

Entwicklungstendenzen der internationalen Finanzmärkte

Professor Dr. Peter Bofinger, Universität Würzburg

Stellungnahme für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestages am 14. März 2001

1. Einleitung

Die Währungs- und Finanzkrisen der neunziger Jahre wie auch zuletzt die Krise in der Türkei haben gezeigt, dass das internationale Finanzsystem äußerst störungsanfällig ist. Die Ursachen hierfür sind vielschichtiger Natur und in vielen Arbeiten intensiv diskutiert worden. Ich möchte mich in meiner kurzen Stellungnahme ganz auf die makroökonomische Dimension der Problematik konzentrieren. Dabei stellt sich vor allem die Frage, ob es einer Reform des internationalen Währungssystems bedarf, um in Zukunft eine größere Stabilität auf den nationalen und globalen Finanzmärkten zu gewährleisten. Zu denken wäre hierbei an Wechselkurszielzonen, Maßnahmen zur Regulierung der internationalen Kapitalströme sowie an eine Neudefinition der Aufgaben des Internationalen Währungsfonds. Für eine Beantwortung dieser Fragen kommt es vor allem darauf an, ob die Krisen der letzten Jahre eher auf Fehler in den nationalen Wirtschaftspolitiken oder auf Defekte in der internationalen Währungsordnung zurückzuführen sind.

Ich werde dabei so vorgehen, dass ich zunächst die Probleme einer Währungspolitik bei festen oder vorhersehbaren Wechselkursen diskutiere. In einem zweiten Schritt werde ich die makroökonomischen Schwierigkeiten beschreiben, die sich bei rein marktbestimmten („flexiblen“) Wechselkursen ergeben können. Auf dieser Grundlage kann dann überprüft werden, ob das heute dominierende Konzept des „managed floating“ dazu beitragen kann, dass krisenhafte Entwicklungen auch unter dem institutionellen Status quo der Weltwährungsordnung vermieden werden können.

2. Währungskrisen bei festen oder vorhersehbaren Wechselkursen

Alle als „Währungskrisen“ bezeichneten Ereignisse der letzten zehn Jahre sind dadurch gekennzeichnet, dass Notenbanken unter dem Druck spekulativer Attacken gezwungen wurden, feste oder vorangekündigte Ziele für den Wechselkurs der heimischen Währung aufzugeben. Damit hat sich eine Definition der Währungskrise eingebürgert, die es von vornherein ausschließt, dass ein solches Ereignis auch unter anderen Währungsregimes eintritt. Wir werden jedoch im folgenden darstellen, dass es auch bei frei-flexiblen Kursen und beim „managed floating“ zu krisenhaften Entwicklung kommen kann.

Trotz unterschiedlicher nationaler Gegebenheiten sind die meisten Währungskrisen der letzten Jahre auf ein relativ ähnliches Grundmuster zurückzuführen.

- Die Notenbank verfolgt eine geldpolitische Strategie, die sich vor allem auf einen festen Wechselkurs (oder einen vorgegeben Wechselkurspfad) gegenüber einer Leitwährung (oder einem Korb von Leitwährungen) stützt.
- Gleichzeitig ist die Geldpolitik jedoch nicht bereit, die Zinspolitik vollständig der Wechselkurspolitik unterzuordnen. Sie versucht vielmehr durch eine teilweise Sterilisation von Devisenmarkt-Interventionen, auch eine binnenwirtschaftlich orientierte Zinspolitik zu verfolgen.

Im Ergebnis kommt es dabei zu einer geldpolitischen Kompromisslösung, bei der das Zinsniveau zu *niedrig* ist, um ein *binnenwirtschaftliches* Gleichgewicht zu sichern. Das Ergebnis sind inflatorische Prozesse mit einer Tendenz zu Überinvestitionen sowie Preissteigerungen bei Immobilien und Aktien. Gleichzeitig sind die Zinsen zu *hoch*, um ein *außenwirtschaftliches* Gleichgewicht zu sichern. Das Ergebnis sind zeitweise hohe Kapitalzuflüsse, eine starke Neigung der Inländer, sich in ausländischer Währung zu verschulden und damit ebenfalls eine hohe Fragilität des nationalen Finanzsystems.

