

## **Sand im Getriebe der Finanzmärkte kann stabilisierend wirken\***

*Von Gerhard Aschinger*

Obwohl viele der in Teil 2 genannten gemeinsamen Merkmale von Währungskrisen auch für Russland 1998 von Bedeutung sind, bestehen gewichtige Unterschiede. Sie betreffen neben hohen Staatsbudgetdefiziten vor allem die Ausgangslage. Russland befindet sich seit 1990 im Übergang von einer staatlichen Planwirtschaft zur Marktwirtschaft. Diese Strukturveränderung kann aber nur längerfristig vollzogen werden, wie die Schwierigkeiten mit der Privatisierung sowie dem Aufbau neuer marktbezogener Institutionen belegen. Die monopolistische Industriestruktur und die Konzentration der Eigentumsrechte in wenigen Händen bewirken, dass die Vorteile einer Marktwirtschaft grossen Teilen der Bevölkerung vorenthalten bleiben. Dazu kommt die politische Instabilität, die sich z. B. in häufigen Regierungswechseln äussert.

Zweifellos besteht für die russische Wirtschaft längerfristig ein hohes Wachstumspotential, wenn man sich vergegenwärtigt, dass Russlands Bruttoinlandprodukt (BIP) zurzeit rund dem Anderthalbfachen des schweizerischen entspricht. Kapitalströme nach Russland nahmen in den letzten Jahren stark zu, so dass der Wechselkurs des Rubel gegenüber dem Dollar bis Mitte August 1998 stabil gehalten werden konnte. Eine weitere Besonderheit ist die weltpolitische und militärische Bedeutung Russlands, die viele westliche Regierungen von der Notwendigkeit überzeugt, das Land zu unterstützen. Ein Machtvakuum sowie das Zurückfallen in eine staatliche Planwirtschaft sollen unter allen Umständen verhindert werden.

### **Russland ist nicht Brasilien**

Im Gegensatz zu Mexiko und Ostasien war die wirtschaftliche und politische Entwicklung Russlands seit der Auflösung der Sowjetunion durch ökonomische Negativmeldungen gekennzeichnet. Die vom Ausland gewährte Hilfe sowie die Erwartung, dass diese auch weiter andauern würde, glichen die Auswirkungen der negativen Informationen auf die Finanzmärkte vorerst aus. Erst als die Schwierigkeiten zu gross wurden, musste der Wechselkurs des Rubel am 17. August freigegeben werden. Die Spekulation wirkte nicht destabilisierend, sondern spiegelte die Veränderung der Fundamentalfaktoren, die eine Marktkorrektur einleitete. In Verhandlungen mit dem Internationalen Währungsfonds (IWF) und gewissen Industriestaaten wurden Russland Überbrückungskredite in der Höhe von 22,6 Mrd. \$ in Aussicht gestellt (vgl. Tabelle). Die Russlandkrise, die im Oktober 1998 ausbrach, kann als gesamtwirtschaftliche, informationsbedingte Krise charakterisiert werden (vgl. Teil 1, Abb. 2).

Die Auswirkungen der Russlandkrise drohten auch Brasilien zu erfassen. Bereits im Zusammenhang mit der Ostasienkrise waren im November 1997 Turbulenzen an den brasilianischen Devisen- und Aktienmärkten festzustellen. Brasilien weist neben einem hohen Budgetdefizit von jährlich 8% des BIP auch ein steigendes Leistungsbilanzdefizit auf, das durch fallende Rohstoffpreise vergrössert wurde. Der Real ist über einen Crawling peg an den Dollar gebunden, wobei der Abwertungssatz 1995 auf 7,5% pro Jahr festgelegt wurde.

---

\* Quelle: Finanz & Wirtschaft, 1998, Nr. 93

Der Druck auf den Real hat bereits zu hohen Devisenverlusten geführt, weshalb der IWF zusammen mit anderen Ländern für Brasilien ein Hilfspaket mit einem Kreditvolumen von 42 Mrd. \$ geschneuert hat (vgl. Tabelle). Die brasilianische Regierung legte dabei in Abstimmung mit dem IWF verbindliche Budgetziele für die kommenden drei Jahre fest, die Staatsausgabenkürzungen und erhöhte Steuersätze enthalten. Die Absteckung des Kreditrahmens mit vorangekündigten Massnahmen der Regierung soll die Spekulation gegen die brasilianische Währung präventiv eindämmen.

