

Kapitalströme in Ostasien seit der Krise von 1997¹

Seit der Krise in Ostasien vor sechs Jahren haben die Kapitalströme zwischen dieser Region und der übrigen Welt bedeutende Veränderungen erfahren. Diese Veränderungen waren eine Antwort auf den Wandel der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in und ausserhalb der Region. Bestimmte Merkmale des neuen Musters der Kapitalströme werfen jedoch einige wichtige politische Fragen auf.

Die erste betrifft Ostasiens beträchtlichen Nettokapitalexport. Die Auslandsnachfrage, die zu einem Exportüberschuss führte, hat zweifellos die Erholung von der Asien-Krise begünstigt. Darüber hinaus kam der damit verbundene Kapitalzufluss den USA auch bei der Finanzierung ihres Leistungsbilanzdefizits zugute. Allerdings ist es schwer vorstellbar, dass die Region langfristig in so grossem Umfang Ersparnisse exportieren kann – oder dass das US-Defizit auf unbestimmte Zeit tragbar bleibt.

Zweitens betreibt Ostasien einen internationalen Risikoaustausch, der die Staatsfinanzen und Unternehmensbilanzen in der Region stabilisiert und die Störanfälligkeit der ostasiatischen Volkswirtschaften verringert. Dies geschieht durch den Export von relativ sicherem Kapital und den Import von Kapital mit höherem Risiko: Ostasien kauft hochwertige US-amerikanische, europäische und japanische Staatspapiere sowie Schuldtitel staatsnaher Körperschaften („Agencies“), während es Realvermögen, Aktien und Anleihen von mittlerer bis geringer Bonität verkauft. Dieses Muster hat Anlass zu der Kritik gegeben, es habe die Entwicklung der eigenen Anleihemärkte Ostasiens behindert.

Im vorliegenden Feature werden zuerst die *Nettokapitalströme* von Ostasien in die übrige Welt untersucht; der zweite Teil ist den *Bruttokapitalströmen* gewidmet, insbesondere den Importen von risikoreicherem Kapital und den Exporten von risikoärmerem Kapital. In einem dritten Teil werden die kritischen Einwände gegen diese Muster der Kapitalströme erörtert; besonderes Augenmerk gilt dabei der Rolle, die die Bruttoströme in einigen Fällen bei dem rasanten Anstieg der Währungsreserven gespielt haben. Zum Schluss dieses Features werden Politikoptionen erörtert, eventuellen Fehlentwicklungen im derzeitigen Muster der Kapitalströme zu begegnen. Diese bestehen u.a. darin, dass Ostasien die Umstrukturierung seines Banken- und

¹ In diesem Feature kommen die Ansichten des Autors zum Ausdruck; sie entsprechen nicht unbedingt denen der BIZ.

seines Unternehmenssektors abschliesst, dass es sowohl Institutionen für langfristige Anlagen als auch Anleihemärkte entwickelt und dass es sich weniger als bisher auf den Export als Wachstumsmotor stützt. Eine konstruktive Antwort auf diese Herausforderungen wäre ein Beitrag zu einem tragfähigeren Muster der Leistungsbilanzüberschüsse und -defizite sowie der damit verbundenen Kapitalströme in der Weltwirtschaft.

