die das inländische Dollarvermogen auf den gesamten Geldvermogensbestand (in heimischer und fremder Währung) beziehen, dürften daher den Dollarisierungsgrad generell unterschätzen.

*Indonesien:* Durch die Nahе des Finanzplatzes Singapur dürften die Transaktionskosten für die Haltung von Fremdwährungskonten im Ausland gering sein. Unterstellt man deshalb, daß längerfristige Fremdwahrungsanlagen zum größten Teil im Ausland gebildet werden, ist der Vergleich von Sichtdeposits in Rupien zu den Fremdwährungskonten im heimischen Bankensystem wohl die geeignetere Maßgröße für das Ausmaß der Dollarisierung. Nach diesem Kriterium ist die Dollarisierung, als Anteil der Fremdwährungskonten an der Summe aus Fremdwährungskonten und Sichtdeposits in Rupien, mit rund 55 % vor 1997 und — als Folge der Abwertung der Rupie — nahezu  $\frac{2}{3}$  Ende 1997 sehr hoch.<sup>15</sup>

Bezieht man die Fremdwährungskonten auf die Summe aus Sicht-, Zeit- und Spareinlagen in beiden Währungen, so ergibt sich immer noch ein Dollarisierungsgrad von knapp 20 % vor der Krise, der Ende 1997 auf 28 % ansteigt.<sup>16</sup>

In *Korea* betrug der Anteil der Fremdwahrungseinlagen an den gesamten Deposits bei den landesweit operieren-

den Banken 1997 rund 29 %. Er machte 16 % der Bilanzsumme aus, während die Auslandsverschuldung dieser Bankengruppe nur 2 % der Bilanzsumme betrug. Die Fremdwährungsforderungen beliefen sich hingegen auf nur 8 % der Bilanzsumme, es bestand also ein deutlicher currency mismatch.<sup>17</sup>

Der Aufbau von Fremdwahrungshaltung (in Form von Noten und Deposits) trug zwischen rund 1,3 Mrd. Dollar (1993) und 2,6 Mrd. Dollar (1996) zum jährlichen Zuwachs der Auslandsverschuldung bei. Die Umkehrung dieser Position in der Folge der Krise 1997 sollte man nicht überinterpretieren: Wahrscheinlich geschah das genaue Gegenteil dessen, was die Statistik ausweist, denn im gleichen Jahr explodierten die Errors and Omissions, die sich in den Vorjahren zwischen plus einer und minus 1,8 Mrd. Dollar bewegten, auf minus 8,7 Mrd. Dollar.<sup>18</sup>

*Malaysia* weist zwar sehr geringe Fremdwährungsbestände aus (rd. 2 % der Deposits).<sup>19</sup> Jedoch legen die Beschränkungen des Kapital- und Devisenverkehrs und Vorschriften zur Konvertierung von Devisenerlosen<sup>20</sup> es — auch angesichts der Befunde in den übrigen Ländern — nahe, dies eher als Indiz einer unterdrückten Dollarisierung, denn einer hohen Akzeptanz der nationalen Währung zu interpretieren.

In den *Philippinen* ist der Quotient von Fremdwahrungsdosits zu inländischem M3 in den neunziger Jahren

<sup>14</sup> Entsprechend dem Stand des Projekts sollen die Daten nur einen ersten groben Einblick geben.

<sup>15</sup> Bank Indonesia (1998); eigene Berechnungen.

<sup>16</sup> ebenda.

<sup>17</sup> Bank of Korea (1998); eigene Berechnungen

<sup>18</sup> IMF (1998b), S. 28.

<sup>19</sup> Bank Negara Malaysia (1998a)

<sup>20</sup> Vgl. Bank Negara Malaysia (1998b); IMF (1998a), S. 22.

