

Hausknecht, Andreas

Article — Digitized Version

Die asiatische Krise und der Internationale Währungsfonds

Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Hausknecht, Andreas (1999) : Die asiatische Krise und der Internationale Währungsfonds, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 0340-1707, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 68, Iss. 1, pp. 118-125

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/141228>

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.

Die asiatische Krise und der Internationale Währungsfonds

Von Andreas Hauskrecht*

Zusammenfassung

Die Ankoppelung der Währungen der asiatischen Krisenländer an den US-Dollar wurde vom Vermögensmarkt determiniert. Die Koppelung an den Yen hätte eine Verdrängung der Währungen durch den US-Dollar zur Folge gehabt.

Die hohen Nettokapitalimporte der Länder führten zu einer zunehmend negativen Leistungsbilanz, die eine zukünftige Aufrechterhaltung des Wechselkursankers unwahrscheinlich machte. Die Umdrehung der Kapitalströme brachte enorm hohe offene Währungspositionen der Banken zu Tage, die zudem kurzfristige Einlagen in langfristige Forderungen transformiert hatten. Diese bankbetriebswirtschaftlichen Todsünden haben zur Schwere der Krise beigetragen, waren aber nicht ursächlich.

Die Hilfspakte des IMF dienen der Umschuldung und haben nichts mit der Bereitstellung internationaler Liquidität zu tun. Durch die Forderungssicherung der ausländischen Gläubiger fördert der Fonds ein Moral Hazard-Verhalten der Banken, was sich in immer gigantischeren monetären Hilfspaketen niederschlägt.

1. Einleitung

Die asiatische Währungs- und Finanzkrise hat tiefe Spuren bei Wissenschaft und Politik hinterlassen. Denn anders als andere Regionen der Dritten Welt wie Lateinamerika oder gar Afrika, galt Asien als die Wachstumsregion schlechthin und es wurden bereits Kalkulationen in Angriff genommen, wann die Wohlstandslücke gegenüber der Ersten Welt geschlossen sei. Im Gegensatz zu „klassischen“ Entwicklungsländern wiesen die asiatischen Tiger der zweiten Generation, Indonesien, Malaysia, Philippinen und Thailand, relativ hohe Ersparnisquoten auf und waren die staatlichen Budgets meist ausgeglichen. In einigen Fällen gar positiv.¹ Die Preissteigerungsraten waren durchweg moderat im einstelligen Bereich, lagen aber gleichwohl über denen der meisten Industrieländer.

Die Währungs- und Finanzkrise der Region nahm in Thailand ihren Anfang und griff, wenn auch mit unterschiedlicher Intensität, innerhalb kurzer Zeit auf die genannten Länder über. Der rapide Verfall der Wechselkurse und die dadurch verursachte Erhöhung der Auslandsschulden sowie der Zusammenbruch der Finanzsektoren der Länder waren drastischer als weitgehend antizipiert, die Wohlstandslücke gegenüber der Ersten Welt ist wieder beträchtlich gewachsen, der Anteil der Bevölkerung, die an oder gar unter der Armutsgrenze lebt, ist dramatisch angestiegen.

Die intensive politische und wissenschaftliche Diskussion hat zwei dominierende Gründe für den Ausbruch und

die Tiefe der Krise identifiziert.² Erstens haben die genannten Länder ihre Währungen direkt oder indirekt an den US \$ gekoppelt. Erst diese Quasi-Fixierung der Währung habe die spekulativen Attacken mit ihren gravierenden Folgen möglich gemacht. Zudem wurde die Bindung an den US \$ moniert, liegen doch die wichtigsten Absatzmärkte für Exporte der Region nicht in den USA, sondern in Japan und der EU. Die derzeitige Stärke des US \$ gegenüber dem Yen wie der DM habe zu einer realen Aufwertung der Währungen der asiatischen Tigerstaaten geführt und sei ursächlich für das langsame Wachstum oder gar Stagnation der Exporterlöse seit 1996. Zweitens offenbare die Krise, wie wenig die Institutionen in den Ländern in der Lage waren, mit dem raschen Entwicklungstempo Schritt zu halten. Dies gilt insbesondere für die Bankenaufsichten, die über Jahre die Schiefelage aufgrund des hohen Risikograds der Portfolios der Banken entweder übersahen oder wissentlich ignorierten.³

* Stiftungsprofessur Deutsche Bundesbank, Freie Universität Berlin, Boltzmannstr. 20, 14195 Berlin.

¹ Südkorea ist zur ersten Generation der Tiger neben Hongkong, Singapur und Taiwan zu rechnen. Anders als die genannten Länder wies Südkorea aber eine hohes Leistungsbilanzdefizit aus, was das Land extrem anfällig gegenüber spekulativen Attacken machte.

² Siehe exemplarisch Ouattara (1998).

³ Siehe auch DIW (1998).

Die wirtschaftspolitischen Empfehlungen liegen somit auf der Hand: Der freie Float der Währungen soll zukünftig spekulative Attacken, die auf einer Markterwartungskonstellation der one way-bet beruhen, ausschließen. Ebenso würden kurzfristige Kapitalimporte gebremst, da auch kurzfristig mit Reaktionen des Wechselkurses gerechnet werden müsse. Der Aufbau von einer Geldwirtschaft entsprechenden institutioneilen Infrastruktur einschließlich einer an Basel orientierten Bankenaufsicht trage zur Stabilität des Banken- und Finanzsektors bei und verunmögliche zukünftige Krisen diesen Ausmaßes.⁴

Im folgenden werden obige Empfehlungen diskutiert. Anschließend wird die Marktkonstellation der genannten Länder analysiert. Der Beitrag schließt mit einer Diskussion der Rolle des IMF.