Weshalb sind Länder wie China und Indien sowie die Sonderverwaltungsregion Hongkong, die näher an Russland bzw. Südostasien liegen als Brasilien, bisher nicht in den Strudel der Ostasienkrise hineingezogen worden? China weist seit Jahren ein hohes BIP-Wachstum (1996: 9,7%, 1997: 8,8%) auf. Während für die chinesische Währung, den Yuan, seit 1996 Konvertibilität im laufenden Zahlungsverkehr besteht, ist er für Kapitaltransfers bis heute nicht frei konvertierbar. Dadurch wurde China als weitgehend geschlossene Volkswirtschaft von der ostasiatischen Währungskrise nicht stark berührt. Allerdings sind die chinesischen Exporte aufgrund der Abwertungen ostasiatischer Währungen, insbesondere des Yen, rückläufig. Obschon die chinesischen Währungsreserven gegenwärtig 140 Mrd. \$ betragen, hat die Angst vor der Abwertung des Yuan zu einer Verschärfung der Kapitalverkehrs- bzw. Devisenkontrollen geführt. Auf der anderen Seite besitzt Hongkong ein Currency board, so dass der Hongkong-Dollar aufgrund der hohen Währungsreserven (87 Mrd. \$) bislang kaum erschüttert wurde. Auch Indien setzt auf Kapitalverkehrskontrollen. Der langsam verlaufende wirtschaftliche Reformprozess und bestehende Investitionsschranken verhinderten die internationale Integration der indischen Kapitalmärkte. Der Binnenmarkt Indiens ist abgeschottet, lediglich 10% des BIP werden im Exportsektor erwirtschaftet, wovon der Anteil nach Südostasien und Russland weniger als die Hälfte beträgt. Indien weist eine stetig zunehmende Binnennachfrage sowie ein hohes BIP-Wachstum von 5% auf. Die Empfindlichkeit gegenüber externen Schocks und Krisen ist daher gering.

Die Globalisierung hat die gegenseitige Abhängigkeit der verschiedenen Finanzmarktsegmente verstärkt, wodurch die Übertragung und Durchleitung von Informationen, aber auch von Störungen beschleunigt wurde (vgl. Teil 1). Die weite Verbreitung der Derivate, die Reduktion der Transaktionskosten, die Erhöhung der Hebelwirkung (Leverage), die Deregulierung und damit verbunden die hohe internationale Kapitalmobilität haben die "Reibung" in den Finanzmärkten drastisch reduziert. Wenn die Reibung in einem dynamischen System sukzessive reduziert wird, kann Instabilität auftreten, welche die Funktionsfähigkeit des Systems erheblich beeinträchtigt.

### **Es fehlt an Reibung**

Dieses Phänomen wurde z. B. in mechanisch-dynamischen Systemen beobachtet: Als man die Radlager der Dampflokomotiven im letzten Jahrhundert durch Reduktion von Reibung verbesserte, wurde das Regelsystem (Fliehkraftregler) instabil, so dass die Bewegung der Lokomotiven durch starke Schläge beeinträchtigt wurde. Es war daher notwendig, zusätzliche Reibung bei den Radlagern einzuführen, um ein stabiles Verhalten zu garantieren. Das Problem der Instabilität dynamischer Systeme infolge mangelnder Reibung besteht generell und ist nicht nur auf mechanische Systeme beschränkt.

Übertragen auf die Finanzmärkte sollte kurzfristig mehr Reibung eingeführt werden, um einen allfälligen Zusammenbruch des Wirtschaftssystems zu vermeiden. Langfristig müssten vor allem geeignete Rahmenbedingungen und Änderungen der Systemstruktur gefunden werden, die ein möglichst gutes Funktionieren der Märkte erlauben, ohne die

Stabilität des ökonomischen Systems zu gefährden. Dabei ist es wünschenswert, mit minimaler Reibung auszukommen, damit die Effizienz der Finanzmärkte erhalten bleibt.

### **Leitfaden zur Krisenprävention**

Wie lassen sich Finanz- und Währungskrisen sowie ihre Ausbreitung verhindern? Im folgenden sollen dazu acht Vorschläge skizziert werden.

1. Damit der Verbreitung von Finanz- und Währungskrisen Einhalt geboten werden kann, wäre kurzfristig die Wiedereinführung von Devisenkontrollen in Erwägung zu ziehen. In Malaysia und in Russland werden solche Kontrollen seit kurzem vorgenommen. Langfristig werden dadurch ökonomische Austauschvorgänge behindert, was zu Ineffizienz führt. Devisenkontrollen sollten nur temporär als Notmassnahme angewandt werden.

2. Die Einführung einer Umsatzsteuer auf Devisentransaktionen - die nach ihrem Initiator, dem Nobelpreisträger der Wirtschaftswissenschaften James Tobin, auch Tobin-Steuer genannt wird - würde die Verwendung eines einheitlichen Steuersatzes an sämtlichen Finanzplätzen der Welt erfordern. Dabei sollte die Steuer auf Devisentransaktionen für alle Finanzmarktinstrumente erhoben werden können, da sonst die Möglichkeit der Umgehung besteht. Eine solche Steuer würde nach Tobin "Sand ins Getriebe der supereffizienten Finanzmärkte streuen". Doch wäre die Implementierung, wenn überhaupt, nur langfristig möglich. Die Steuereinnahmen könnten u. a. zur Finanzierung internationaler Organisationen (IWF, Weltbank etc.) verwendet werden.

