

Linne, Thomas

**Article**

## Währungskrisen: Starke Ansteckung der mittel- und osteuropäischen Länder

Wirtschaft im Wandel

**Provided in Cooperation with:**

Halle Institute for Economic Research (IWH) – Member of the Leibniz Association

*Suggested Citation:* Linne, Thomas (1999) : Währungskrisen: Starke Ansteckung der mittel- und osteuropäischen Länder, *Wirtschaft im Wandel*, ISSN 2194-2129, Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH), Halle (Saale), Vol. 5, Iss. 4, pp. 14-19

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/142959>

**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.*

Zweitens sind gerade die Chancen des Wettbewerbs für die Stromverbraucher in Ostdeutschland nicht nutzbar. Bekanntlich hat die VEAG – mit Zustimmung der großen westdeutschen Stromversorger als ihre Hauptgesellschafter – für alle neuen Bundesländer einen weiteren Monopolschutz zumindest bis Ende 2003 gesetzlich erreicht.

Vor diesem Hintergrund könnte die Aufhebung der Wettbewerbsverzerrung den ostdeutschen Unternehmen helfen, nicht nur den verbleibenden Selbstbehalt aus Ökosteuern leichter zu verkraften, sondern auch generell die Standort- und Wettbewerbsbedingungen zu verbessern.

*Martin Weisheimer (wsh@iw.halle.de)*

## Währungskrisen: Starke Ansteckung der MOE Länder

*Währungskrisen mit ihren negativen realwirtschaftlichen Auswirkungen können auf andere Länder überschwappen. Eine Korrelationsanalyse der täglichen Aktienrenditen verschiedener Börsen verdeutlicht die weltweiten Ansteckungseffekte der Währungskrisen in Tschechien im Mai 1997, in Asien im August 1997 und in Rußland im August 1998. Dabei zeigt sich, daß sehr starke Ansteckungseffekte in Mittel- und Osteuropa festzustellen waren. Auch in Zukunft werden sich Ansteckungseffekte von Krisen nicht abwenden lassen. Bei fortschreitender Integration der Volkswirtschaften Mittel- und Osteuropas in die Weltwirtschaft geht es deshalb darum, die eigenen Abwehrkräfte zu stärken. Institutionelle Änderungen besonders im Finanzsektor, im Bereich der Privatisierung und des Marktzutritts und eine Flexibilisierung der Wechselkursregime sind daher unabdingbar.*

### **Ansteckungseffekte von Währungskrisen**

Währungskrisen können auf zunächst nicht von einer Krise betroffene Länder übergreifen und auch dort zu erheblichen realwirtschaftlichen Wachstumseinbußen führen. Der Impuls von außen könnte insbesondere für die mittel- und osteuropäischen Länder bei den bestehenden institutionellen Defiziten und makroökonomischen Ungleichgewichten das entscheidende Moment für den Ausbruch einer Währungskrise sein. Dabei befinden sich diejenigen mittel- und osteuropäischen Länder, die der ersten Beitrittswelle zur EU angehören – Estland, Polen, Ungarn, Slowenien und Tschechien – in einer besonderen Lage. Sie könnten im Krisenfall nicht den finanziellen Beistand des IWF in Anspruch nehmen, weil dies die Chancen für ihren Beitritt minderte, gleichzeitig besteht aber für die EU keine Verpflichtung zur Unterstützung.

Vor diesem Hintergrund ist es aufschlußreich zu untersuchen, inwieweit die mittel- und osteuropäischen Länder von ausgewählten Währungskri-