2. Das Wechselkursregime

Zur Beschreibung der Entwicklungskonstellation der heutigen Entwicklungsländer bemühen zahlreiche Autoren den Terminus *impossible trinity*.⁵ Hiermit wird der inhärente Konflikt dreier ökonomischer Ziele, freie Konvertibilität der Währung (Absenz von Kapitalverkehrskontrollen), fixer Wechselkurs und autonome Geldpolitik beschrieben. Interessant daran ist, daß aus einem ursprünglichen Dilemma unter der Hand und im Laufe der Jahrzehnte in der wissenschaftlichen Diskussion ein Trilemma wurde. So wurde zu Zeiten des Goldstandards (1880-1913) unter Konvertibilität die Fähigkeit eines Landes verstanden, den Wechselkurs innerhalb der Goldpunkte halten zu können.⁶ Der heute moderne Terminus *impossible trinity* addiert eine marktlogische Redundanz, nämlich die Forderung nach fixen Wechselkursen. Wirtschaftshistorisch ist diese Erweiterung zum Trilemma vermutlich auf das Regime von Bretton Woods zurückführbar, unter dem der Begriff *current account (transactions) convertibility* eingeführt wurde. Nicht zuletzt Keynes drängte in den Verhandlungen auf eine Einschränkung des freien Kapitalverkehrs mit dem Ziel, die „Barbarei“ eines Goldstandards zu mildern, nationaler Geld- (und Fiskal-)politik einen größeren Spielraum einzuräumen und reale Anpassungsprozesse abzufedern.⁷ Der Begriff Konvertibilität, ursprünglich als Marktbedingung formuliert, erhielt gleichsam eine voluntaristische Note und mutierte zu einer wirtschaftspolitisch Ziel-Mittel-orientierten Kategorie. Dieses wirtschaftshistorische Aperçu hat weitgehende Folgen für die Entwicklungstheorie, die es kurz zu beleuchten gilt.

In Abgrenzung zu Kindleberger funktionierte der Goldstandard zu keinem Zeitpunkt als hegemoniales, sondern vielmehr als hierarchisches System.⁸ Wenn auch das Vereinigte Königreich mit dem Pfund Sterling eine dominierende Rolle einnahm, konnte nicht von einer Isolierung Großbritanniens gegenüber Leitzinssatzänderungen der weiteren key currencies, namentlich des Französischen Franc und der Deutschen Reichsmark, die Rede sein. Vielmehr muß man sich die Währungen der am Gold-Club teil-

nehmenden Länder als hierarchisch organisierte Pyramide vorstellen. Eine Leitzinssatzänderung durch die Bank of England mußte von allen anderen Teilnehmern mit vollzogen und sogar überkompensiert werden, um Kapitalexporte in Form von Gold und Devisen zu vermeiden, die letztlich die Konvertibilität des eigenen Geldes gefährdeten.⁹ Je schwächer die Währung, d.h., je tiefer die Stellung in der Währungshierarchie, desto größer mußte die Zinskompensation ausfallen. Technisch läßt sich dies in einem System unterschiedlicher Substitutionselastizitäten der Währungen fassen. In Zeiten steigender Zinsen sahen sich Schwachwährungsländer dem Konflikt ausgesetzt, entweder den eigenen Zinssatz weiter zu erhöhen und darüber das ökonomische Aktivitätsniveau zu senken, oder aber den Goldstandard zu verlassen. Letzteren Weg beschritten in Europa beispielsweise Bulgarien, Italien und Portugal.¹⁰ Daraus wird deutlich, daß Konvertibilität ein Marktergebnis war, dessen Aufrechterhaltung an die relative Vermögensqualität der jeweiligen Währung sowie die Unterordnung binnenwirtschaftlicher Ziele unter das außenwirtschaftliche Primat gebunden war.

Erst das System von Bretton Woods durchtrennte diese Logik und versuchte über die Einräumung kurzfristiger Liquiditätsfazilitäten des IMF sowie der grundsätzlichen Option der Paritätenänderung die Flexibilität des Währungsverbundes zu erhöhen.

Die Beendigung des Regimes von Bretton Woods war mit der Erwartung verbunden, daß Fixkursysteme ausgedient hätten und flexible Wechselkurse vorherrschen würden. Doch das Gegenteil geschah: Die Mehrzahl aller Länder koppelte ihre Währung entweder an den US \$, die DM oder einen Korb von Währungen (Sonderziehungsrechte). Aus Perspektive des Goldstandards ist dies keineswegs verwunderlich, versuchten doch die Länder über eine Währungsankoppelung die Verdrängung der heimischen Währung bzw. exorbitant hohe inländische Zinssätze zu vermeiden.

Wenn somit heute von einem Multiwährungsstandard die Rede ist, wird übersehen, daß es sich hierbei um nichts

⁴ Unter dem Dach der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel erarbeitet ein Ausschuß für alle Mitgliedsländer verbindliche Kapitaladäquanzrichtlinien, die auch die verschiedenen Formen der Preisrisiken mit einschließen.

⁵ So z.B. Diehl / Schweickert (1998).

⁶ Siehe exemplarisch Bloomfield (1959).

⁷ Der Wunsch insbesondere Großbritanniens, möglichst rasch nach dem Ersten Weltkrieg wieder zur alten Vorkriegs-Goldparität zurückzukehren, hatte zu enormen deflationären Anpassungskosten mit der Folge hoher Massenarbeitslosigkeit geführt.

⁸ Zur Position Kindlebergers siehe exemplarisch Kindleberger (1986).

⁹ Aber auch England war nicht gegenüber Zinssatzänderungen in Paris oder Berlin isoliert, sondern mußte diese, wenn auch in geringerem Maße, nachvollziehen.

¹⁰ Siehe hierzu Fratianni / Hauskrecht (1999).

anderes als einen alternativen Begriff für das Faktum einer Währungspyramide handelt. Ebenso wird deutlich, daß die Forderung an die Entwicklungsländer, ihre Währungen frei floaten zu lassen, ignoriert, daß gerade deren Gelder vom Markt als besonders schwach angesehen werden. Es droht ihnen bei flexiblen Wechselkursen entweder das Gespenst zweier sich gegenseitig aufschaukelnder Prozesse, einer Abwertungs- und einer Inflationsspirale, oder aber der Zwang zu exorbitant hohen Zinssätzen, die das ökonomische Aktivitätsniveau abschnüren.¹¹ Der gutgemeinte Ratsschlag an die in die Krise geratenen asiatischen Länder der zweiten Generation unterstellt demgegenüber im Hinblick auf die Funktionen Wertaufbewahrung und Zahlungsmittel identische Gelder.