3. Die Regulierung der Finanzmärkte, d. h. die Schaffung geeigneter Rahmenbedingungen, könnte die Auflage einer Informationspflicht für Finanzgesellschaften sowie die Veröffentlichung von Daten zur Verbesserung der Transparenz enthalten. Im weiteren wären strengere Vorschriften für das Risikomanagement - z. B. die Implementierung der von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ausgearbeiteten Richtlinien für den Derivathandel, die Eigenkapitalvorschriften und die Überwachung von Geschäftsbanken - notwendig. Die Kreditgewährung für riskante Geschäfte könnte durch die Auflage zusätzlicher Hinterlegungen bzw. durch höhere Margen erschwert werden. Damit würde die Hebelwirkung reduziert und die Spekulation eingeschränkt.

4. Die Selbstregulierung des Bankensektors könnte die Risikobereitschaft auf freiwilliger Basis reduzieren. Regulierungskommissionen können die rasante Entwicklung der Finanzmärkte und der neuen derivativen Instrumente sowie die damit verbundenen Risiken oft nur mit Verzögerung nachvollziehen, weshalb der Selbstregulierung eine wichtige Funktion zukommt. Wichtig ist, dass die Risikokontrolle nicht erst erfolgt, wenn die Schwierigkeiten bereits offenkundig sind.

5. Die Einschränkung bzw. Aufhebung expliziter und impliziter staatlicher und supranationaler Garantien würde den Anreiz zu erhöhtem Risiko vermindern. Schärfere Auflagen und Kontrollen könnten den Moral hazard einschränken. Er sollte jedoch nicht vollständig beseitigt werden, da ein Zusammenbruch des Finanzsystems eines Landes mit extrem hohen Kosten verbunden wäre. Das muss aber im Interesse der Gesamtwirtschaft verhindert werden.

. Ein Grund für die Entstehung einer Währungskrise liegt in der Anbindung (Peg) der Inlandwährung an eine ausländische Hartwährung. Ein Vertrauensverlust führt zu einer starken Abnahme der Devisenreserven der Zentralbank, wodurch der Wechselkurs freigegeben werden muss. Wechselkurse sollten flexibler sein, damit spekulative Attacken auf eine

Waehrung verhindert werden koennen. Obwohl ein Currency board mit hohen Devisenreserven die Glaubwuerdigkeit einer Anbindung erhoehrt, kann sogar hier die Waehrung unter Druck geraten.

7. In verschiedenen Staaten koennten neue Institutionen bzw. die Veraenderung bestehender Institutionen und rechtlicher Strukturen zur besseren Kontrolle der Finanzmaerkte beitragen. Die Zentralbank sollte in der Verfolgung ihrer Ziele wie Preisstabilitaet und Verstetigung der Wechselkurse gegenueber der Regierung unabhaengig sein. Damit die Zentralbank die Geschaefsbanken besser ueberwachen kann, muesste sie zusaetzliche Kompetenzen erhalten.

8. Da Finanz- und Waehrungskrisen in der Regel nicht in einzelnen Laendern isoliert auftreten, sondern sich schnell auf andere Laender ausbreiten koennen, ist eine Verstaerkung supranationaler Regelungen und Strategien notwendig. Insbesondere sind Regelungen, welche die Ausgestaltung des globalen Waehrungssystems betreffen, von grosser Bedeutung. Die Stabilisierung der Finanzmaerkte durch die Einfuehrung "neuer Reibung" schafft den noetigen Freiraum fuer eine nationale Wirtschaftspolitik (vor allem der Geldpolitik), die nicht durch exzessive Spekulation behindert wird. Des weiteren sollte rezessiven Tendenzen Einhalt geboten werden (z. B. durch Ankurbelung der Gesamtnachfrage durch die Hauptindustrielaender).

An der Jahrestagung des IWF und der Weltbank wurden Vorschlaege gemacht, wie die Gefahr der Ansteckung durch eine Waehrungskrise eingedaemmt werden koennte. Dabei sollte der IWF nicht erst nach Ausbruch einer Krise, sondern praeventiv eingreifen, wie dies gegenwaertig in Brasilien versucht wird. Der private Sektor, der in letzter Zeit vermehrt zu Umschuldungen im Zusammenhang mit Krisen angehalten wurde, sollte auch kuenftig in der Krisenpraevention, d. h. einem "bailing in", mithelfen. Allerdings gibt es kein taugliches Mittel, Krisen fuer alle Zukunft auszuschliessen; dies liegt in der menschlichen Natur begruendet.

*Grafiken und Tabellen zu diesem Artikel:*

[http://www.finanzinfo.ch/upload/archiv/dossiers/artikel/dossier\\_pdfs/01-grafiken/01-03-S39-G1.pdf](http://www.finanzinfo.ch/upload/archiv/dossiers/artikel/dossier_pdfs/01-grafiken/01-03-S39-G1.pdf)