Abbildung 2

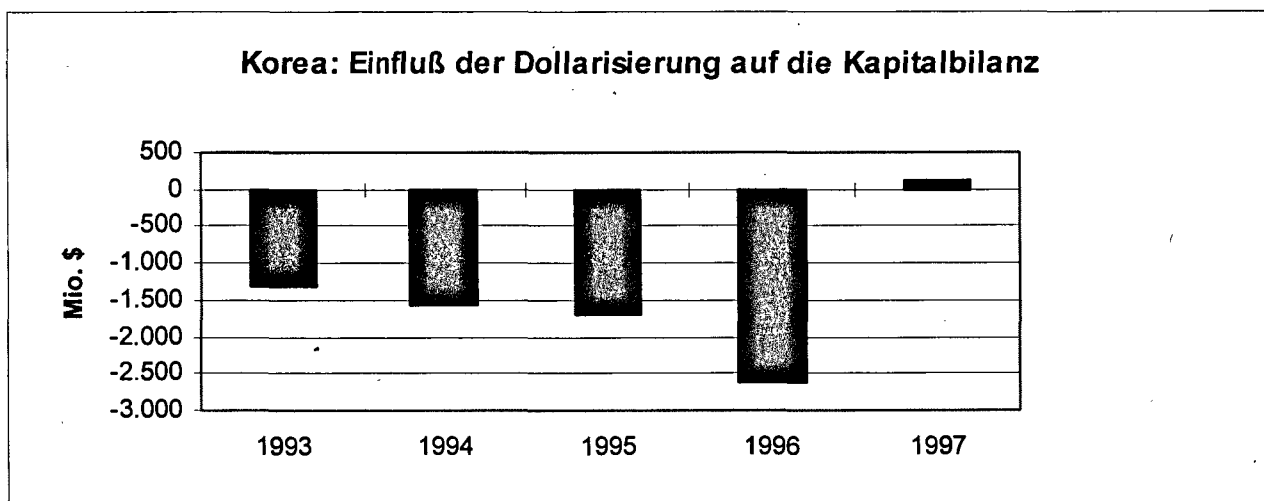
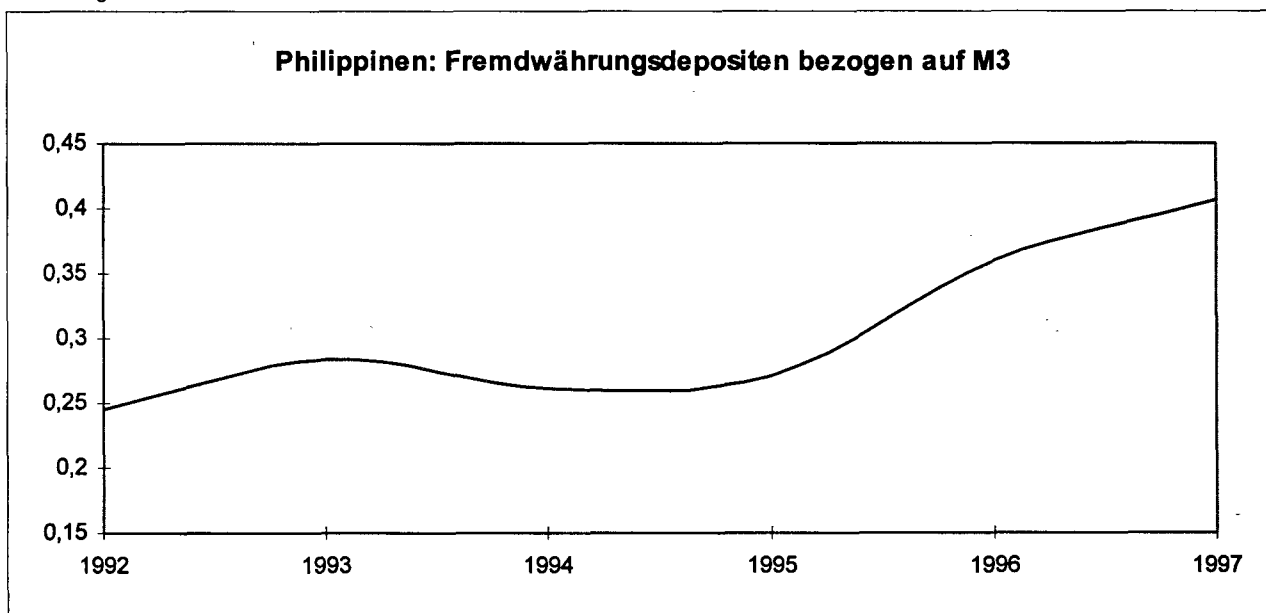


