

Unser Geldsystem IX – die neunziger Jahre, das Jahrzehnt der Währungskrisen

Von Heiner Flassbeck | 28.03.2014 (editiert am 25.05.2016)

Mit dem Ende der Ecu-Krise von 1992 begann ein Jahrzehnt der Währungskrisen, das es in sich hatte. Wie bei einem Lauffeuer bildeten sich über die ganze Welt verteilt immer neue Krisenherde. Es schien schon damals nur eine Frage der Zeit zu sein, bis das ganze fragile Gebäude in sich zusammenkrachen würde. Mexiko im Jahr 1994 folgte auf Europa 1992, dann kam Asien 1996, Osteuropa und Russland folgten kurz danach und Lateinamerika brannte von 1999 bis 2001. Auch während der großen Finanzkrise 2008 und 2009 gab es Währungskrisen, bei denen Brasilien, Island und Ungarn die wichtigsten Opfer waren.

Offenbar hatten viele finanzielle Institutionen wie die Banken selbst, aber auch Hedge Fonds und andere Geldverwalter in der Ecu-Krise von 1992 Gefallen an dieser Art der Spekulation gefunden und sozusagen Blut geleckt: Zum einen hatten sie erfahren, wie leicht man Regierungen in die Ecke drängen und vernichtend schlagen kann, wenn die sich bei weitgehend freien Kapitalbewegungen auf die Fixierung einmal festgeschriebener Wechselkurse kaprizieren. Zum anderen begann man an den Märkten immer besser zu verstehen, dass bei flexiblen Wechselkursen unter günstigen Umständen noch größere Gewinne gemacht werden können als bei festen. Beide Erkenntnisse – von den Finanzmarktakteuren in entsprechenden Transaktionen genutzt – führten zu den besagten Kapriolen an den Devisenmärkten.

Wie funktionierten die Spekulationen? Über viele Jahre konnte man in Hochzinsländern unter zwei Bedingungen fast risikolos Geld verdienen: Erstens war es notwendig, dass die Zentralbanken in Ländern mit hoher Inflation zu deren Bekämpfung beachtliche Zinsdifferenzen gegenüber dem inflationsstabileren Ausland schufen und diese Differenzen über längere Zeit aufrechterhielten. Das kam nämlich einer Einladung an ausländische Kapitalgeber gleich, aus dieser Zinsdifferenz Geld zu schlagen, indem sie ihr Geld (oder in Niedrigzinsländern aufgenommene Kredite) kurzfristig in den Hochzinsländern anlegten. Und zweitens war es zur Absicherung dieser Art von Geschäften wichtig, dass die Entwicklung der Wechselkurse zwischen Hoch- und Niedrigzinsländern im Anlagezeitraum die Zinsdifferenz nicht wieder ausglich, mit anderen Worten: dass die Wechselkurse *nicht* der Inflationsdifferenz zwischen Hoch- und Niedrigzinsländern mehr oder weniger kontinuierlich folgten, wie das in jedem Lehrbuch zur Außenwirtschaftstheorie steht.

Doch wie war es möglich, dass diese zweite Bedingung in der Realität erfüllt war? Denn nichts leuchtet doch mehr ein, als dass eine im Zeitablauf unterschiedlich schnelle Entwertung von Währungen (also internationale Inflationsdifferenzen) den Wechselkurs dieser Währungen verändert. Und zwar in die Richtung, dass die sich mit der Zeit schneller entwertende Währung gegenüber den inflationsstabileren Währungen an Wert verliert und keinesfalls umgekehrt, dass die instabilere Währung sogar über längere Zeiträume aufwertet. Doch das geschah immer wieder. Wieso?

Nun, die vom Kapitalzufluss betroffenen Länder, genauer gesagt: deren Regierungen begriffen nicht im Ansatz, wie gefährlich Kapitalzuflüsse aus dem Ausland waren. Im Gegenteil, die Erfahrung zeigte bald, dass die Regierungen von Kapitalimportländern zumeist stolz darauf waren, dass die internationalen Kapitalgeber so viel Vertrauen in sie hatten, dass ausländisches Kapital in großen Massen einströmte und der heimischen Währung sowie den heimischen Aktien oder Bonds einen Boom bescherte. Die Kapitalimportländer sahen sich als auf das aus dem Ausland zuströmende Kapital angewiesen an. Das kam und kommt bis heute daher, dass die neoklassische Denkrichtung vorherrscht(e), Investitionen setzten Ersparnisse voraus. Statt den aussaugenden Charakter der kurzfristigen Gelder aus dem Ausland zu erkennen – irgendwer muss ja die hohen Zinsen auf die kurzfristigen Geldanlagen erwirtschaften –, wurden sie als Zeichen für die Qualität des Investitionstandortes des Kapitalimportlandes gewertet. Und um die ausländischen Kapitalgeber bei der Stange zu halten, waren die Kapitalimportländer daran interessiert, dass ihre Währung nicht abwertete.