Das Problem einer solchen Konstellation von Zins- und Währungspolitik ist der hohe Anreiz scheinbar sicherer Spekulationsgewinne für ausländische Investoren wie auch für inländische Kreditnehmer. Versuche einzelner Länder, die Zuflüsse durch Kapitalverkehrskontrollen zu stoppen, haben sich in der Regel als wenig wirkungsvoll erwiesen. Diese Erfahrung musste

bereits die Bundesbank in den Jahren 1970-73 machen, als sie in einer ähnlichen Situation (niedrige Dollar-Zinsen, fester Dollarkurs, Versuch einer autonomen Zinspolitik) von massiven Kapitalzuflüssen überschwemmt wurde, obwohl sie sehr weitreichende Beschränkungen des Kapitalverkehrs eingeführt hatte. Auch Brasilien, Malaysia und Thailand ist es nicht gelungen, die Krise durch Kontrollen für Kapitalzuflüsse zu stoppen. Chile wird als wichtigster Beleg für den Erfolg solcher Regulierungen genannt. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass dieses Land eine sehr flexible Wechselkurssteuerung verfolgte, bei der es nur bedingt möglich gewesen ist, die Veränderung des Wechselkurses zu prognostizieren.

Im Rückblick lässt sich für diese Krisen feststellen, dass es durch einen alternativen Policy Mix der Geldpolitik möglich gewesen wäre, die Problematik der Zuflüsse wie auch der Fremdwährungsverschuldung in Grenzen zu halten. Dieser hätte zum einen eine größere Schwankungsbreite bei der Wechselsteuerung erfordert, um die Vorhersehbarkeit für die Spekulanten zu reduzieren. Zum anderen wäre es erforderlich gewesen, sich bei der makroökonomischen Stabilisierung stärker auf den Zins als auf den Wechselkurs zu stützen. Konkret hätte beispielsweise Thailand in den Jahren 1994 oder 1995 eine begrenzte Aufwertung des Bath zulassen können, um dann von dem erhöhten Niveau aus eine Abwertung anzusteuern. Ein solcher Abwertungspfad hätte dann die Möglichkeit eröffnet, eine Zinsanhebung vorzunehmen, ohne damit spekulative Zuflüsse auszulösen.

Bei einer auf die Vermeidung von Zuflüssen ausgerichteten makroökonomischen Politik wäre auch das Risiko spekulativer Abflüsse sehr viel geringer gewesen, obwohl es nicht grundsätzlich auszuschließen gewesen wäre. Für die Stabilität der nationalen Finanzmärkte wäre es vorteilhaft gewesen, dass bei dem alternativen Policy Mix keine Anreize bestanden hätten, Fremdwährungskredite aufzunehmen.

3. Krisen bei „flexiblen Wechselkursen“

Als Reaktion auf die schlechten Erfahrungen mit festen oder vorangekündigten Wechselkursen haben sich viele Notenbanken für eine Politik des „managed floating“ entschieden. Diese Strategie darf jedoch nicht mit „flexiblen Wechselkursen“ – im Sinne von rein Markt bestimmten Wechselkursen – verwechselt werden. Eine Reihe von Studien hat gezeigt, dass selbst Länder, die vom Internationalen Währungsfonds in der Kategorie

„independently floating“ geführt werden, ganz gezielt durch Interventionen auf das Geschehen an den Devisenmärkten Einfluss nehmen.

Es gibt somit nur relativ wenige Länder, die konsequent über längere Zeit hinweg eine Politik „flexibler Kurse“ betreiben. Dieses als “fear of floating“ bezeichnete Phänomen ist darauf zurückzuführen, dass es auch bei rein marktbestimmten Kursen zu krisenhaften Entwicklungen kommen kann. Dies beruht darauf, dass marktbestimmte Wechselkurse die Tendenz haben, sich über längere Fristen ganz anders zu verhalten, als dies von den zugrundeliegenden makroökonomischen Daten angezeigt erscheint. Ein gutes Beispiel hierfür ist die drastische Abwertung des Euro im Jahr 2000, die in einem völligen Kontrast zu der Tatsache stand, dass Euroland zu diesem Zeitpunkt in einer erheblich besseren makroökonomischen Verfassung war als in den gesamten neunziger Jahren. Dieser Einzelbefund wird durch eine Fülle ökonometrischer Studien bestätigt. So stellen beispielweise Jeffrey Frankel und Andrew Rose in *Handbook of International Economics* (1995) fest:

“To repeat a central fact of life, there is remarkably little evidence that macroeconomic variables have consistent strong effects on floating exchange rates, except during extraordinary circumstances such as hyperinflations.”