Abbildung 3



von rund 25 % auf 40 % gestiegen,<sup>21</sup> wobei zu beachten ist, daß dieser Quotient die Dollarisierung unterschätzt: Die von der Notenbank ausgewiesene Geldmenge M3 berücksichtigt die Einlagen in heimischer Währung und in Fremdwährung sowie den Bargeldumlauf in Pesos. Sie enthält aber keine Schätzung für den Umlauf an Dollarnoten. Die Sortenhaltung in Dollar (die auf Grund der US-Militärbasis nicht unbedeutend sein dürfte) fehlt daher sowohl im Zähler als im Nenner, wodurch sich der Wert des gesamten Ausdrucks reduziert. Hinzu kommt die oben angemerkte Überlegung, daß ein Gutteil der Vermögenskasse in Fremdwährung im Ausland angelegt sein dürfte.

Die Bank von Thailand weist in den allgemein zugänglichen Statistiken die Fremdwährungsbestände im Inland nicht gesondert aus. Jedoch spricht ein Anteil des Bargeldumlaufs an M1 von rund 70 % in den neunziger Jahren nicht gerade für eine große Akzeptanz der Währung. Der sich rapide verschlechternde Anteil der längerfristigen Termineinlagen an allen Termineinlagen läßt vermuten, daß die Akzeptanz im Laufe dieses Jahrzehnts nicht gerade gewachsen ist.<sup>22</sup>

### 3.2 Konsequenzen der Dollarisierung: der Krisenaspekt<sup>23</sup>

Da die Schwäche der heimischen Währung keine nennenswerte Vermögensbildung in dieser Währung zuläßt, muß der Gegenposten zu fremdfinanzierten Investitionen eine Vermögensbildung in Fremdwährung sein. In einer dollarisierten Ökonomie ermöglicht das Bankensystem dies, indem es die Bildung von Fremdwährungsdepositen

erlaubt. Dadurch erhöht sich das Risiko für die Banken aus zwei Gründen:

Erstens tragen die Banken in dieser Konstellation neben dem Kreditrisiko auch das Währungsrisiko. Im Falle eines currency-mismatch im Bankensystem, in dem Banken Depositen in Fremdwährung einwerben und Kredite in heimischer Währung vergeben, ist dies offensichtlich. Soweit die Kredite ebenfalls in Fremdwährung vergeben werden, das Währungsrisiko also vom Kreditnehmer getragen wird, verbessert sich jedoch die Situation auch nicht entscheidend. Denn während in Folge einer Abwertung im ersten Falle die Forderungen der Banken sofort gegenüber ihren Verbindlichkeiten entwertet werden, sinkt im zweiten Fall, zumindest soweit die kreditnehmenden Unternehmen für den Binnenmarkt produzieren, die Qualität der Forderungen, und daher steigt die Anzahl der notleidenden Kredite.

Eine Abwertung infolge einer Währungskrise bedeutet daher eine Verschlechterung der Ertragslage der Banken und beinhaltet deshalb die Gefahr, eine Bankenkrise auszulösen.