Unter diesen Auspizien wird deutlich, daß nachholende Entwicklung aus Sicht des Entwicklungslandes als Versuch der Etablierung und Verteidigung eines eigenständigen Währungsraumes zu begreifen ist.¹² Die Wechselkurskoppelung der genannten Länder folgte demnach nicht politischem Voluntarismus, sondern der Logik der Vermögensmärkte.

Bleibt die Vorhaltung an die Adresse der asiatischen Tiger, an die falsche Währung, nämlich den US \$ und nicht den Yen gekoppelt zu haben. Diese setzt wiederum die Möglichkeit der freien Wahl der Ankerwährung voraus. Anders gewendet, dieses Verdikt unterstellt, daß entweder kein Verdrängungsdruck gegenüber der heimischen Währung existiert, bzw. identische Substitutionselastizitäten gegenüber allen anderen Währungen vorliegen. Übersehen wird hierbei, daß durchaus erhebliche Veränderungen der Cross Rates US \$/Yen oder US \$/DM in dieser Dekade zu keinen meßbaren Vermögensmarktreaktionen in diesen Ländern geführt haben. Allein eine Veränderung des Wechselkurses zum Dollar, in manchen Ländern auch gegenüber dem Gold, zeitigt deutlich meßbare Portfoliobewegungen.¹³ Asiatische Vermögenseigentümer orientieren ihr Vermögenskalkül im wesentlichen am US \$. Damit wird die Vermögensqualität der heimischen Währung im Verhältnis zum US \$ das relevante Kriterium. Würde die Geldpolitik versuchen, die heimische Währung im Verhältnis zu einer anderen Währung (dem Yen) als dem US \$ zu stabilisieren, also höhere Wertschwankungen gegenüber dem US \$ zulassen, müßte sie bei gegebenen Kalkülen mit einem noch geringeren Portfolioanteil der eigenen Währung rechnen.

Anders formuliert, die Wahl des US \$ als Ankerwährung war nicht das Ergebnis währungspolitischer Willkür, sondern folgte dem vom Vermögensmarkt gesetzten Apriori. Die Wahl einer anderen Währung, z.B. des Yen, hätte bei einer Abwertung des Yen gegenüber dem US \$ zu Verdrängungstendenzen gegenüber der eigenen Währung und darüber zu einer Schwächung des heimischen Währungsraumes geführt.

3. Die Marktconstellation

Eine Besonderheit der asiatischen Tigerstaaten waren ihre beispielsweise gegenüber den lateinamerikanischen

Krisenstaaten der 80er und 90er Jahre relativ gesunden Fundamentaldaten. So wiesen die genannten Länder durchweg einstellige Inflationsraten, mit Ausnahme der Philippinen zweistellige Ersparnisraten sowie Überschüsse des staatlichen Budgets aus. Gegenüber Anfang der 90er Jahre war die Staatsverschuldung in allen Krisenländern mit der Ausnahme der Philippinen deutlich rückläufig.

Die starken Fundamentaldaten trugen zur Glaubwürdigkeit der Wechselkursanbindung bei. Als Folge strömte ausländisches Kapital in erheblicher Größenordnung in die Region, die offizielle kumulierte Auslandsverschuldung der genannten Länder erhöhte sich von ca. 70 Mrd. US \$ im Juni 1990 auf über 274 Mrd. US \$ sieben Jahre später. Der überwiegende Teil der Auslandsgelder stammte aus privaten Quellen, folgte einem Ertragskalkül, resp. war Ausfluß eines Zinsdifferentials bei gegebenem Wechselkurs, was sich in einem Anstieg der kurzfristigen Verschuldung an der Gesamtverschuldung von 53 % auf knapp 64 % für den genannten Zeitraum widerspiegelte.¹⁴

Die Wirkungen solch hoher Kapitalimportüberschüsse werden gerne übersehen. Sie lassen sich analytisch in drei Effekte unterscheiden:

Der Preiseffekt: Nettokapitalimportüberschüsse führen zu einem Fremdwährungsangebot, somit einer Überschußnachfrage nach heimischem Geld. Die Folgen sind eine Aufwertung (oder unterdrückte Abwertung) der Währung des Empfängerlandes sowie eine Ausweitung der umlaufenden Geldmenge. Auch unter der Zulassung von Mengeneffekten der Produktion aufgrund des erhöhten Geldbestandes führen fortgesetzte Kapitalimportüberschüsse über die damit verbundene Geldmengenwirkung zu Preiseffekten, die den realen Wechselkurs weiter senken (Aufwertung). Die Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Exportgüterindustrie führt letztlich zu einer negativen Handels- und Leistungsbilanz.

Auch wenn in den genannten Ländern die Inflation relativ moderat war, überstieg sie gleichwohl die Preisniveauentwicklung in den USA sowie die der wichtigen Handelspartner Japan und EU, der reale Wechselkurs sank. Die zunehmend negativen Leistungsbilanzen sind jedoch nicht allein über den Preis-, sondern auch den Mengeneffekt erklärbar.

Der Mengeneffekt: Im Gegensatz zum Preiseffekt erfolgt beim Mengeneffekt kein (Netto-)Währungswechsel, die heimische monetäre Basis bleibt unberührt; Kapitalimport-

¹¹ Ein denkbarer dritter Fall ist die Verdrängung durch eine Leitwährung, wie dies in Bolivien mit dem US \$ der Fall ist. Siehe hierzu Roy (1998).

¹² Siehe auch den Beitrag von Karl Betz in diesem Band.