sen der letzten zwei Jahre betroffen waren. Eine umfassende Untersuchung der Auswirkungen von Währungskrisen auf andere Länder ist sehr komplex. Deshalb werden lediglich Ansteckungseffekte als ein wichtiger Teil der möglichen Folgen betrachtet. Die Ansteckungseffekte werden mit Hilfe einer Korrelationsanalyse der täglichen Aktienrenditen von 30 Börsenplätzen – in Westeuropa (10), Mittel- und Osteuropa (9), Amerika (5) und Asien (6) – empirisch überprüft (vgl. Tabelle 1). Dabei werden die Auswirkungen von drei Währungskrisen betrachtet: die tschechische Währungskrise vom Mai 1997, die asiatische Krise vom Sommer 1997 und die russische Krise vom August 1998. Das Hauptaugenmerk der Analyse liegt auf den Ansteckungseffekten der mittel- und osteuropäischen Börsen im Zuge der beiden Währungskrisen in dieser Region. Die Berücksichtigung der Asienkrise und die Einbeziehung weiterer Wertpapiermärkte wird aus Referenzgründen vorgenommen, um die Ergebnisse der empirischen Untersuchung besser einschätzen zu können.

### **Transmission von Währungskrisen**

Währungskrisen können auf verschiedene Weise auf andere Länder übergreifen.<sup>26</sup> Bei der Analyse der Übertragungsmechanismen ist es zweckmäßig, zwischen Ansteckungseffekten und spill-over Effekten zu unterscheiden. Ansteckungseffekte liegen dann vor, wenn eine Währungskrise in einem Land eine Krise in einem anderen Land auslösen könnte, ohne daß dies durch eine Änderung der makroökonomischen Fundamentaldaten, sondern eher mit psychologischen Faktoren erklärt werden könnte. Derartige Ansteckungseffekte waren bei-

<sup>26</sup> Ausführlich dargestellt werden die verschiedenen Übertragungswege von Währungskrisen von MASSON, P.: Contagion Monsoonal Effekts, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria, IMF Working Paper No. 142, Washington D.C. 1998.

Tabelle 1:  
Übersicht über ausgewählte Börsen

Land	Börsenplatz	Index	Marktkapitalisierung <sup>a</sup> in Mio. US-Dollar	Umsatz in Mio. US-Dollar	Anzahl notierter Unternehmen <sup>b</sup>
<i>Westeuropa</i>					
Dänemark	Kopenhagen	KFX	98.876	64.954	242
Deutschland	Frankfurt	DAX 100	1.094.251	1.491.796	741
Finnland	Helsinki	HEX G	154.830	61.117	129
Frankreich	Paris	CAC 40	985.210	587.854	784
Großbritannien	London	FT 100	2.297.652	2.887.990	2.399
Italien	Mailand	MIB G	569.722	488.166	239
Niederlande	Amsterdam	EOE	603.176	405.217	214
Österreich	Wien	ATX	35.771	17.384	96
Schweden	Stockholm	OMX	278.707	229.961	258
Schweiz	Zürich	SMI	689.199	686.956	232
<i>Mittel- und Osteuropa</i>					
Estland	Tallinn	Talse	493	261	26
Kroatien	Zagreb	Crobex	2.547	974	53
Lettland	Riga	RICI	377	143	69
Polen	Warschau	WIG G	20.461	6.913	198
Rußland	Moskau	MTI	25.885	k.A.	367
Slowakei	Bratislava	SAX 12	6.241	2.914	182
Slowenien	Ljubljana	SBI	2.985	852	90
Tschechien <sup>c</sup>	Prag	PX 50	12.606	5.355	217
Ungarn	Budapest	BUX	11.642	6.684	53
<i>Amerika</i>					
Argentinien	Buenos Aires	Merval	45.332	26.056	131
Brasilien	Sao Paulo	Bovespa	160.887	139.583	527
Chile	Santiago	IGPA	51.936	4.412	287
Mexiko	Mexiko	IPC	91.740	31.192	191
USA	New York	Dow Jones	10.271.900	7.317.949	2.278
<i>Asien</i>					
Hong Kong	Hong Kong	Hang Seng	343.567	206.153	655
Indonesien	Jakarta	JKSE	22.078	10.637	287
Japan	Tokio	TOPIX	2.439.549	750.831	1.838
Malaysia	Kuala Lumpur	KLSE	95.562	26.840	728
Philippinen	Manila	PHSE	35.314	10.148	221
Thailand	Bangkok	SETI	34.252	20.976	418

<sup>a</sup> Stand Ende Dezember 1998. – <sup>b</sup> Inländische Unternehmen ohne Investmentfonds. – <sup>c</sup> Einschließlich Investmentfonds.