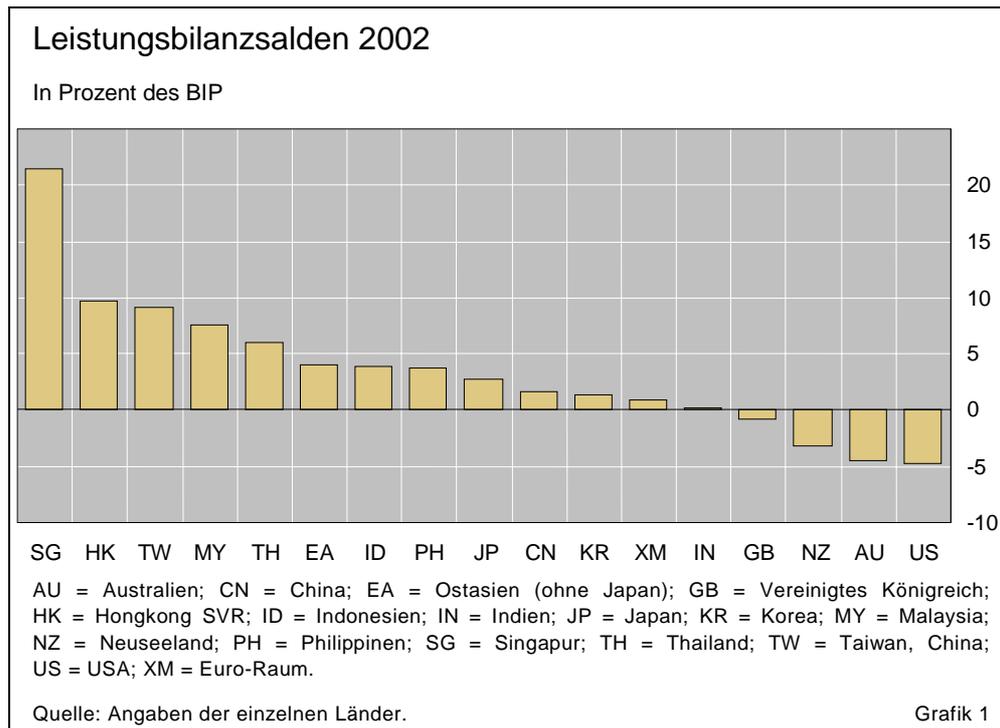
Trends bei den Nettokapitalströmen

Rückblickend erscheint die Ostasien-Krise als Folge eines abrupten Mittelabzugs durch die übrige Welt angesichts zusehends fallender Preise für Vermögenswerte sowie der angespannten Finanzlage von Unternehmen und Banken. Dies bedeutete unweigerlich das Ende der Leistungsbilanzdefizite und den Beginn der Schuldentilgung Ostasiens. In den Jahren 1995/96, vor der Krise, belief sich das aggregierte Leistungsbilanzdefizit der ostasiatischen Länder ohne China und Japan auf \$ 28,5 Mrd. – von den hohen Defiziten Malaysias und Thailands über die moderaten Defizite der Sonderverwaltungsregion (SVR) Hongkong, Indonesiens, Koreas und der Philippinen bis zu den Überschüssen von Singapur und Taiwan, China (im Folgenden Taiwan). Bis 1999/2000 war die Leistungsbilanz auf einen Überschuss von \$ 88 Mrd. empor geschneilt. 2001/02 verharrte sie auf etwa gleicher Höhe. Einschliesslich der Überschüsse Chinas und Japans beläuft sich der Leistungsbilanzüberschuss der Region auf über \$ 200 Mrd. (Tabelle 1). In mehreren Ländern Ostasiens blieben die Leistungsbilanzüberschüsse im Jahr 2002 in der Korrelation zum Inlandsprodukt relativ hoch (Grafik 1). Durch die Kumulierung der Leistungs-

Ostasiens
Leistungsbilanz um
über \$ 100 Mrd.
empor geschneilt ...

Leistungsbilanzsalden			
	1995/96	1999/2000	2001/02
	Mrd. US-Dollar		
Japan	87,7	117,4	100,6
Ostasien (ohne Japan)	-24,1	108,8	111,4
Euro-Raum	50,5	-52,4	21,3
China	4,4	20,8	26,4
Taiwan, China	8,3	8,6	21,8
Singapur	13,7	16,2	18,3
Hongkong SVR	-4,1	8,2	12,1
Korea	-15,8	18,4	7,2
Malaysia	-6,6	10,5	7,3
Indonesien	-7,0	6,9	7,1
Thailand	-14,1	10,9	6,9
Philippinen	-3,0	8,2	4,4
Indien	-5,8	-3,7	2,5
Neuseeland	-3,5	-3,1	-1,6
Australien	-17,5	-18,7	-13,2
Vereinigtes Königreich	-13,9	-30,4	-18,0
USA	-111,8	-351,6	-448,4

Quellen: © Consensus Economics; J.P. Morgan; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle 1



bilanzüberschüsse sind einige Länder der Region von internationalen Nettoschuldnern zu internationalen Nettogläubigern avanciert. Das rasante Tempo dieses Umschwungs unterstreicht die Tatsache, dass Ostasien vor der Krise nicht unter zu hoher Auslandsverschuldung litt.