¹³ Warum in diesen Ländern historisch eine enge Substitutionsbeziehung gegenüber dem US \$ und Gold existiert, wird hier nicht weiter verfolgt.

¹⁴ Siehe hierzu auch Chang / Velasco (1998).

überschüsse führen über den Absorptionseffekt zu Importüberschüssen, die Handels- und Leistungsbilanz werden defizitär.

Die Wirkungen auf das Steuerungspotential der Zentralbank des Empfängerlandes: Besonders irreführend ist das Lehrbuchargument, die oben dargestellten Prozesse seien keineswegs zwingend, bestehe doch die Möglichkeit, die heimische Komponente der Geldbasis entsprechend der Ausweitung der ausländischen Komponente zu reduzieren und damit den Geldbestand unverändert zu lassen. Man spricht auch von einer Sterilisationspolitik der Zentralbank. Diese Lehrbuchweisheit übersteht jedoch die besonderen Bedingungen der Geldpolitik in Schwellen- und Entwicklungsländern sowie die fatalen Wirkungen eines solchen Vorgehens auf das Steuerungspotential der inländischen Zentralbank.

Die Steuerungsfähigkeit einer Zentralbank, über eine Variation des Refinanzierungszinssatzes unmittelbar auf den Geldmarktzinssatz und darüber mittelbar auf den Kreditzinssatz einwirken zu können, wird vom relativen Gewicht der Borrowed Base gegenüber der Unborrowed Base bestimmt (Abbildung).¹⁵ Erstere steht für die kurzfristige und verzinsten Kreditvergabe der Zentralbank an das Geschäftsbankensystem. Der Borrowed Base entspricht Zentralbankgeld als revolving Fonds, der dem Prozeß von Geldentstehung und Geldvernichtung unterliegt. Über ihre Refinanzierungsbedingungen wirkt die Zentralbank unmittelbar auf die Höhe des Geldmarktzinssatzes ein. Der Wirkungsgrad einer Änderung der Refinanzierungsbedingungen verlangt demnach die Stellung der Zentralbank als Gläubiger mit kurzfristigen Forderungen gegenüber dem Geschäftsbankensystem. In Zeiten der Geldmengenexpansion ist ein geringer Anteil der Borrowed Base nicht störend, ist doch die Zentralbank weiter in der Lage, über Borrowed Base-Operationen den marginalen Kreditzinssatz zu beeinflussen. In Zeiten der Geldmengenkontraktion bestimmt die Borrowed Base-Komponente jedoch den Handlungsspielraum. Je geringer der Borrowed Base-Anteil an den Aktiva der Zentralbank, desto geringer ist ihre Glaubwürdigkeit aus Sicht der Marktteilnehmer, tatsächlich eine Kontrahierung herbeiführen zu können.

Die Unborrowed Base wird immer dann verändert, wenn die Zentralbank Assets kauft und verkauft (reine Outright-

Geschäfte). In diesem Falle entsteht keine Forderungsposition gegenüber den Geschäftsbanken. Je instabiler die Geldnachfrage und damit der Prozeß der Einlagenbildung im konsolidierten Geschäftsbankensystem, desto gravierender sind die Implikationen einer wachsenden Unborrowed Base.

Im Falle von Kapitalimportüberschüssen, die eine Nachfrage nach heimischer Währung generieren, hat eine Zentralbank genau zwei Möglichkeiten, einem — unerwünschten — expansiven Geldmengeneffekt entgegenzuwirken: a) sie verkauft Offenmarktpapiere; b) sie reduziert die Borrowed Base-Komponente, d.h., sie reduziert das Kreditvolumen gegenüber dem Geschäftsbankensektor.

Für Zentralbanken in Entwicklungsländern gilt, daß sie kaum über sekundärmarktfähiges Offenmarktmaterial verfügen. Zudem ist die Eigenemission von verbrieften Titeln durch die Zentralbank zur Absorbierung von Kapitalimporten kontraproduktiv, da sie die Gläubigerstellung gegenüber dem Geschäftsbankensystem und damit die eigene Steuerungsfähigkeit aushöhlt.

Den Zentralbanken der Schwellen- und Entwicklungsländer bleibt somit die zweite Option, die Reduzierung der Borrowed Base-Komponente. Der Preis dieser außenwirtschaftlichen Orientierung ist die weitgehende Entmachtung der Geldpolitik. Die Bank of Thailand hatte zum Ausbruch der Krise einen Borrowed Base-Anteil an den Gesamtaktiva von ca. 5 % (!).¹⁶

Die Ohnmacht der heimischen Zentralbank führt letztendlich dazu, daß die Entwicklung der monetären Basis zur abhängigen Variablen des Saldo der Zahlungsbilanz wird.

4. Die Rolle des inländischen Finanzsektors

Die inländischen Banken trugen maßgeblich zur Schwere der Krise bei. Sie waren insbesondere in den Jahren vor Ausbruch der Krise hohe kurzfristige Auslandsverbindlichkeiten eingegangen. Auf der Aktivseite vergaben sie höher verzinsten und längerfristigen Kredite in heimischer Währung. Dabei handelt es sich um zwei bankbetriebswirtschaftliche Todsünden: Zum ersten bauten die Banken enorme offene, also ungehedgte Währungspositionen auf.

¹⁵ Die folgenden Ausführungen gelten für praktisch alle Ökonomien, insbesondere Entwicklungsländer. Die einzige wirkliche Ausnahme stellt das Federal Reserve System der USA dar. Die FED kann aufgrund der Tiefe der Kapitalmärkte eine tatsächliche Offenmarktpolitik betreiben. Demgegenüber sind die Wertpapierpensionsgeschäfte der Deutschen Bundesbank, obwohl als Offenmarktoperationen deklariert, eindeutig der Borrowed Base zuzuordnen.

¹⁶ In den genannten fünf Prozent ist die Refinanzierung an heimische Entwicklungsbanken durch die thailändische Zentralbank enthalten. Ohne diese betrug die Borrowed Base zum Ausbruch der Krise keine 3 Prozent. Siehe auch Nguyen Thanh Hai (1998).