Quellen: Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (International Federation of Stock Exchanges); Nationale Börsen.

spielsweise für Rußland vom November 1997 bis zum Januar 1998 im Zuge der Asienkrise zu beobachten, als die Aktienkurse stark nachgaben. Spillover Effekte wirken eher längerfristig und sind dadurch charakterisiert, daß eine Währungskrise in einem Land die makroökonomischen Rahmenbedingungen für ein anderes Land ändert.<sup>27</sup> Beispiele hierfür sind kompetitive Abwertungen zwischen Ländern und exogene Preisschocks.

Ansteckungseffekte als ein Mechanismus der Übertragung von Währungskrisen basieren überwiegend auf Liquiditätseffekten. Hierbei spielt die Reallokation der Portfolios internationaler Investo-

ren eine zentrale Rolle. Unter den ausländischen Anlegern der *emerging markets* in den mittel- und osteuropäischen Ländern sind institutionelle Anleger besonders stark vertreten. Die Währungskrisen in Tschechien und Rußland und damit verbundene Kursrückgänge für Aktien bedeuteten für die Investoren einen Kapitalverlust und eine Entwertung ihrer Aktienportfolios, auf die sie mit einem (Teil-) Verkauf und einer Neustrukturierung ihrer Portfolios reagierten.<sup>28</sup> Hinzu kommt, daß finanzielle Engagements auch in denjenigen Ländern neubewertet wurden, die derselben oder einer ähnlichen Risikoklasse wie die Krisenländer zugeordnet wur-

<sup>27</sup> Bei aufeinanderfolgenden Währungskrisen werden sich Ansteckungs- und spill-over Effekte zwangsläufig überlappen.

<sup>28</sup> Vgl. hierzu RIGOBON, R.: On the Measurement of Contagion. Cambridge, MA, MIT 1998, mimeo.

Tabelle 2:  
Ansteckungseffekte der Währungskrisen

Währungskrise	Krisenphase	Region	Mögliche Marktpaare <sup>c</sup>	Anteil der Marktpaare mit			
				positiven Ansteckungseffekten <sup>a</sup> (in vH)		negativen Ansteckungseffekten <sup>b</sup> (in vH)	
				in inländischen Währungen	in US-Dollar	in inländischen Währungen	in US-Dollar
Tschechienkrise <sup>d</sup>	27.5. bis 25.8.1997	<i>Insgesamt</i> <sup>e</sup>	406	2,7	2,7	23,2	24,4
		Westeuropa	235	2,6	1,3	23,8	27,2
		Mittel- und Osteuropa	196	2,6	4,6	30,1	23,5
		Amerika	130	4,6	3,1	7,7	19,2
		Asien	153	3,3	2,0	24,2	20,3
Asienkrise <sup>d</sup>	14.8. bis 12.11.1997	<i>Insgesamt</i> <sup>e</sup>	406	17,2	9,4	4,4	5,2
		Westeuropa	235	20,0	8,9	6,4	7,2
		Mittel- und Osteuropa	196	19,4	13,3	9,2	9,7
		Amerika	130	11,5	8,5	0,8	0,8
		Asien	153	9,2	3,3	0	0
Rußlandkrise	17.8. bis 13.11.1998	<i>Insgesamt</i> <sup>e</sup>	435	14,5	7,4	0	0
		Westeuropa	245	20,4	9,4	0	0
		Mittel- und Osteuropa	225	17,3	10,2	0	0
		Amerika	125	3,2	4,0	0	0
		Asien	159	1,9	0,6	0	0

<sup>a</sup> Anzahl der Paare von Ländern, für die die Nullhypothese eines größeren Koeffizienten für die Stabilitätsphase als für die Krisenphase abgelehnt werden kann. Die Bezeichnungen ‚positiv‘ und ‚negativ‘ lehnen sich an das Vorzeichen des korrigierten Korrelationskoeffizienten an. – <sup>b</sup> Anzahl der Paare von Ländern, für die die Nullhypothese eines kleineren Koeffizienten für die Stabilitätsphase als für die Krisenphase abgelehnt werden kann. – <sup>c</sup> Anzahl der Paare von Ländern, von denen mindestens ein Land aus der jeweiligen Region stammt. – <sup>d</sup> Ohne Kroatien, weil der Aktienindex Crobex nicht über einen ausreichend langen Zeitraum vorliegt. – <sup>e</sup> Einfache Zählung.