In einem System mit flexiblen Wechselkursen drücken sich krisenhafte Entwicklungen vor allem in massiven *realen Auf- und Abwertungen* aus. Damit bezeichnet man Entwicklungen, bei der Wechselkurs sehr viel stärker aufwertet (abwertet), als es der Differenz zwischen den Preisen und Lohnkosten gegenüber dem Ausland entspricht. Ein besonders drastisches Beispiel für eine solche Krise ist die Entwicklung Japans in den Jahren 1990 bis 1995. Obwohl das Land Ende der achtziger Jahre vom Platzen einer großen spekulativen Blase betroffen war, die die Binnennachfrage erheblich schwächte, kam es von 1990 bis 1995 zu einer massiven Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar (und damit teilweise auch gegenüber den europäischen Währungen). Auf diese Weise wurden die japanischen Unternehmen gezwungen, ihre Profitmargen im Exportgeschäft drastisch zu reduzieren („pricing-to-market“) oder aber einen Rückgang ihres Exportgeschäfts hinzunehmen. Dadurch verschlechterten sich die Unternehmensbilanzen und indirekt auch die Bankbilanzen.

Es ist daher nicht überraschend, dass viele Länder heute nicht mehr bereit sind, ihre Volkswirtschaften völlig passiv den erratischen Schwankungen des Devisenmarktes auszusetzen.

4. Das Konzept des „managed floating“

Die heute von vielen Ländern bevorzugte Strategie des „managed floating“ zeichnet sich dadurch aus, dass sie die Probleme sowohl der flexiblen als auch der festen (bzw. vorangekündigten) Kurse vermeidet.

- Das „managed floating“ unterscheidet sich von den flexiblen Kursen dadurch, dass die Wechselkursentwicklung nicht mehr allein und oft auch nicht mehr überwiegend dem Devisenmarkt überlassen wird. Dadurch wird es vor allem möglich, die mit starken realen Aufwertungen verbundenen Probleme zu vermeiden.
- Gegenüber festen (oder vorhersehbaren) Kursen hat das „managed floating“ den Vorteil, dass es keine Vorhersehbarkeit der Kursentwicklung mehr erlaubt, die Voraussetzung für scheinbar risikolose Kursgewinne darstellt. Außerdem ermöglicht es einen sehr viel flexibleren Policy Mix als das insbesondere bei festen Wechselkursen der Fall ist.

Für ein Verständnis des „managed floating“ ist es erforderlich, kurz die wichtigsten Prinzipien einer solchen Strategie zu beschreiben. Bei Interventionen am Devisenmarkt ist es von entscheidender Bedeutung zwischen einer Situation der Stärke und der Schwäche der heimischen Währung zu unterscheiden::

- Steht die heimische Währung unter Abwertungsdruck ist es für die Notenbank nur begrenzt möglich diese durch Interventionen am Devisenmarkt zu stützen. Da sie dabei Währungsreserven verkauft und die eigene Währung ankauft, sieht sich mit der harten Budgetrestriktion eines limitierten Bestands an Währungsreserven konfrontiert.
- Bei einem Aufwertungsdruck auf die heimische Währung kauft die Notenbank die fremde Währung an und gibt die heimische Währung in den Markt. In dieser Konstellation besteht keine Budgetrestriktion. Im Prinzip kann die Notenbank jetzt unbegrenzt intervenieren.

Ein wichtiges Kennzeichen einer Politik des „managed floating“ ist die Tatsache, dass die Notenbanken trotz ihrer – teilweise massiven – Interventionen am Devisenmarkt nicht darauf verzichten wollen, eine eigenständige Zinspolitik zu betreiben. Während dies von vielen Theoretikern als unmöglich angesehen wird, zeigt die Praxis vieler Notenbanken, dass hierfür durchaus ein Spielraum gegeben ist.