Zentralbankbilanz	
Borrowed Base — Kredite	Notenemission
Unborrowed Base — Fremdwährung — Gold — Offenmarktpapiere	Reserven
	Eigenkapital

Eine Abwertung der eigenen Währung mußte zwangsläufig zum (Quasi-)Zusammenbruch des Finanzsektors führen. Zum zweiten wurde eine zügellose, nicht an das Eigenkapital des jeweiligen Instituts gebundene Fristentransformation vorgenommen. In Zeiten schwindenden Vertrauens in das Bankensystem und der Verweigerung der Auslandsgläubiger, die Kredite zu prolongieren, war die Lebensfähigkeit der Bank in Gefahr.¹⁷

Die rasche Liberalisierung der Märkte der Tigerländer, allen voran die Liberalisierung der Kapitalbewegungen aber auch des Bankensektors, die Senkung der Mindestreservevorschriften und die Aufhebung der Zinsbeschränkungen erleichterten das Verhalten der Banken. In einigen Ländern wurden gar Fremdwährungsgeschäfte des Bankensystems subventioniert, so z.B. in den Philippinen Erträge aus Fremdwährungsgeschäften mit einem geringeren Steuersatz belegt.

Trotz der Defizienzen der Bankensysteme der betroffenen Länder wäre es verfehlt, diese als Ursache der Krise zu begreifen. Denn letztlich ist eine Nettoauslandsverschuldung in Fremdwährung national nicht gegen Wechselkursänderungen absicherbar. Das schwindende Vertrauen in die externe Zahlungsfähigkeit der Tiger und die darüber ausgelöste Umdrehung der Kapitalströme zerschlugen den Wechselkursanker und führten über die Aufwertung der Auslandsschuld zu exorbitanten nationalen Anpassungslasten.¹⁸

5. Die Rolle des IMF

Die erzwungene Freigabe des Wechselkurses führte zu explodierenden Notierungen. Weder die Geschäftsbanken noch die Unternehmen waren in der Lage, ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten zu bedienen. Die nationalen Devisenreserven schmolzen dahin. Den Ökonomien drohte die externe Zahlungsunfähigkeit. Der Internationale Währungsfonds (IMF) sah sich zu raschem Handeln gezwungen. Die Hilfspakete übertrafen quantitativ alle bisherigen Kreditzusagen des IMF und seiner Mitgliedsstaaten. Vier Ziele standen im Vordergrund des monetären Aktionismus: erstens, die Aufrechterhaltung der Zahlungsfähigkeit der Zentralbank in Fremdwährung, zweitens, die Stabilisierung des nominellen Wechselkurses, drittens, das Verhindern eines Steppenbrandes, der mehr und mehr Länder zu Opfern der Währungs- und Finanzmarkturbulenzen macht und schließlich die Entschädigung der ausländischen Gläubiger. Grund dafür war die Auffassung, als international lender of last resort trage der IMF zu einer Eindämmung regionaler Krisen bei. Folgerichtig forderte der Fonds, mit Unterstützung der Clinton-Administration, eine weitere Quotenaufstockung, um für zukünftige Krisen monetär gewappnet zu sein.

Im folgenden werden die drei zentralen Fragen der Debatte um die Rolle des IMF als *international lender of last resort*, die *Ansteckungsgefahr (contagion) von Währungs- und Finanzkrisen* sowie die Gefahr eines systematischen

moral hazard-Verhaltens international agierender Banken diskutiert.

5.1 International Lender Of Last Resort

Der Begriff international lender of last resort steht für die unterstellte Funktionsbedingung einer Weltwirtschaft, resp. eines Weltwährungssystems, in Krisenzeiten auf eine Institution zurückgreifen zu können, die die betroffenen Krisenländer mit internationaler Liquidität versorgt.

Der Begriff des (nationalen) lender of last resort entstammt der Diskussion um die Theorie der Zentralbank und geht auf Walter Bagehot zurück.¹⁹ Bagehots Ausführungen sind als analytische Antwort auf die zweite Peel'sche Bankakte (1844) zurückzuführen.²⁰ Bagehot arbeitet deutlich heraus, daß eine Fixierung des Geldangebotes unvereinbar war mit der originären Aufgabe einer Zentralbank, das Bankensystem mit ausreichender Liquidität zu versorgen. Diese Funktion der Zentralbank als lender of last resort sollte zu steigenden Zinssätzen erfüllt werden, um nicht in die Fänge der real bills fallacy zu geraten.

Dies ist, bezogen auf die Theorie der Zentralbank, heute ein Allgemeinplatz. Doch verbirgt diese scheinbare Übereinkunft aller Paradigmen eine entscheidende Divergenz. Denn die Neoklassik und mit ihr der Monetarismus akzeptieren die Funktion des lender of last resort allein in Krisenzeiten. Demgegenüber hatte Bagehot deutlich gemacht, daß zur Vermeidung von Krisen der lender of last resort nicht auf diese zu beschränken ist. Entscheidend sei, daß die Akteure zu jedem Zeitpunkt sicher sein könnten, daß die Zentralbank systemische Liquiditätsknappheit bekämpft, indem sie stets den Geschäftsbanken eine weitere Refinanzierung ermöglicht. Bagehot verband die Erfüllung dieser Funktion mit der Forderung nach einem stets geöffneten Diskontfenster. Analytisch läßt sich dies so formulieren, daß offenbar Geldangebot und Geldnachfrage nicht als unabhängige Funktionen aufzufassen sind. Vielmehr verlangt die Stabilität der Geldnachfrage das Wissen um die Garantie der Zentralbank, als lender of last resort zu fungieren.