In dieser Gemengelage stieg der Internationale Währungsfonds (IWF) zur weltweit wichtigsten Institution auf, weil er auf Betreiben der Industrieländer sein Monopol in Sachen Länderrettung noch ausweiten und seine Hilfe mit noch schärferen Konditionen ausstatten durfte. Die Ökonomen standen, wie fast immer, hilflos an der Seitenlinie, unfähig auch nur im Ansatz zu verstehen, was da geschah. Ganz gleich, ob sie es pauschal Finanzkrise nannten, Bankenkrise oder Schuldenkrise, ihre Analysen gingen üblicherweise vollkommen am Problem vorbei. Paul Krugman machte sich einen großen Namen als Krisenversther und als einer, dem es scheinbar gelang, die Krisen in verschiedene Kategorien einzuteilen. Aber das war alles andere als zielführend, weil auch er die Rolle des Währungssystems bei der Entstehung der Krisen total missverstand.

Der äußere Anschein der Krisen war zwar immer ähnlich, aber reale Über- und Unterbewertung, die beiden wichtigsten Ursachen für die diversen Krisen, sind bei den Ökonomen und in den internationalen Institutionen in dieser Zeit von vorneherein keine entscheidenden Kategorien gewesen. Vielmehr dachte man in terms von schwachen Institutionen, wie schwachen Banken, einem unterentwickelten Kapitalmarkt, crony capitalism (also Kumpel-Kapitalismus als Ausdruck für Korruption und Vetternwirtschaft) oder zu hohen staatlichen und/oder privaten Schulden.

Der Kern der Geschichte aber lag woanders. Viele Entwicklungs- und Schwellenländer waren von den Industrieländern in den achtziger Jahren systematisch gedrängt worden, ihre Kapitalmärkte vollständig zu öffnen und ihre Währungen voll konvertibel zu machen. Viele dieser Länder aber hatten mit vergleichsweise hohen Inflationsraten zu kämpfen und suchten nach Wegen, wie sie glaubhafte Stabilisierungsstrategien trotz schwacher Notenbanken würden umsetzen können. Da lag es nahe, das Währungssystem in der gleichen Weise als Stabilitätsanker zu nutzen, wie es eine Reihe kleinerer europäischer Länder (aber auch Italien trotz der 92er Krise) zuvor getan hatte. Also begann man die-

sen Anker-Ansatz auf breiter Front umzusetzen. In Asien wie in Lateinamerika setzte man damit auf die disziplinierende Wirkung von billigen Importgütern, die es den heimischen Produzenten schwer machen würden, ihre Preise und Löhne übermäßig zu erhöhen.

Der IWF, obwohl eigentlich ein Fan flexibler Wechselkurse, schwenkte nach der Asienkrise und den „guten“ Erfahrungen Argentiniens auch auf diese Linie ein und propagierte für kurze Zeit die sogenannten corner solutions: Entwicklungs- und Schwellenländer sollten wählen zwischen ganz festen Wechselkursen oder ganz flexiblen, aber nicht Systeme dazwischen verwenden, also weder dirty floating betreiben, noch feste und zugleich anpassungsfähige Wechselkurse anstreben.

Was man bei all diesen Versuchen (wobei in Asien vor 1996 informell, d.h. einseitig von der Seite des ankernden Landes festgelegte feste Wechselkurse vorherrschten) nicht bedachte, war der Effekt, den die Stabilisierung interner Preissteigerungen durch billige Importe auf die Wettbewerbsfähigkeit des Landes, auf die Leistungsbilanz und, früher oder später, auf die Einschätzung dieser Länder durch die Kapitalmärkte haben würde.

In [einem Papier im Jahre 1999](#) habe ich das wie folgt beschrieben: „Using the exchange rate as a nominal anchor will inevitably break the link between inflation differentials and the risk of depreciation. If a country chooses to adopt this strategy, its assets become extremely attractive during the period of disinflation, because international investors base their decisions solely on nominal interest rates and the risk of depreciation but not on inflation differentials per se. As a result, speculative capital starts to flow into the country and domestic banks and companies borrow much more abroad than they would if the risk of depreciation would not have been eliminated de facto. At the same time, as in any period of disinflation the conditions for domestic investment deteriorate. Real interest rates deflated by the actual inflation rate may not be extraordinary high but if the real rate is calculated by using the medium-term inflation target it is usually very high.“

Das heißt, wenn der Wechselkurs als Anker benutzt wird, kann jeder Anleger damit rechnen, dass es nicht so schnell zu einer Abwertung dieser Währung kommt, weil dies ja gerade die Ankerfunktion des Wechselkurses aufheben würde. Also wird er sein Geld in solchen Ländern investieren, weil dort höhere nominale Zinsen (und nur die interessieren ihn, weil er in dem Anlageland nichts kaufen will) zu bekommen sind, denn dort sind die Inflationsraten relativ hoch und mit ihnen die Zinsen.