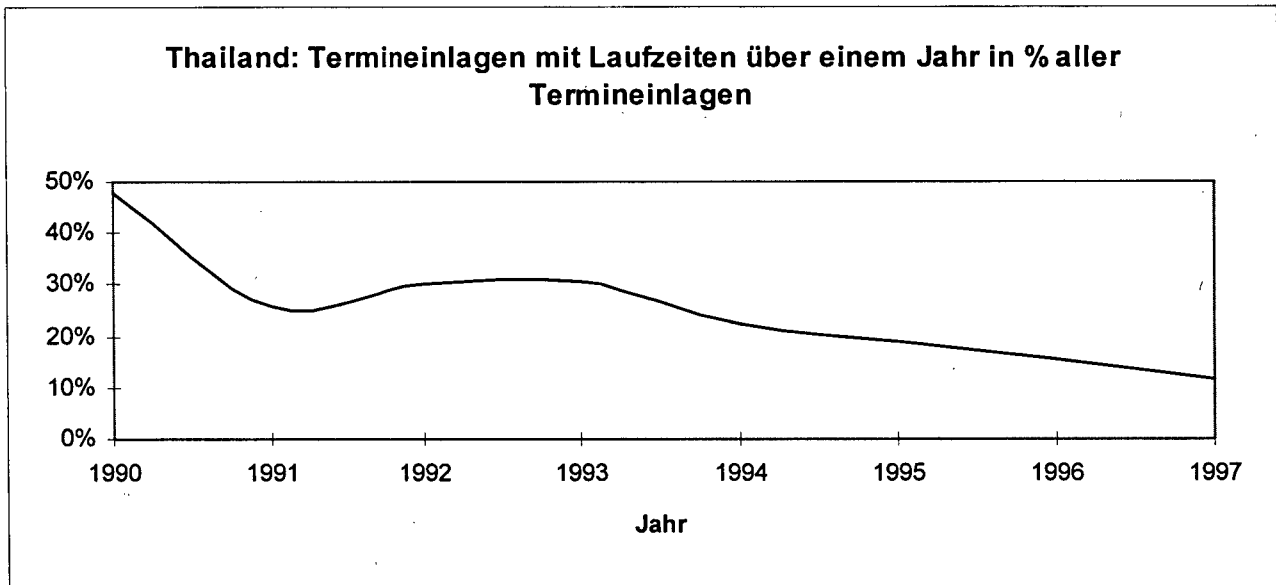
Andererseits beinhaltet eine Bankenkrise immer die Gefahr einer Währungskrise: Der Unterschied der Dollarisierung zur Kapitalflucht besteht ja u.a. darin, daß im Inland eine Kreditproduktion in Fremdwährung stattfindet. Einerseits senkt dies den Kapitalimportbedarf, aber anderer-

<sup>21</sup> Bangko Sentral ng Pilipinas (1998); eigene Berechnungen.

<sup>22</sup> Bank of Thailand (1998); eigene Berechnungen.

<sup>23</sup> Vgl. zu diesem Abschnitt auch Mishkin (1998) sowie Goldstein / Turner (1996).

Abbildung 4



seits impliziert es, daß eine Kreditkontraktion mit einem Abfluß von Devisen aus dem Bankensystem (und höherer Reservehaltung im Bankensystem) verbunden sein muß. Devisen aber können die Banken in dieser Konstellation nur durch Rückgriff auf die Notenbank, durch Konvertierung von Assets in heimischer Währung gegen Devisen, erhalten. Der Devisenabfluß der Notenbank aber erhöht den Abwertungsverdacht gegen die Währung. Jeder run auf das Bankensystem wird daher zugleich zu einem run auf die Notenbank, die Bankenkrise wird zur Währungs-krise.

Es besteht also die Gefahr eines kumulativen Prozesses, bei dem die Währungs- und die Bankenkrise die Bankenkrise wiederum die Währungs- und die Bankenkrise verstärkt, wobei die Initialzündung von jedem der beiden Pole ausgehen kann: Ein Angriff auf die Währung beinhaltet immer auch die Gefahr einer Bankenkrise, weil eine Abwertung die Solvenz des Bankensystems schwächt. Umgekehrt führt eine Bankenkrise zu einem Angriff auf die Reserven der Notenbank und mithin zu einer Abwertungsgefahr.

In der Terminologie der geldtheoretischen Debatten des 19. Jahrhunderts bedeutet dies, daß solche Länder tendenziell einer Koinzidenz von external und internal drain ausgesetzt sind. Bei Gläubigerländern ist dieser Zusammenhang gerade umgekehrt: War etwa das englische Bankensystem zur Zeit des Goldstandards mit einem Abfluß von Einlagen konfrontiert, so konnten die Banken zur Verkürzung ihrer Bilanzen ihre Auslandsforderungen liquidieren. Es kam mithin zum Reimport von Kapital und daher zu Aufwertungstendenzen. Dies wiederum eröffnete der Geldpolitik in der Finanzkrise den Spielraum, ihre Maßnahmen an der Verteidigung der Stabilität des Finanzsystems zu orientieren (wenn auch dieser Spielraum, wie Thornton und Bagehot kritisierten, nicht immer genutzt wurde).<sup>24</sup>

Den gleichen Effekt hätte auch ein hohes Vertrauen in die Qualität einer Währung: Während im zuvor geschilder-

ten Fall der Marktprozeß selbst external und internal drain isoliert, würde diese Konstellation hier durch die fehlenden Abwertungserwartungen der Akteure hergestellt. Dies erlaubte der US-amerikanischen Geldpolitik auf den Börsencrash von 1987 mit einer Politik des leichten Geldes zu reagieren und die Savings- and Loans-Crisis durch eine Verbesserung der Ertragslage der Banken über günstige Refinanzierungssätze abzufedern.