Der tiefere Kern dieser Funktion geht auf das Spezifikum der asymmetrischen Informationsverteilung im Finanzsek-

¹⁷ Natürlich ist es eine originäre Aufgabe der Geschäftsbanken in einem zweistufigen Bankensystem, eine Passiv/Aktiv-Fristentransformation vorzunehmen. Jede Fristentransformation impliziert, gegeben die höhere Variabilität der Passiva, ein Preisrisiko und muß deshalb als Risikoposition an das Eigenkapital gebunden werden. Dies war in den genannten Krisenländern offenbar nicht der Fall.

¹⁸ Siehe hierzu die instruktive Analyse von Riese (1998).

¹⁹ Bagehot (1873).

²⁰ Die Bankakte fixierte das Geldangebot der Bank of England, indem ein Teil der Notenemission einem fixierten Bestand an staatlichen Schuldpapieren entsprach, jede weitere Emission an den Goldbestand der Bank gebunden wurde. In mehreren Bankkrisen (internal drains) führte diese Geldbestandsfixierung zur Notwendigkeit der Suspendierung der Akte (letters of crisis).

tor zurück. Ein einzelner Akteur vermag nicht zu unterscheiden, ob nur ein einzelnes Kreditinstitut, oder aber der gesamte Finanzsektor in eine Schieflage geraten ist. Ein run auf die Banken bewirkt immer, unter der Annahme eines Reservesatzes kleiner eins, bzw. einer Passiv-Aktiv-Fristentransformation, die Illiquidität des Geschäftsbankensektors. Durch das offene Diskontfenster wird somit nicht die Zahlungsfähigkeit in Krisen gewährleistet, sondern werden eben jene verhindert.

Die Funktion des lender of last resort durch die Zentralbank als systemische Funktion ist streng zu unterscheiden vom Fall der Insolvenz einer einzelnen Bank. Bankenaufsicht einschließlich Bankenprüfung sind Absicherungsmaßnahmen, um eine saubere Trennung von Insolvenz einerseits und systemischer Illiquidität andererseits zu gewährleisten und den Mißbrauch der Funktion des lender of last resort durch eine insolvente Bank zu verhindern.

Historisch wurde die Funktion des international lender of last resort unter zwei Regimen diskutiert, dem klassischen Gold-Standard (1880-1913) sowie dem Regime von Bretton Woods (1949-1973).

Der Gold-Standard funktionierte de facto als Gold/Devisen-Standard. Der Anteil der Devisenreserven der Zentralbanken an den Gesamtreserven (Gold und Devisen) belief sich 1913 auf ca. 16 %. Die entscheidende Reservewährung war das britische Pfund. Großbritannien (die „City“) war das Weltfinanzzentrum; kurzfristigen Anlagen der Mitgliedsstaaten in Form von Treasury Bills und Depositen des Bankensystems des Gold-Clubs standen langfristige Anlagen Großbritanniens gegenüber. Großbritannien als Leitwährungsland fungierte somit als Bank für das Gesamtsystem, es nahm kurzfristige Verbindlichkeiten herein und vergab längerfristige Kredite. Interessant zu erwähnen ist, daß die Devisenverbindlichkeiten von Großbritannien zu jedem Zeitpunkt die Goldreserven der Bank of England überstiegen. Der Leitwährungscharakter des britischen Pfundes manifestierte sich in der Fähigkeit der Bank of England, über Veränderungen des Refinanzierungssatzes die Kapitalströme steuern zu können.

Gleiches galt für die USA und den US-Dollar unter dem Regime von Bretton Woods. Anders als unter dem Gold-Standard wurde die Akzeptanz des US-Dollars von akademischer Seite bald hinterfragt. Gegenstand dieser Besorgnis war das sich bereits in den 50er Jahren abzeichnende anwachsende Verhältnis von Dollarverbindlichkeiten der USA zur amerikanischen Goldreserven (bekannt als Triffin-Paradoxon).²¹

Eine Minderheitenposition nahmen die Ökonomen Despres, Kindleberger und Salant ein, die darauf hinwiesen, daß die Zahlungsbilanzdefizite der USA (bei fast durchgängig aktiver Leistungsbilanz) systemimmanent seien für das Leitwährungsland, das als Bank für den Rest der Welt zu fungieren habe.²² Es akzeptiere eine kurzfristige Verschuldung in Eigenwährung und halte langfristige Forderungen gegenüber dem Ausland. Das Leitwährungsland, seine Zentralbank, fungiere als international lender of

last resort, indem es zu jedem Zeitpunkt internationale Liquidität bereitstelle.

Hierin wird deutlich, daß die Funktion des lender of last resort, ob national oder international, stets marktlogisch an die Institution Zentralbank gebunden ist. Dies impliziert notwendig, daß der Fonds IMF niemals in der Lage war und wäre, diese Funktion auszufüllen.

Die Nach-Bretton Woods-Ära (seit 1973 bis heute) ist durch ein flexibles Weltwährungssystem geprägt. Daran ändert auch nichts der Tatbestand, daß zahlreiche Länder ihre Währung aus Vermögensmarktmotiven direkt oder indirekt an eine Leitwährung oder einen Korb von Währungen koppeln. Zu beachten ist auch, daß, anders als zu Beginn des Bretton Woods-Regimes, heute neben dem Dollar die DM (der Euro) als weitere Leitwährung fungiert und keiner der beiden Akteure bereit ist, dem anderen die Rolle des Nten Spielers zuzugestehen. Die Funktion einer nationalen Zentralbank als international lender of last resort zu fungieren, ist aber an die Logik des Nten, zu besetzenden Freiheitsgrades eines Fixkursystems gebunden.