Zum Verständnis dieser Zusammenhänge hat man zunächst zu berücksichtigen, dass die Interventionen einer Notenbank mit einer starken Währung immer eine Ausweitung der heimischen Bankenliquidität („Geldbasis“) verbunden sind. Für sich genommen würden sie also dazu führen, dass der inländische Geldmarktsatz stark absinkt, was eine zu expansive Geldpolitik bedeuten würde. Die Notenbank kann jedoch die überschüssige Liquidität mit Hilfe ihrer geldpolitischen Instrumente zu neutralisieren („*Sterilisation*“), indem sie

- die Kredite an das inländische Bankensystem entsprechend reduziert, oder
- den Banken kurzfristige verzinsliche Wertpapiere oder
- eine verzinsliche Sichteinlage („Einlagenfazilität“) anbietet.

Sofern eine Notenbank über ein ausreichendes Volumen solcher Instrumente verfügt, kann sie also trotz ihrer Devisenmarkt-Interventionen eine eigenständige Zinspolitik verfolgen. Die einzige Restriktion, die sie dabei noch zu berücksichtigen hat, sind die *Kosten* der Interventionen. Diese ergeben sich zum einen als Differenz zwischen

- dem Zinssatz für die *heimische* Währung: dieser muss auf die Einlagenfazilität oder für die emittierten kurzfristigen Papiere gezahlt werden. Er bestimmt auch die Opportunitätskosten eines geringeren Bestandes an Krediten gegenüber dem Bankensystem; und
- dem Zinssatz für die *angekaufte* Währung: dieser determiniert die Erträge, die sich aus dem Ankauf von Devisen ergeben, da solche Mittel von einer Notenbank immer zinsbringend auf dem Geldmarkt des Landes mit der schwachen Währung angelegt werden.

Eine zweite Komponente der Sterilisationskosten ist die Wechselkursentwicklung zwischen der heimischen und der fremden Währung:

- Wertet die heimische Währung *auf*, entstehen der Notenbank Bewertungsverluste, da der Wert der Währungsreserven in heimischer Währung abnimmt.
- Bei einer *Abwertung* der heimischen Währung entstehen demgegenüber Bewertungsgewinne.

Die gesamten Sterilisationskosten ergeben sich als Summe dieser beiden Komponenten. Sterilisierte Interventionen sind demnach immer dann *kostenlos*, wenn der heimische Zins höher (niedriger) ist als der ausländische Zins und die heimische Währung genau im Ausmaß der Zinsdifferenz gegenüber der ausländischen Währung abgewertet (aufgewertet) wird. Wenn eine Notenbank ihre Sterilisationskosten gering halten will, dann sollte sie also dafür sorgen, dass der von ihr gesteuerte Wechselkurspfad nicht allzu sehr von den vorherrschenden Zinsdifferenzen abweicht.

Im Ganzen kann man also für die Politik des „managed floating“ festhalten, dass diese

- besonders *effizient* ist, wenn eine Notenbank in einer Situation eines Aufwertungsdrucks interveniert,
- *stabilitätspolitisch unbedenklich* ist, wenn eine Notenbank über ein ausreichend hohes Sterilisationspotential verfügt,
- mit sehr *geringen Kosten* verbunden ist, wenn die Notenbank im Fall einer positiven Zinsdifferenz gegenüber dem Ausland den Wechselkurs so steuert, dass die Abwertung dieser Differenz entspricht.

5. Vorteile des „managed floating“

Insgesamt gesehen erweist sich das „Managed Floating“ als ein pragmatischer Lösungsansatz der die Unberechenbarkeiten eines rein marktbestimmten Wechselkurses ebenso vermeidet wie die Starrheit eines festen Kurses oder eines vorangekündigten Wechselkurspfades. Beispiele für ein erfolgreiches „managed floating“ sind:

- die Interventionen der *Bank von Japan* in der Phase von Juni 1999 bis Juni 2000: die Bank von Japan kaufte in dieser Zeit rund 100 Mrd. Dollar auf und verhinderte so ein Aufwertung des Yen unter die Schwelle von 100 Yen/Dollar; man kann sich leicht ausmalen, was eine solche Aufwertung für die japanische Wirtschaft bedeutet hätte;