Für ein typisches Entwicklungsland kann keine der beiden Voraussetzungen unterstellt werden. Ein Dilemma dieser Länder besteht mithin darin, daß immer die Gefahr einer Koinzidenz von internal und external drain vorliegt, daß jede Flucht aus dem nationalen Bankensystem zugleich eine Flucht in Fremdwährung ist und umgekehrt. Damit ist genau die Voraussetzung verletzt, die die Stabilisierungsfähigkeit der Notenbank begründet, ihre Fähigkeit, als lender of last resort zu fungieren.<sup>25</sup>

<sup>24</sup> Dies setzt natürlich voraus, daß nicht ein — theoretisch konstruierbarer — Extremfall eines Gläubigerlandes vorliegt, in dem weder das Bankensystem noch dessen Schuldner nennenswerte Auslandsforderungen halten, die Auslandsaktiva mithin nur von Akteuren gehalten werden, die keine Verbindlichkeiten in heimischer Währung aufweisen.

<sup>25</sup> Die Funktion eines lenders of last resort ist — im Unterschied zur Einlagenversicherung — nicht die der Übernahme von Verlusten der Banken, sondern die Versorgung des Marktes (gegen gute Sicherheiten) mit Liquidität, um zu verhindern, daß eine Bankenkrise aus Liquiditätsknappheit in einen kumulativen Prozeß mündet. Natürlich muß hinzugefügt werden, daß dies nur dann gilt, wenn die Banken, beispielsweise als Töchter von Auslandsbanken, nicht Zugang zu einem anderen lender of last resort haben. In diesem Falle verzichtet das Entwicklungsland völlig auf die Etablierung einer eigenen Geldwirtschaft. Dieser Konstellation wird hier nicht weiter nachgegangen. Die beiden prominenten Beispiele, Panama und Puerto Rico, legen aber nicht gerade den Verdacht nahe, daß das Patentrezept für nachholende Entwicklung hier zu finden wäre.

Daher kommt es in dollarisierten Ökonomien zur Koinzidenz von Finanzkrise und Währungskrise. Und daher zu — spätestens vom IMF erzwungener<sup>26</sup> — restriktiver Geldpolitik in der Krise. Zwar ist dieser Aspekt der Politikempfehlungen des IMF unvermeidlich, aber seine Konsequenzen sind deswegen nicht weniger katastrophal.<sup>27</sup>

Dollarisierung wird hier also als ein Kandidat für die strukturelle Ursache der twin crises vorgeschlagen, nicht als Auslöser der Krise. Angestoßen werden kann diese prinzipiell durch jedes Ereignis, das eine Währungskrise oder eine Bankenkrise anstoßen kann. In diesem Sinne ist es verständlich, daß sie in der Diskussion um die Frühindikatoren von Währungs Krisen praktisch keine Rolle spielt,<sup>28</sup> da diese die Auslöser der Krisen identifizieren will. Sie ist jedoch auch in der Diskussion um die Ursachen nicht sonderlich prominent: Im Literaturüberblick bei Esquivel/Larrain wie auch in der anschließenden Studie findet sie beispielsweise keine Erwähnung.<sup>29</sup>

### 3.3 Konsequenzen der Dollarisierung: der Strukturaspekt

Das Fehlen eines lenders of last resort bedingt die Instabilität des Bankensystems — so hörten die periodisch wiederkehrenden Banken Krisen in England erst auf, als die Bank of England diese Funktion bewußt wahr nahm und es nicht erst der Krise bedurfte, um die Suspendierung der Bank Act zu bewirken.<sup>30</sup> Damit ergibt sich für die Entwicklungsländer die unerfreuliche Konstellation, daß einerseits die Intermediationsleistung des Finanzsystems für sie auf Grund höherer Informationskosten von noch größerer Bedeutung als in entwickelten Volkswirtschaften,<sup>31</sup> daß aber andererseits das Finanzsystem instabiler und Finanzintermediation daher teurer ist.