Noch weniger kann der IMF diese Funktion erben, denn er ist und bleibt ein Fonds. Ebenso wenig einleuchtend sind die Finanzierungsaktivitäten des IMF nach Beendigung des Bretton Woods-Regimes. Unter diesem Regime hatte die Kreditvergabe des Fonds zum Ziel, Ländern, die z.B. aufgrund exogener Schocks ein Zahlungsbilanzungleichgewicht (Defizit) zu beklagen hatten, über kurzfristige Kredite die Möglichkeit zu geben, im Fixkursverbund zu bleiben, den Wechselkurs somit innerhalb der Wechselkursmargen zu halten. In einer Welt flexibler Wechselkurse entfällt diese Aufgabe des Fonds. Der tiefere Sinn der IMF-Kreditprogramme bleibt schleierhaft, kann ein Land, das den Wechselkurs über Devisenmarktinterventionen zu stabilisieren gedenkt, sich doch an den internationalen Kapitalmärkten finanzieren.²³ Ist einem Land dieser Weg versperrt, dann entwertet dies inhaltlich auch die IMF-Unterstützung im Hinblick auf deren Funktion als kurzfristige Kreditierung. Daß ein Land mit einer an eine Leitwährung gekoppelten Währung und hoher Auslandsverschuldung im Falle einer Abwertung der eigenen Währung unter einer Aufwertung der Auslandsschulden leidet und mithin über ein Schuldenmoratorium die eigene Zahlungsunfähigkeit erklären muß, kann kaum als Begründung des IMF-Aktivismus dienen. Hier werden Ursache und Wirkung verwechselt, zumal die IMF-Programme mittelfristig weder etwas an den Ursachen, geschweige denn an den Folgen ändern. Denn es handelt sich bei den IMF-Programmen nicht um einen Akt der Entschuldung, sondern der Umschuldung.

²¹ Triffin, R. (1960).

²² Despres, Kindleberger und Salant (1966).

²³ Hier liegt der Unterschied zum Fall des nationalen lenders of last resort, der aktiv wird, wenn der Geldmarkt austrocknet und eine systemische Liquiditätsknappheit signalisiert.

Dies verweist auf den Tatbestand, daß im internationalen Kontext eine Unterscheidung von Illiquidität und Insolvenz unmöglich ist. Anders gewendet, die Finanzpakete des IMF ändern nichts an der Überschuldung der jeweiligen Länder in Fremdwährung.

5.2 Ansteckungsgefahr

Als wichtigste inhaltliche Begründung für die in ihrer Höhe immer gigantischeren Kreditpakete dient der Hinweis, es sei der Gefahr einer Ansteckung anderer Länder durch die Währungs- und Finanzkrisen vorzubeugen.

Der Begriff der Ansteckung (contagion), auch als Domino-Effekt bezeichnet, entstammt der Finanzmarkttheorie. Nun ist es keineswegs trivial, diesen Begriff der Ansteckungsgefahr im Banken- und Finanzsektor ohne weiteres auf die derzeit herrschende internationale Währungs- und Finanzkrise zu übertragen. Bezogen auf die asiatische Krise ist zu konstatieren, daß nur Länder mit einer deutlich defizitären Leistungsbilanz betroffen sind, während Länder wie Taiwan oder Singapur ihren Währungsraum verteidigen konnten und lediglich durch die Realeffekte der Krise betroffen sind.²⁴ Vielmehr steckt hinter dem Begriff Ansteckungsgefahr die Aporie der Wirtschaftswissenschaft, mit herkömmlichen Modellen die spekulativen Attacken auf die asiatischen Währungen herleiten zu können. Weder wiesen die genannten Länder hohe Inflationsraten und defizitäre staatliche Budgets auf (Modelle der ersten Generation), noch waren hohe Arbeitslosenquoten, die die Verteidigung eines gegebenen Wechselkurses über den Einsatz des Zinssatzes unwahrscheinlich machten, zu verzeichnen (Modelle der zweiten Generation). Das steigende Defizit der Leistungsbilanz und das rückläufige Wachstum der Exporterlöse waren für die Mehrzahl der Marktteilnehmer hinreichend, an der zukünftigen externen Zahlungsfähigkeit der betroffenen Länder zu zweifeln und bewirkten eine Umdrehung der Kapitalströme.

5.3 Moral Hazard

Die Gelder der IMF-Programme an die asiatischen Krisenländer haben zum Ziel, deren externe Zahlungsfähigkeit zu gewährleisten. Die Gelder gehen folglich an erster Stelle an die ausländischen Gläubigerbanken. Demgegenüber änderten die IMF-Kreditzusagen zwingend logisch nichts am negativen Eigenkapital der heimischen Banken, am de facto Zusammenbruch der Banken- und Finanzsysteme. Der IMF dient international agierenden Geschäftsbanken als Forderungssicherung. Der IMF fördert ein Bankenverhalten, den Risikograd ihrer internationalen Portfolien beständig auszuweiten. Das Risiko für die Gläubigerbanken, bzw. die dadurch verursachte Anpassungslast einerseits, und das soziale Risiko, bzw. Anpassungslast andererseits, driften immer weiter auseinander. Denn wirtschaftliche Anpassung — zur Aufrechterhaltung der weiteren externen Zahlungsfähigkeit sowie zur Refi-

nanzierung des bankrotten Bankensektors — verbleibt in den Entwicklungsländern.

Nun unterstellt die Finanzmarkttheorie als Funktionsbedingung *optimale Finanzmärkte*. Risikobehaftete Kredite, abhängig vom Risiko der Investition, bzw. der Bonität des Schuldners, sind aufgrund des höheren Kreditausfallrisikos mit einer penalty rate versehen. Dieser Zinsaufschlag soll in seiner Preiswirkung eine Fehlallokation von Krediten, aber auch eine Überschuldung der Kreditnehmer verhindern. Die internationalen Finanzmärkte sind weit entfernt von dieser Vorstellung des Marktverhaltens. Die Kredit-Programme des IMF wirken aber der Herausbildung optimaler Finanzmärkte diametral entgegen. Denn ein Gläubiger, dem der Forderungsausfall im Schadensfall abgenommen wird, hat kaum Interesse an einer marktgerechten Kreditvergabe. Was die Empfängerländer betrifft, sind die ursprünglichen Schuldner und diejenigen, welche die Anpassungslast zu tragen haben, die Steuerzahler, nicht identisch, was ebenso aus deren Sicht zu einem Desinteresse der Gläubiger an Funktionsbedingungen optimaler Finanzmärkte führt.²⁵