... bei rückläufiger Investitionstätigkeit

Generell war der Rückgang der Investitionen der Unternehmen bei gleichzeitig hoher Sparquote der Privathaushalte ursächlich für Ostasiens Umschwung von Zahlungsbilanzdefiziten zu Zahlungsbilanzüberschüssen. Veränderungen der Haushaltslage in einzelnen Ländern bewirkten allgemein nur eine Abschwächung dieses Umschwungs. Zuerst bremste die Wirtschaft Ostasiens ihre Investitionstätigkeit, als sich die Unternehmen mit einer empfindlichen Verknappung ausländischer Finanzmittel konfrontiert sahen. Mit der Zeit spiegelten anhaltende Finanzüberschüsse der Unternehmen eine schwache Investitionsnachfrage angesichts ihrer Überkapazitäten und ihrer Bemühungen um die Sanierung ihrer Bilanzen wider.

Anstieg des US-Defizits absorbiert ostasiatischen Leistungsbilanzüberschuss ...

Dem Leistungsbilanzüberschuss Ostasiens entspricht ein Nettokapitalabfluss aus der Region. Wichtigster Empfänger dieses Kapitals sind die USA. Natürlich wiesen die USA schon vor der Krise – als Ostasien als Ganzes ein Defizit hatte – ein erhebliches Leistungsbilanzdefizit aus. Zwischen 1995/96 und 1999/2000 stieg das US-Leistungsbilanzdefizit jedoch um \$ 240 Mrd. und ermöglichte dadurch die Steigerung der Exporte Ostasiens (ohne China und Japan) um netto \$ 116 Mrd.²

Aus regionaler Perspektive bedeutete das exportinduzierte Wachstum, das den Leistungsbilanzüberschuss erhöhte, einen willkommenen Impuls, der

² Einige Ostasien-Analysten behaupten, auch China habe einen Teil der zusätzlichen Exporte Ostasiens absorbiert, wobei nicht gezählte Importe Chinas Leistungsbilanzüberschuss im Widerspruch zu den amtlichen Statistiken verringern würden.

die Härten der Umstrukturierung der Finanzinstitute und Unternehmen teilweise ausglich. Auch für die USA war der Anstieg des Leistungsbilanzdefizits in den späten neunziger Jahren insgesamt nicht ungünstig, denn er traf mit einem raschen Inlandswachstum zusammen, durch das die Preisstabilität in den USA gegen Ende 1996 unter Druck geriet. Aufgrund des Zusammentreffens verstärkter Importe aus Ostasien mit dem kräftigen Wachstum und dem beginnenden Preisdruck in den USA konnte die notwendige Verschärfung der Geldpolitik dort in Grenzen gehalten werden.

Heute stellt sich die Lage der US-Wirtschaft ganz anders dar. Obwohl die Rezession von 2001 weder lang noch tief war, herrscht weiter Ungewissheit über die Nachhaltigkeit der Nachfrage der privaten Haushalte und die Voraussetzungen für eine Erholung der Anlageinvestitionen. Inflation ist praktisch kein Thema mehr. Vielleicht weniger bedeutsam, aber nicht völlig zu vernachlässigen, ist das schiere Ausmass des US-Leistungsbilanzdefizits: Es entspricht inzwischen rund 5% des BIP, fast 10% der Bruttoersparnisse der übrigen Welt. Die Nettoauslandsverschuldung der USA ist auf fast \$ 2 Bio. angestiegen, mehr als ein Fünftel ihrer Produktion und fast das Doppelte ihrer Exporte zum Jahresende 2001. Zwar sind die Renditen der US-Auslandsaktiva höher als die der US-Auslandsverbindlichkeiten (hierauf wird im Folgenden zum Teil noch eingegangen), was die Auswirkungen der Schuldendienstverpflichtungen bislang milderte, doch seit 2002 verzeichnet die Wirtschaft der USA bei den Erträgen netto einen Abfluss für die Schuldenbedienung. Unter diesen Umständen können Ostasiens Entscheidungsträger nicht erwarten, dass die Entwicklungen des Aussenhandels, die den USA in den späten neunziger Jahren willkommen waren, unbegrenzt anhalten können.