Neben die geringe Liquiditätsprämie der Währung tritt damit die Fragilität des Finanzsystems als zusätzlicher investitionshemmender und kapitalkostensteigernder Faktor.

Darüber hinaus kann die Gefahr der wechselseitigen Destabilisierung von Finanzsystem und nationaler Währung die Bereitschaft der Wirtschaftspolitik verstärken, eine Überbewertung der eigenen Währung hinzunehmen. Denn sowohl eine nominale Abwertung als auch der Versuch einer realen Abwertung über eine Deflationspolitik können die Stabilität des Finanzsystems gefährden.

Eine Abwertung würde über die Entwertung der Aktiva Druck auf das Finanzsystem ausüben und insofern kontraktiv wirken.

Die Kombination einer Politik leichten Geldes mit einer Abwertungspolitik ist aus zwei Gründen wenig erfolgversprechend. Bezogen auf das Finanzsystem wird der expansive Impuls günstigerer Refinanzierungsbedingungen durch die Entwertung der Aktiva der Banken konterkariert. Bezogen auf die Vermögensqualität der eigenen Währung addieren sich die Effekte. Sowohl die geringere Verzinsung als auch die gesunkene Sicherheit des Bankensystems führen dazu, Geldvermögen entweder ins Ausland zu transferieren oder Fremdwährung als Bargeld zu horten.

Auch der Versuch, eine reale Abwertung über restriktive Geldpolitik zu erreichen, ist weniger erfolgversprechend als in entwickelten Geldwirtschaften. Denn neben den kurzfristig restriktiven Wirkungen, die eine solche Politik immer in Kauf nehmen muß, kommt die Gefahr hinzu, eine Finanzkrise auszulösen, die sich dann, wie oben skizziert, auch gegen die eigene Währung richtet. Es muß also die Möglichkeit ins Kalkül gezogen werden, daß eine restriktive Geldpolitik unter Umständen das gerade Gegenteil der intendierten Wirkung erreichen kann.

Damit erhöht die Dollarisierung die Kosten geldpolitischer Eingriffe und befördert dadurch die Tendenz, die Schwäche der nationalen Währung, die die Dollarisierung ursprünglich bedingt hat, weiterhin hinzunehmen.

<sup>26</sup> Vgl. Fischer (1998).

<sup>27</sup> Andere Empfehlungen, wie die Liberalisierung von Kapitalimporten und der Verzicht auf Wechselkursstabilisierung (cf. IMF (1997)), sind jedoch eher geeignet, das grundlegende Problem zu verschärfen, als es zu beheben.

<sup>28</sup> Weder in Kaminski / Lizondo / Reinhart (1997) noch in den dort zusammengefaßt besprochenen 103 Indikatoren aus 25 Aufsätzen taucht sie als Argument auf.

<sup>29</sup> Esquivel / Larrain (1998).

<sup>30</sup> Eine Bankenkrise brach immer dann aus, wenn die Notenausgabe der Bank von England die durch den Peelsche Bank Akt gezogene Grenze der Golddeckung erreicht hatte. (Man kann ironisch sagen, daß die Goldwährung immer nur so lange krisenfrei funktionierte, wie die Notenemission, auf Grund von Überschubreserven, nicht nach der Logik einer Goldwährung vorgenommen werden mußte.) Wurde diese Grenze erreicht, wurde die Möglichkeit zur Refinanzierung von Wechseln bei der Notenbank als unsicher eingeschätzt. Daher stieg die Geldnachfrage (nicht zuletzt: die Nachfrage der Banken zur Reservehaltung) bei fixem Geldangebot der BoE. Dies induzierte eine Bankenkrise, die erst abklang, wenn die Notenbank nach Aufhebung ihrer Golddeckungspflicht das Diskontfenster wieder öffnete (vgl. Bagehot (1873), Riese (1993)).

<sup>31</sup> Vgl. Rojas-Suarez / Weisbrod (1994).