6. Schlußfolgerungen

Die wichtigste Lehre aus der asiatischen Krise lautet, nicht über Kapitalimporte, sondern durch Exportüberschüsse bei hohem Investitionsvolumen einen sich selbsttragenden Prozeß der wirtschaftlichen Entwicklung zu konstituieren. Dies impliziert zu allererst die Bereitschaft der Ersten Welt, ihre Märkte für Exporte aus der Dritten Welt vorbehaltlos zu öffnen und eine negative Handelsbilanz mit diesen Ländern zu akzeptieren; nicht über Kapalexporte gleichsam die eigenen Handelsüberschüsse zu finanzieren, sondern über Importüberschüsse eine eigenständige Kapitalakkumulation in diesen Ländern zu ermöglichen.²⁶

Weiter zeigt die asiatische Krise, daß die rasche Liberalisierung, insbesondere der Kapitalmärkte, zu dem Desaster beigetragen hat. Insbesondere die kurzfristigen Kapitalströme in diese Länder sollten stärker reguliert werden. Entscheidend hierbei ist, nicht die Kapalexporte, sondern die Kapitalimporte zu regulieren.²⁷ Kapalexportbeschrän-

²⁴ Daß kurzfristig auch für diese Länder der country risk-Aufschlag an den internationalen Kapitalmärkten größer wurde, scheint mir nicht hinreichend, den Begriff contagion anzuwenden.

²⁵ So berechnete Calomiris für die Mexiko-Krise 1994/95 einen internen Finanzierungsbedarf in Höhe von 16 % des Bruttosozialprodukts, der letztlich von den Lohnempfängern und Steuerzahlern zu tragen war. Siehe Calomiris (1998).

²⁶ Zur Zurückweisung der Theorie der Ersparnislücke als Begründung eines notwendigen Ressourcentransfers in Entwicklungsländer siehe den Beitrag von U. Fritsche in diesem Band.

²⁷ Hier löst sich das vorne angesprochene Trilemma auf. Denn offensichtlich erlauben selektive Kapitalimportkontrollen einen höheren Grad autonomer Geldpolitik bei Aufrechterhaltung der Konvertibilität der heimischen Währung (Kapalexport).

kungen würden die Unsicherheitsprämie auf diese Währungen (im Sinne eines negativen nicht-pekuniären Zinssatzes) weiter erhöhen, die Währungen weiter schwächen, eine Vergrößerung des Zinsdifferentials gegenüber den key currencies erzwingen und das wirtschaftliche Wachstum hemmen.

Demgegenüber könnte über Kapitalimportbeschränkungen eine qualitative Steuerung des einfließenden Kapitals erreicht werden. Eine Möglichkeit wäre die nach Fristigkeit abgestufte Besteuerung von Kapitalimporten. Darüber hinaus wäre an einen intensiveren Einsatz des Instrumentes der Mindestreserve zu denken, um kurzfristige Fremdwährungskredite wie -bankeinlagen unattraktiver zu machen.

Literaturverzeichnis

- Bagehot, W.* (1873): Lombardstreet. London.
- Betz, K.* (1999): Finanzkrisen Dollarisierung. In diesem Schwerpunktheft.
- Bloomfield, A. I.* (1959): Monetary Policy under the International Gold Standard: 1880-1914, New York: Federal Reserve Bank.
- Calomiris, C.W.* (1998): The IMF's imprudent Role as Lender of Last Resort. In: The Cato Journal, Vol. 17, No. 3.
- Chang, R., A. Velasco* (1998): The Asian Liquidity Crisis. Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 98-11.
- Despres, E., C. P. Kindleberger, W. S. Salant* (1966): The Dollar and World Liquidity — A Minority View. In: The Economist, February 5, 526-529.
- Diehl, M., R. Schweickert* (1998): Currency Crisis: Is Asia Different? Reihe Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 309. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- DIW* (1998): Wochenbericht 26, Berlin.
- Fratianni, M., A. Hauskrecht* (1999): From the Gold Standard to a Bipolar Monetary System. In: Open economies review 1/99, special issue.
- Fritsche, U.* (1999): Konzeptionelle Schwächen von IWF-Stabilisierungsprogrammen im Kontext der Asienkrise. In diesem Schwerpunktheft.
- Kindleberger, C.P.* (1986): The World in Depression, 1929-1939. Berkley and Los Angeles.
- Nguyen, Thanh Hai* (1998): Wirkungen auf Kapitalimporten auf die Zentralbanken der Entwicklungsländer. Mimeo, Freie Universität Berlin.
- Quattara, A.D.* (1998): The Asian Crisis: Origins and Lessons. Royal Academy of Morocco Seminar on „Why Have the Asian Dragons Caught Fire?“. Internet, IMF.org.
- Riese, H.* (1998): Sieben Thesen — zur Ostasienkrise und der Rolle des Internationalen Währungsfonds. Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin, Volkswirtschaftliche Reihe, Nr. 1998/16.
- Roy, T.* (1998): Geld und Kredit in der dollarisierten Ökonomie — das Beispiel Bolivien. Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin, Volkswirtschaftliche Reihe Nr. 1998/44.
- Triffin, R.* (1960): Gold and the Dollar Crisis. New Haven.

Summary

Financial Crisis in Asia and the Role of the IMF

The exchange peg of asian currencies to the US-Dollar was forced by asset market preferences. A peg to the Japanese Yen would have resulted in a substitution of local currencies by the US-Dollar. The growing current account imbalances made the peg more and more risky and caused a shift from net capital imports to net capital exports. During the exchange rate rally it became obvious that the banks had piled up huge net open foreign exchange positions. In addition, banks had transformed short-term liabilities into long-term loans. These bank management failures did not cause but impeded the crisis.

The IMF rescue packages are used for conversion of debt and have nothing to do with the international lender of last resort function. The bail-out of the international lenders encourages future moral hazard behaviour of banks.