Anmerkung: Die Prozentangaben beziehen sich auf den Anteil der Länderpaare, die Ansteckungseffekte zeigen, an der Anzahl der insgesamt jeweils möglichen Länderkombinationen.

den. Eine Folge der Portfolioumschichtungen waren Kapitalabflüsse nicht nur aus den Krisenländern, sondern auch aus anderen Ländern.<sup>29</sup> Grenzüberschreitende Ansteckungseffekte von Währungskrisen können sich somit in einem Abwertungsdruck auf die Währung eines Landes oder in Zinserhöhungen zur Verteidigung des Außenwertes einer Währung manifestieren. Der polnische Złoty wertete in den zwei Wochen nach Ausbruch der russischen Krise um knapp 7 vH gegenüber dem US-Dollar ab, was die Nationalbank zu starken Interventionen auf dem Devisenmarkt veranlaßte. Stärker noch als in den Wechselkursen kam die Ansteckung durch die russische Krise in den Aktienkursveränderungen zum Ausdruck. Der Budapester Aktienindex, BUX, fiel von Mitte August 1998 bis Ende September 1998 um rund ein

Drittel, während der polnische WIG Index und der tschechische PX-50 Index um etwas mehr als ein Fünftel zurückgingen.

### **Bedeutung von Ansteckungseffekten**

Die Analyse der Ansteckungseffekte von Währungskrisen ist nicht nur für Investoren von Interesse, sondern auch für wirtschaftspolitische Entscheidungsträger. Zinserhöhungen von Zentralbanken sind eine Reaktion zur Verteidigung des Wechselkurses und dienen dazu, dem weiteren Abfluß von Kapital entgegenzuwirken. Die russische Zentralbank hatte bereits im Vorfeld der Währungskrise vom August 1998 den Refinanzierungzinssatz drastisch angehoben mit teilweise erheblichen realwirtschaftlichen Auswirkungen. Nach dem Ausbruch der Krise hat die wachsende Verunsicherung der Wirtschaftsakteure über den zukünftigen wirtschaftspolitischen Kurs zu einem kräftigen Wachstumseinbruch geführt.

Für internationale Investoren ist ein Ziel der Portfoliodiversifikation, für gegebene Renditen das

<sup>29</sup> Ansteckungseffekte können sich auch ohne grenzüberschreitende Kapitalbewegungen vollziehen. Dann nämlich, wenn inländische Anleger wegen getrübler Gewinnerwartungen börsennotierter Unternehmen die Aktien verkaufen. Die Anleger antizipieren, daß möglicherweise wichtige Kunden im Krisenland ausfallen werden.

## Methodische Grundlage

Die methodische Grundlage für die Untersuchung von Ansteckungseffekten zwischen Aktienmärkten ist eine Korrelationsanalyse der täglichen Aktienrenditen. Die Korrelation der täglichen Aktienrenditen zwischen den Märkten  $i$  und  $j$  wird berechnet als:

$$(1) \quad \hat{\rho}_t = \text{cor}(R_{i,t}, R_{j,t}) = \frac{\text{cov}(R_{i,t}, R_{j,t})}{\sigma_i \sigma_j} = \frac{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n (R_{i,t} - \mu_i)(R_{j,t} - \mu_j)}{\sigma_i \sigma_j}$$

$R_{i,t}$  ist die tägliche Aktienrendite des Marktes  $i$ ,  $\mu_i$  ist die durchschnittliche Rendite des Aktienmarktes  $i$  für den Zeitraum  $t=1, \dots, n$  und  $\sigma_i$  ist die Standardabweichung der Renditen des Marktes  $i$  über denselben Zeitraum. Entsprechend sind die Variablen für den Markt  $j$  definiert.