- die Interventionen von *Korea* und *Thailand* in den Zeit von 1998 bis heute: in diesen Ländern wurde mit ebenfalls sehr hohen Beträgen (Korea: rund 70 Mrd Dollar) am Devisenmarkt interveniert, um den Aufwertungsprozess, der sich nach der Krise einstellte, in kontrollierten Bahnen verlaufen zu lassen;
- die Interventionen der *Europäischen Zentralbank* im Oktober und November 2000: Mit einem Betrag von rund 8,5 Mrd. Dollar ist es der EZB gelungen, eine Trendwende beim Euro-Dollar-Kurs herbeizuführen.
- In Osteuropa verfolgt *Slowenien* seit Jahren eine sehr erfolgreiche Politik des „managed floating“, bei der ein hohes Maß an makroökonomischer Stabilität mit einer sehr dynamischen realwirtschaftlichen Entwicklung einhergegangen ist-

Mit der Dominanz des „managed floating“ hat sich die Schockanfälligkeit der internationale Finanzmarktarchitektur aus makroökonomischer Sicht erheblich reduziert. Dies hat wichtige Implikationen für die in den letzten Jahren diskutierten Reformvorschläge:

Da die Wechselkurspfade von den Marktteilnehmern nicht mehr ohne weiteres vorhergesehen werden können, ist es sehr viel schwieriger geworden, mit kurzfristigen Anlagen scheinbar risikolose Gewinne zu erzielen. Bei verminderten Zuflüssen nimmt auch Risiko abrupter Abflüsse ab. Der Bedarf an *Kontrollen für Kapitalzuflüsse und -abflüsse* ist daher erheblich geringer als bei festen oder vorhersehbaren Wechselkursen.

Die Diskussion über *Zielzonen* erübrigt sich insoweit, als das „managed floating“ mit einer gezielten Steuerung der Wechselkurse durch die Notenbanken (und Regierungen) dazu beiträgt, massive reale Auf- und Abwertungen und die damit verbundenen makroökonomischen Störungen zu vermeiden. Anders als bei den Zielzonen vorschlägen wird jedoch – aus gutem Grund – darauf verzichtet, die angestrebten Kurspfade zu veröffentlichen. Wie die Beispiele von Thailand, Korea und Japan zeigen, kann die Steuerung beim „managed floating“ sehr viel konsequenter erfolgen, als dies mit dem Konzept der „soft buffers“ von den Vertretern der Zielzonen propagiert wurde.

6. Schwachpunkte einer globalen Finanzmarktarchitektur, die auf dem „managed floating“ basiert

Anders als die Währungsordnung des Systems von Bretton Woods erweist sich die heutige, auf dem Konzept des „managed floating“ basierende Weltwährungsordnung als eine „spontane Ordnung“, die sich letztlich allein aus dem Eigeninteresse der beteiligten Länder herausgebildet hat. Dies muss nicht grundsätzlich nachteilig sein, aber es ist offensichtlich, dass eine solche Ordnung erhebliche Defizite aufweist.

Der größte Schwachpunkt des „managed floating“ besteht darin, dass die Wechselkurspolitik allein in den Händen der nationalen Regierungen liegt. Die Gefahr ist daher nicht von der Hand zu weisen, dass unter dem Deckmantel des „managed floating“ *eine strategische Handelspolitik* betrieben wird. Die Tatsache, dass die Devisenreserven der „emerging market economies“ von 1990 bis 1999 von 153 Mrd. Dollar auf 663 Mrd. angestiegen sind, belegt, dass in diesem Jahrzehnt massive Interventionen der Notenbanken in diesen Ländern betrieben wurden, ohne die es zu einer deutlichen Aufwertung ihrer Währungen gekommen wäre. Wenn also das „managed floating“ heute allgemein als Ordnungsprinzip für die Weltwährungsbeziehungen anerkannt wird, ist es unumgänglich, dass der Internationale Währungsfonds und ggfs. auch die WTO sorgfältig überprüfen, ob die Wechselkurspolitik eines Landes tatsächlich nur von makroökonomischen Erwägungen geleitet wird, oder aber ob es sich dabei um den Versuch einer „beggar-my-neighbor“-Politik handelt.