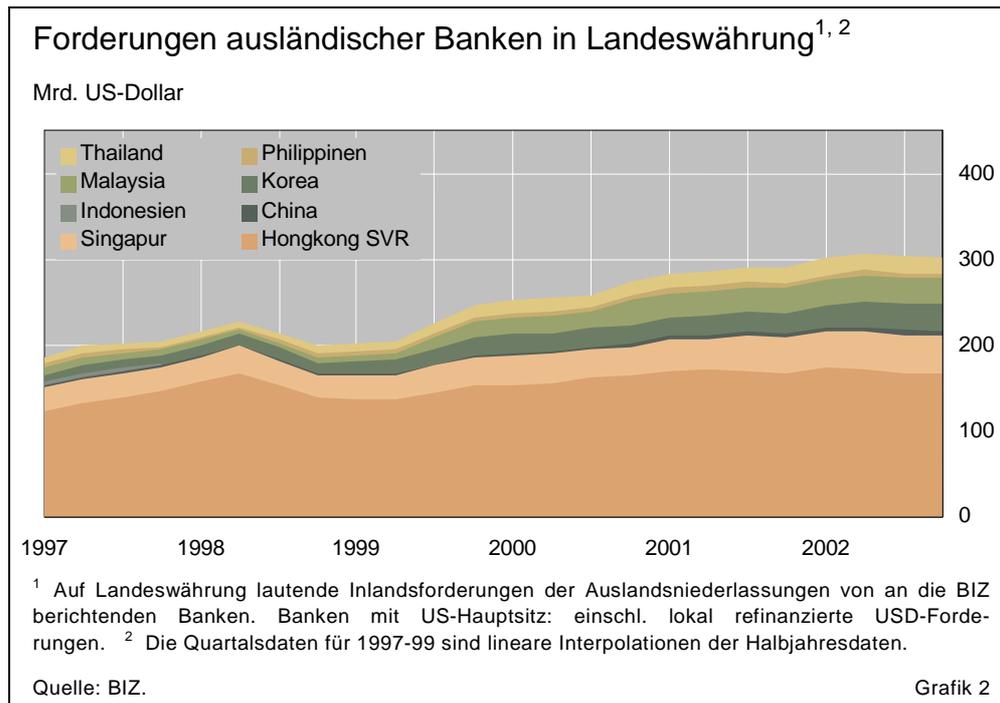
... und führt zu einer hohen Auslandsverschuldung der US-Wirtschaft

Trends bei den Bruttokapitalströmen

Ostasiens Nettokapitalexport entspricht einem internationalen Risikoaustausch durch umfangreiche Kapitalströme in beiden Richtungen. Insbesondere importierte Ostasien Kapital mit höherem Risiko und exportierte relativ sicheres Kapital. Dabei konnten die ostasiatischen Volkswirtschaften insgesamt ihre Bilanzen stärken. Insbesondere nutzte Ostasien die globalen Finanzmärkte, um Schulden abzubauen und seine Liquidität zu verbessern, indem es Mittel in Form von Beteiligungs- und nachrangigen Schuldtiteln hereinholte und gleichzeitig Schulden tilgte und liquide Aktiva aufbaute.

Den grössten Anteil am Zufluss von Risikokapital nach Ostasien hatten ausländische Direktinvestitionen. Obwohl viel darüber diskutiert wurde, ob Direktinvestitionen in China nicht auf Kosten solcher Investitionen in anderen Ländern gingen, erlebte Korea nach der Asien-Krise einen steilen Anstieg der Kapitalzuflüsse. Mit privatem Beteiligungskapital wurden zahlungsunfähige Banken rekapitalisiert und gelegentlich auch notleidende Kreditportfolios erworben. Einen oft übersehenen Zufluss von Risikokapital bedeutete der erhebliche Anstieg der Kreditvergabe ausländischer Banken in Landeswährung (Grafik 2). Auch wenn der Umfang des jeweiligen Beitrags zu den ausländischen Direktinvestitionen davon abhängen kann, ob die Kreditvergabe in der

Zufluss von Risikokapital trägt zur Rekapitalisierung zahlungsunfähiger Banken bei ...



Rechtsform örtlicher Tochterinstitute oder Zweigniederlassungen geschieht, haben ausländische Banken effektiv in beiden Fällen Kapital zugeführt, das eine Zunahme der Kreditschöpfung in Landeswährung unterstützte (McCauley, Ruud und Wooldridge 2002).

... verstärkt Portfolioinvestitionen in Form von Beteiligungstiteln ...