Zur Beurteilung von Ansteckungseffekten zwischen den Aktienmärkten wird der gesamte Beobachtungszeitraum in eine Stabilitätsphase und eine Krisenphase unterteilt. Es wird angenommen, daß die Krisenphase aufgrund einer höheren Handelsaktivität auf den Märkten durch eine höhere Varianz der Aktienkurse gekennzeichnet ist. Allerdings ist der geschätzte Korrelationskoeffizient für eine zweigeteilte Stichprobe, bei der als Unterscheidungskriterium eine höhere Varianz einer Variablen in einer Periode benutzt wird, verzerrt.<sup>a</sup> Der unverzerrte Korrelationskoeffizient ist gegeben durch:

$$(2) \quad \rho_t = \frac{\hat{\rho}_t}{\left[1 + \delta_i - \delta_i (\hat{\rho}_t)^2\right]^{1/2}} \quad \text{mit} \quad \delta_i = \frac{(R_{j,t})^2 - \sigma_j^2}{\sigma_j^2}$$

Die Korrelationskoeffizienten werden mittels Fisher's Z-Transformation so transformiert, daß die Verteilung der transformierten Werte annähernd normal verteilt ist. Die Korrelationsanalyse wird auch für die Aktienrenditen in US-Dollar vorgenommen, um mögliche Wechselkurseffekte zu erfassen. Die Analyse erstreckt sich über den Zeitraum von April 1995 bis November 1998. Der Beginn der tschechischen Währungskrise wird für den 27.5.1997 angenommen, für denjenigen Tag, an dem das Wechselkursband der tschechischen Krone gegenüber dem Währungskorb ausgeweitet wurde. Der Ausbruch der russischen Währungskrise wird auf den 17.8.1998 gelegt, auf denjenigen Tag, an dem das Wechselkursband des Rubel/USD Wechselkurses ausgeweitet wurde. Der Beginn der asiatischen Krise wird – mit der Freigabe des Wechselkurses der indonesischen Rupiah gegenüber dem US-Dollar – auf den 14.8.1997 datiert. Aus Vergleichsgründen wird für sämtliche Währungskrisen ein Krisenzeitraum von drei Monaten unterstellt.

<sup>a</sup> Der Beweis und Anwendungen dieses Konzepts finden sich bei Forbes, Kristin/Rigobon, Roberto, 'Measuring Stock Market Contagion: Conceptual Issues and Empirical Tests', Cambridge, MA, MIT 1998, mimeo.

mit dem Portfolio verbundene Risiko zu minimieren. Die Risikominderung wird durch die Streuung der Investitionen auf mehrere Länder und verschiedene Industriebranchen angestrebt. Dies ist typischerweise am ehesten dann gegeben, wenn die Märkte bzw. Branchen wenig oder sogar negativ miteinander korreliert sind. Ein hohes Maß an Interdependenzen zwischen den Märkten und dementsprechend umfangreiche Ansteckungseffekte würde auch eine international ausgerichtete Portfoliodiversifikationsstrategie von Investoren grundsätzlich in Frage stellen. Zunächst nicht von Ansteckungseffekten betroffene Länder können aus Sorge, eine Währungskrise könnte auf das eigene Land überschwappen, bereit sein, finanzielle Mittel internationalen Organisationen (IWF, Weltbank) zur Abwendung einer Verschärfung und einer Ausbreitung von Währungskrisen bereitzustellen.