## Literaturverzeichnis

- Bagehot*, Walter (1873): Lombard Street. London.
- Bank Indonesia* (1998): The Central Bank of The Republic of Indonesia. Combined Balance Sheets of Commercial Banks. URL: <http://www.bi.go.id/intl/stats/T30105.rep> [Stand Januar 1999].
- Bangko Sentral ng Pilipinas* (1998): Prices, Money and Interest Rates. 16.12.98. URL: <http://www.bsp.gov.ph> [Stand Januar 1999].
- Bank Negara Malaysia* (1998a): Foreign Currency and other Deposits by Holder: Banking System. URL: <http://www.bnm.gov.my.stats/noformindex> [Stand Januar 1999].
- Bank Negara Malaysia* (1998b): Exchange control policy. URL: <http://www.bnm.gov.my/feature/ecm> [Stand Januar 1999].
- Bank of Korea* (1998): Financial System in Korea. URL: <http://www.bok.or.kr/kobank/owa/act12i> [Stand Januar 1999].
- Bank of Thailand* (1998): Economic Research Department. Bank of Thailand. URL: <http://www.bot.or.th/research/public/DataBank> [Stand Januar 1999].
- Betz*, Karl (1993): Ein monetärkeynesianisches makroökonomisches Gleichgewicht. Marburg.
- Betz*, Karl, Mathilde *Lüken genannt Klaffen* (1989): Weltmarkt und Abhängigkeit. In: Hajo Riese und Heinz-Peter Spahn (Hrsg.). Internationale Geldwirtschaft. Regensburg.
- Betz*, Karl, Mathilde *Lüken genannt Klaffen* (1995): Acerca de la preferencia dada a las monedas de los países acreedores. In: Carlos Jahnsen-G. (Hrsg.): Bolivia: Dependencia monetaria, el obstaculo para su desarrollo. La Paz.
- Eichengreen*, Barry (1997): Exchange Rate Stability and Financial Stability. Mskr. University of California. Berkley.
- Esquivel*, Gerardo, Felipe *Larrain* (1998): Explaining Currency Crises. Mskr.
- Fischer*, Stanley (1998): The Asian Crisis: A View from the IMF. Address at the Midwinter Conference of the Bankers' Association for Foreign Trade. URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/012298.htm> [Stand Januar 1999].
- Goldstein*, Morris, Philip *Turner* (1996): Banking Crisis in Emerging Economies: Origins and Policy Options. BIS Economic Papers No. 46. Basel.
- IMF* (1997): Republic of Korea. IMF Stand-By Agreement, Summary of the Economic Program, December 5, 1997. URL: <http://www.imf.org/external/np/oth/korea.htm> [Stand Januar 1999].
- IMF* (1998a): Malaysia: Recent Economic Developments. IMF Staff Country Report No. 98/9. Washington.
- IMF* (1998b): Republic of Korea: Statistical Appendix. IMF Staff Country Report No. 98/73. Washington.
- Kaminski*, Gabriela, Saul Lizondo, Carmen M. *Reinhart* (1997): Leading Indicators of Currency Crises. IMF Working Paper WP/97/79. Washington.
- Krugman*, Paul (1998): What Happend to Asia? URL: <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html> [Stand Januar 1999].
- Lüken genannt Klaffen*, Mathilde (1993): Währungskonkurrenz und Protektion. Peripherisierung und ihre Überwindung aus geldwirtschaftlicher Sicht. Marburg.
- Mishkin*, Fredrik S. (1998): International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability. In: Dieter Duwendag (Hrsg.) Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik. Berlin. 11-40.
- Riese*, Hajo (1993): Bagehot versus Goodhart: Warum eine Zentralbank Geschäftsbanken braucht. Forschungsgruppe „Post-keynesianische Ökonomie“. Diskussionsbeiträge zur gesamtwirtschaftlichen Theorie und Politik. Neue Folge. Heft 22.
- Rojas-Suarez*, L., S.R. *Weisbrod* (1994): Financial Market Fragilities in Latin America: From Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges. IMF Working Paper WP, 117.
- Roy*, Tobias (1998): Geld und Kredit in der dollarisierten Ökonomie — das Beispiel Bolivien. Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft an der Freien Universität Berlin. Nr. 1998/44 Volkswirtschaftliche Reihe.

## Summary

### Financial Crisis and Dollarisation

*Dollarization implies that the national currency can no longer co-ordinate the national economy. This in turn means (i) that the financial system is more prone to crisis (ii) that currency and financial crisis tend to reinforce each other and (iii) that economic development is hindered by financial intermediation being more expensive.*