In der Anfangsphase eines solchen Systems sieht alles wunderbar aus. Die Inflationsrate sinkt, internationales Kapital fließt in Massen ein, und die Zentralbank kann sogar Devisenreserven anhäufen, weil sie eine durchaus mögliche Aufwertung der eigenen Währung durch Interventionen verhindert.

Dass in dem Land gleichzeitig die internationale Wettbewerbsfähigkeit aller Unternehmen erodiert, weil die heimischen Unternehmen ja nicht nur unter dem Druck der Importe stehen, sondern auch auf den Exportmärkten langsam aber sicher den Boden unter den Füßen verlieren, sieht zunächst keiner und will auch keiner sehen. Allmählich aber passiviert sich die Leistungsbilanz, diese Tendenz wird immer stärker, und die internationalen Kapitalgeber werden nervös. Nicht, dass das Land unbedingt dieses meist kurzfristig Anlage suchende Kapital bräuchte, um im Inland in Sachanlagen zu investieren, die Gefahr kommt aus anderer Richtung. Bei hoher Abhängigkeit von ausländischem Kapital zur Finanzierung der Importe (nichts anderes ist ein Leistungsbilanzdefizit) genügt der kleinste Anlass, um

die ausländischen Anleger in Panik zu versetzen, weil sie eine Abwertung der Währung fürchten und dadurch Verlust aus ihrer Finanzanlage.

Wenn das aber passiert, steht das Land vor einer schweren Entscheidung: Abwerten und die Anpassungsleistung der vergangenen Jahre in Form geringerer Inflation in Frage stellen (denn die bei Abwertung sich automatisch verteuernenden Importgüter treiben die Inflation dann wieder in die Höhe) oder mit Interventionen der Zentralbank dagegenhalten? Letzteres haben viele versucht, es ist aber fast nie gelungen. Denn die Devisenreserven, die die Zentralbank braucht, um die eigene Währung zu stützen (dazu muss sie die eigene Währung mit fremder Währung kaufen), hat sie nur in begrenzter Menge. Das wissen diejenigen, die jetzt auf eine Abwertung spekulieren und sie können sich quasi ausrechnen, wann die Zentralbank aufgeben muss. In dieser Situation ist dann der Gang zum Konkursrichter vorgegeben, und der sitzt in Washington und heißt IWF.

Aber statt dem Land die Möglichkeit zu geben, in geordneter Weise abzuwerten und sich dann wieder auf seine heimischen Ziele zu konzentrieren, hat der IWF in den neunziger Jahren in extensiver Weise seine Macht missbraucht und die Möglichkeit genutzt, seine Kredithilfe an Konditionen zu koppeln, die die Regierung entmachteten und in der Regel mit dem eigentlich zu lösenden Problem nicht das Geringste zu tun hatten. Abgewertet wurde üblicherweise aber auch, und das war die Maßnahme, die vermutlich in den meisten Fällen als einzige gewirkt hat und dem Land die Möglichkeit gab, wieder auf einen Wachstumspfad zurückzukehren. Man hat ja in Südeuropa jetzt gesehen, dass sich ohne Abwertung die ganze IWF-Rezeptur als Hexengebräu entpuppt.

So gingen die Länder Asiens, Lateinamerikas, Osteuropas und viele andere durch die IWF Hexenküche und lernten, dass sie auf jeden Fall vermeiden mussten, jemals wieder in so eine missliche Lage zu geraten. Sie lernten, dass es gefährlich ist in dieser Welt, ein Schuldner zu sein, denn der Schuldner ist immer an allem Schuld. Folglich werden sie versuchen, das Schuldnerschicksal mit allen Mitteln zu vermeiden. Das macht dann auch denen das Leben schwer, die glauben, sie müssten für immer Gläubiger sein. Es bringt die Notenbanken der Welt in eine missliche Lage, weil sie die Zinsen nicht so weit senken können, bis sich genügend Schuldner finden, so dass Deflation droht. Die wichtigste Lektion, die es aus diesem Dilemma zu lernen gilt, ist, dass die Welt ein Währungssystem braucht, in dem der Schuldner gleichberechtigt agieren darf. Wie das genau aussehen soll, werden wir in einer der nächsten Folgen klären.

Über den Autor



Heiner Flassbeck ist Honorarprofessor an der Universität Hamburg, war Chef-Volkswirt der UNCTAD und Staatssekretär im BMF. Seine Hauptarbeitsgebiete sind die Globalisierung, die Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung und Geld- und Währungstheorie.

Veröffentlicht am: 28.03.2014 | Editiert am: 25.05.2016

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2014/03/unser-geldsystem-ix-die-neunziger-jahre-das-jahrzehnt-der-waehrungskrisen/>