### ***Währungskrisen in Mittel- und Osteuropa überwiegend mit regionalen Ansteckungseffekten***

Bei der Beurteilung von Ansteckungseffekten ist es zweckmäßig, zwischen positiven und negativen Effekten zu unterscheiden. Ein positiver Ansteckungseffekt liegt dann vor, wenn der Korrelationskoeffizient in einer Krisenphase signifikant höher ist als der Korrelationskoeffizient in einer Stabilitätsphase. Umgekehrt gilt im Falle eines negativen Ansteckungseffekts, daß der Korrelationskoeffizient in einer Krisenphase signifikant kleiner ist als der Korrelationskoeffizient in einer Stabilitätsphase. Dies wäre beispielsweise dann der Fall, wenn Aktienmärkte von den Kapitalabflüssen der Investoren aus dem Krisenland im Zuge von Kapitalneuanlagen profitieren würden.

Die wichtigsten Ergebnisse der empirischen Untersuchung lassen sich wie folgt zusammenfassen:

1. Die von der tschechischen Währungskrise im Mai 1997 auf andere Aktienmärkte ausgehenden positiven Ansteckungseffekte waren im Vergleich zu der russischen und asiatischen Währungskrise vernachlässigbar gering. Im Falle der tschechischen Krise zeigten höchstens 3 vH der Stichprobe positive Ansteckungseffekte, während es für die beiden anderen Währungskrisen mindestens 7 vH waren (vgl. Tabelle 2). Eine wichtige Ursache für die unterschiedlichen Wirkungen sind die erheblichen Größenunterschiede der Börsen, gemessen anhand der Marktkapitalisierung, und die vermutlich stärkere Integration der russischen und asiatischen Märkte in die internationalen Kapitalmärkte. Bei einem starken Kursrückgang an der tschechischen Börse als Folge der tschechischen Währungskrise ist der Anfangsimpuls für eine Ausbreitung der Krise deutlich kleiner gewesen als derjenige Impuls, der beispielsweise von einem Kurssturz der fast fünfmal so großen malaysischen Börse ausgegangen ist.

2. Bisherige Studien zu Währungskrisen hatten übereinstimmend für verschiedene Krisen herausgefunden, daß es sich bei Ansteckungseffekten überwiegend um ein regionales Phänomen – bezogen auf das Ursprungsland – handelt.<sup>30</sup> Tatsächlich waren die positiven Ansteckungseffekte, die von der russischen Währungskrise ausgingen, überwiegend ein europäisches Phänomen, dagegen waren die Folgen der Asienkrise global weitreichender und stärker (vgl. Tabelle 2).<sup>31</sup> Ansteckungseffekte durch die russische Krise zeigten etwa 9 vH bis 20 vH aller Marktkombinationen an denen Märkte aus Westeuropa beteiligt sind. Dies waren, bezogen auf die Renditen in inländischen Währungen, die stärksten Auswirkungen. Die stärksten Effekte der asiatischen Krise waren ebenfalls in Westeuropa zu spüren. Die Ansteckungseffekte in anderen Regionen waren in der Regel umfangreicher als in Asien selbst. Sogar die Ansteckungseffekte der asiatischen Krise auf die mittel- und osteuropäischen Märkte waren umfangreicher als die Auswirkungen der russischen Krise.