Aus der Sicht des Außenhandels ist – im Vergleich zu einem System fester Kurse oder vorangekündigter Kurspfade – ein zweiter Nachteil des „managed floating“ in der *verminderten Vorhersehbarkeit* von Wechselkursen zu sehen. Dabei ist jedoch zwischen kurzfristiger und längerfristiger Vorhersehbarkeit zu unterscheiden. Zur Abwehr kurzfristiger spekulativer Zuflüsse ist es wichtig, dass die Wechselkurse kurzfristig eine gewisse Variabilität aufweisen. Hiergegen können sich die Außenhändler jedoch problemlos absichern. Auf längere Sicht erlaubt eine Politik des „managed floating“ jedoch eine relative stabile Entwicklung des realen Wechselkurses – insbesondere im Vergleich zu einem System flexibler Kurse. Dies ist vor allem für Investoren im industriellen Bereich von Bedeutung.

Ein dritter Schwachpunkt des „managed floating“ besteht in *der asymmetrischen Steuerbarkeit von Wechselkursen*. Wie schon erwähnt ist es für eine Notenbank sehr viel einfacher, eine Aufwertung zu verhindern als eine Abwertung. Es kann beim „managed floating“ also nicht ausgeschlossen werden, dass eine Notenbank – z.B. wegen eines Ansteckungseffekts – unter einer erheblichen spekulativen Attacke gerät. Dies kann eine ungewollte Abwertung erforderlich machen, die zu binnenwirtschaftlichen Störungen führt: Um den inflatorischen Druck abzuwenden, muss die Notenbank jetzt einen Policy Mix mit erheblich höheren Realzinsen einschlagen. Dies erhöht nicht nur Zinsausgaben der öffentlichen Hand, es führt auch zu einem überproportionalen Restriktionsdruck auf die binnenwirtschaftlichen Sektoren (Bauwirtschaft, Dienstleistungen), die von der Abwertung nicht profitieren können. Die vom Internationalen Währungsfonds in den letzten Jahren neu geschaffenen Fazilitäten (Supplemental Reserve Facility (SRF); Contingent Credit Line (CCL)) bieten sehr flexible und umfangreiche kurzfristige Finanzhilfen für Ländern, die ohne eigenes Verschulden unter Abwertungsdruck geraten sind. Zu fragen ist dabei allerdings, ob es bei der CCL wirklich angemessen ist, einen Zinsaufschlag von 300 bis 500 Basispunkten zu fordern, da die dafür in Frage kommenden Ländern sehr strengen Kriterien unterworfen sind.¹

7. Zusammenfassung

Im Jahr 2001 präsentiert sich die internationale Finanzmarktarchitektur in einer sehr viel weniger störungsanfälligen Verfassung als noch einige Jahre zuvor. Das heißt nicht, dass krisenhafte Zuspitzungen wie zuletzt in der Türkei ganz ausgeschlossen werden können. Das Beispiel der Türkei zeigt aber auch, dass Krisen vor allem dann zu erwarten sind, wenn die makroökonomische Stabilisierung allein oder weit überwiegend auf dem Instrument eines „Wechselkursankers“ basiert.

Der Hauptnachteil dieser in den letzten Jahren entstandenen „spontanen Ordnung“ besteht darin, dass unter dem Deckmantel des „managed floating“ eine gezieltes „Währungsdumping“

¹ In seinem Annual Report 2000, S. 66 beschreibt der Internationale Währungsfonds den Kreis der für die CCL qualifizierten Länder wie folgt: „those members implementing policies considered unlikely to give rise to a need to use IMF resources; whose economic performance—and progress in adhering to relevant internationally accepted standards—has been assessed positively by the IMF in the latest Article IV consultation and thereafter; and which have constructive relations with private sector creditors with a view to facilitating appropriate private sector involvement.”

betreiben wird. Eine sorgfältige Überwachung der Wechselkurspolitiken durch den IWF und ggfs. die WTO erscheint dringend geboten.

Mit der Dominanz des „managed floating“ sind Kapitalverkehrskontrollen allenfalls in extremen Krisenfällen erforderlich, keinesfalls aber als ein konstituierendes Element der internationalen Währungsordnung, wie das beispielsweise den Anhängern einer „Tobin-Steuer“ vorschwebt. Auch das Konzept der Zielzonen ist obsolet geworden, da beim „managed floating“ bereits eine ganz gezielte Wechselkurspolitik betrieben wird.