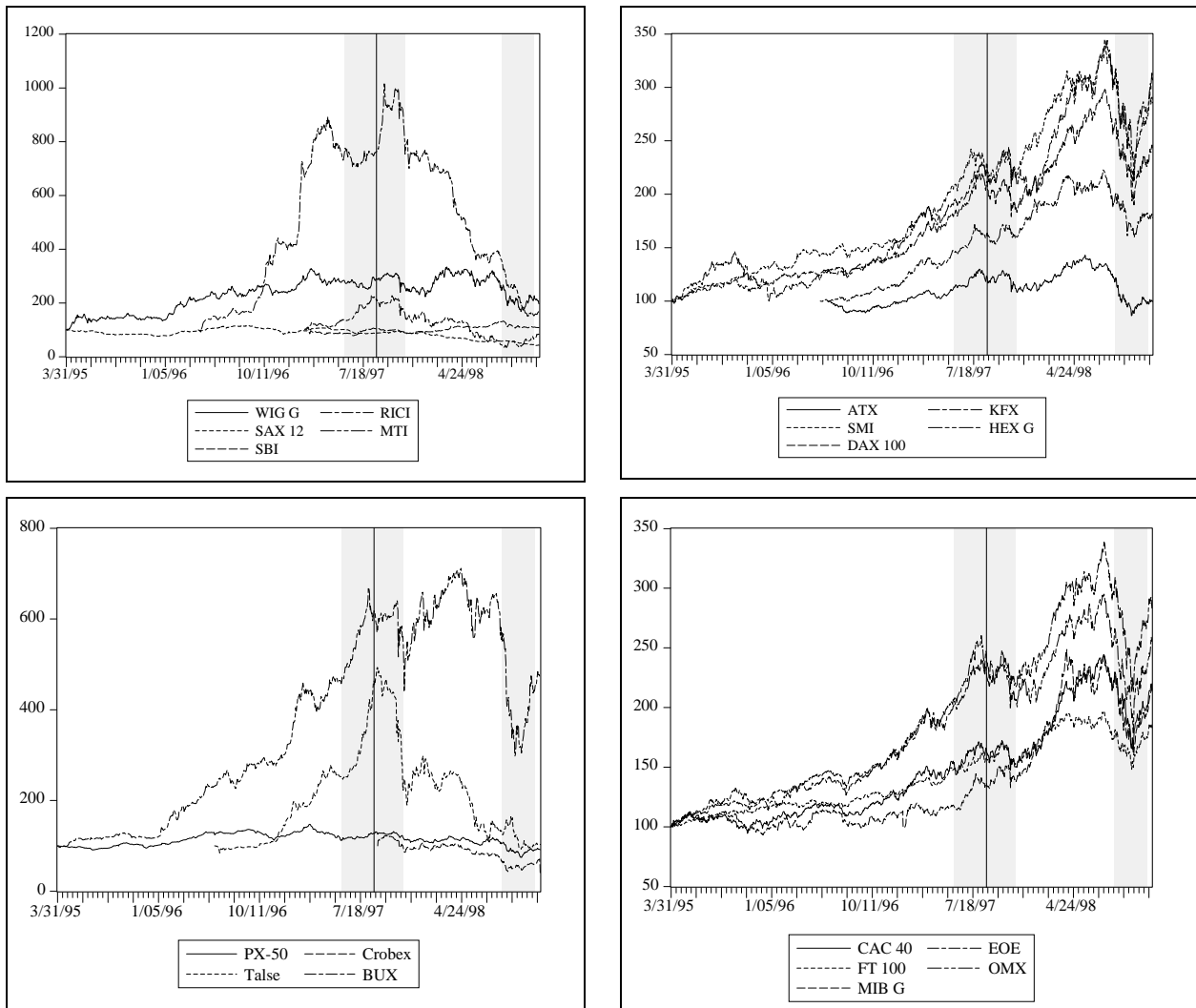
<sup>30</sup> Vgl. z.B. die Studien von GLICK, R.; ROSE, A. K.: Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional?, CEPR Working Paper No. 1947, London 1998. – EICHENGREEN, B.; ROSE, A. K.; WYPLOSZ, C.: Contagious Currency Crises. Cambridge MA 1996, NBER Working Paper No. 5681.

<sup>31</sup> Die Ansteckungseffekte der asiatischen Krise sind allerdings sensitiv gegenüber der Festlegung des Krisenbeginns. Die Vielzahl aufeinanderfolgender Währungskrisen erschwert es allerdings, ein singuläres Ereignis für den Ausbruch der Währungskrise zu bestimmen.

3. Die negativen Ansteckungseffekte waren am stärksten im Zuge der tschechischen Krise und überstiegen deutlich die positiven Ansteckungseffekte (vgl. Tabelle 2). Dagegen gingen zwar auch negative Effekte von der asiatischen Krise aus. Diese waren aber erheblich schwächer als deren positive Ansteckungseffekte. Im Falle der russischen Währungskrise waren sogar überhaupt keine negativen Ansteckungseffekte zu verzeichnen. Tendenziell deuten die negativen Ansteckungseffekte auf ein Substitutionsverhalten der Investoren hin. Die Investoren verkauften offensichtlich Aktien in dem von der Krise betroffenen Markt als auch in den von positiven Ansteckungseffekten in Mitleidenschaft gezogenen Märkten. Die liquiden Mittel wurden dann – wenigstens teilweise – in anderen Märkten wiederum in Aktien investiert. Im Ergebnis bildeten sich gegenläufige Bewegungen der Aktienkursverläufe zwischen dem Krisenmarkt und den anderen Märkten heraus.

4. Ein entscheidender Grund für die unterschiedlichen Ausmaße und die räumliche Verteilung der negativen Ansteckungseffekte könnte neben der Größe der Krisenherde die zeitliche Abfolge der Währungskrisen gewesen sein. Die tschechische Krise vom Mai 1997 dürfte von den Investoren als ein Einzelfall interpretiert worden sein, der von ihnen weder als symptomatisch für die *emerging markets*, noch für die Märkte der Region gewertet worden ist. Für diese Hypothese sprechen die umfangreichen negativen Ansteckungseffekte in Mittel- und Osteuropa. Diese können als Indizien dafür genommen werden, daß andere *emerging markets* in derselben Region von der tschechischen Malaise profitierten. Dagegen waren die Substitutionsreaktionen der Investoren aus Vorsicht gegenüber Anlagen in Aktien auf die zeitlich darauffolgende asiatische Krise schon deutlich geringer. Vollends obsolet wurde die Substitutionsstrategie der Investoren nach der russischen Krise vom August 1998. Sie war bereits die dritte Währungskrise innerhalb von anderthalb Jahren. Dies dürfte nach den tschechischen und asiatischen Erfahrungen die Verunsicherung und die Zurückhaltung bei den Investoren für eine Kapitalanlage in Aktien noch verstärkt haben. Die fehlenden negativen Ansteckungseffekte belegen, daß die internationalen Investoren weniger auf eine Reallokation ihrer Aktienportfolios setzten, als vielmehr ihre Engagements in Aktien insgesamt reduzierten und eine Kassenhaltung oder anderweitige Investitionen vorzogen.

Abbildung:  
Entwicklung ausgewählter europäischer Aktienindizes



Quelle: DRI/McGraw-Hill.

Anmerkung: Die schattierten Flächen markieren die Krisenphasen während der tschechischen Währungskrise (27.5. – 25.8.1997), der asiatischen Währungskrise (14.8. – 12.11.1997) und der russischen Währungskrise (17.8. – 13.11.1998). Die vertikale Linie kennzeichnet das Ende der tschechischen Währungskrise.

### Fazit

Bei einer fortschreitenden Integration der mittel- und osteuropäischen Finanzmärkte in die Weltwirtschaft werden auch Ansteckungseffekte von Drittmärkten zukünftig unvermeidbar sein. Die wirtschaftspolitischen Anstrengungen der mittel- und osteuropäischen Länder sollten daher darauf gerichtet sein, die Volkswirtschaften noch robuster gegenüber derartigen Schocks zu machen; aber nicht, sich gegenüber anderen Ländern, etwa mit Hilfe von Kapitalverkehrskontrollen, abzuschotten. Die Länder sollten die Reform der Finanzmärkte, insbesondere die Aufsicht über den Bankensektor und den Wertpapiermarkt vorantreiben und ihr Augenmerk auf eine flexiblere Wech-

selkurspolitik legen. Allzu enge Wechselkursbandbreiten können Investoren dazu verleiten, die Glaubwürdigkeit der Wechselkurspolitik zu testen. Eine Beschleunigung der Privatisierung im Bankensektor ist unumgänglich. Hierzu zählen auch die Öffnung der Märkte für ausländische Konkurrenz und eine zügige Umsetzung der *Core Principles* des Basler Komitees für die Bankenaufsicht. Diese Maßnahmen sind zwar keine Garantie für die Abwendung von Währungskrisen, aber doch notwendige Bedingungen für die Stabilität der Volkswirtschaften und Fortschritte bei der Transformation.

Thomas Linne  
(thl@iwh.uni-halle.de)