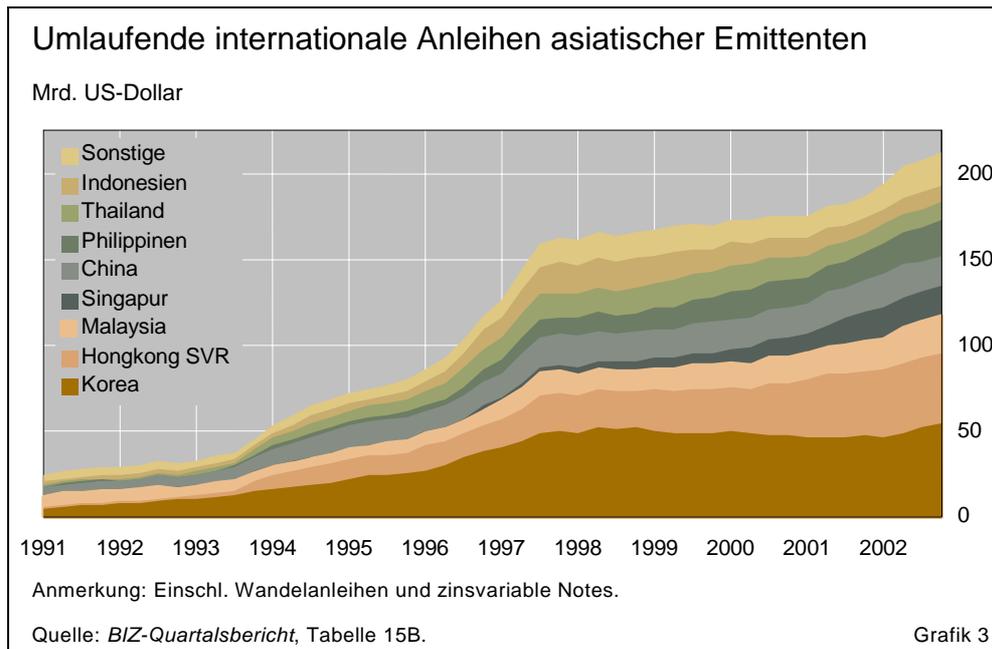
Auch beim Beteiligungskapital, einer weiteren Form des Risikokapitals, ist seit der Krise insgesamt ein Zufluss in die Region zu verzeichnen, der allerdings den Schwankungen der Aktienmärkte an den grossen internationalen Finanzplätzen unterworfen war. Trotz dieser Schwankungen könnte der mittelfristige Trend durchaus steigend sein. Seit der Krise ist die Korrelation der ostasiatischen Aktienmärkte (ausser China) zu den wichtigsten internationalen Aktienmärkten tendenziell gestiegen. Die Ursache hierfür wird in der engeren Bindung der Exporte, der Industrieproduktion und des generellen Wirtschaftswachstums Ostasiens an die wichtigsten Märkte gesehen.

... und Schuldtiteln

Auch in anderen Formen ist Risikokapital seit der Krise nach Ostasien geflossen. Die Banken der Region verkauften auch nachrangige Schuldtitel an Anleger in New York. Von Staaten und Unternehmen emittierte Anleihen unterhalb der Anlagequalität, aber auch in Anlagequalität wurden international abgesetzt (Grafik 3).

Kapitalabflüsse bevorzugt in risikoarme Instrumente

In der anderen Richtung floss Kapital aus Ostasien in risikoarme Wertpapiere und durch Interbankkanäle ab. Erworben wurden vor allem US-Schatzpapiere, US-Agency-Titel, europäische und japanische Staatspapiere. Angesichts der Zusammensetzung der netto von ostasiatischen Käufern erworbenen US-Anleihen dürfte der durchschnittliche Zinsaufschlag auf Schatzpapiere kaum viel mehr als 20 Basispunkte betragen haben (Grafik 4). Darüber hinaus bauten Banken und Zentralbanken Einlagen bei grossen internationalen Banken auf. Der sehr umfangreiche Abbau von US-Dollar-Schulden durch die Unternehmen der Region führte zu einem



Mittelfluss, der Risikokapital und risikoarme Mittel kombiniert: Durch die Rückzahlung von rund \$ 300 Mrd. seit der Krise wurde bei den Banken Eigenkapital in Höhe von etwa einem Zehntel dieses Betrags frei, während die tatsächlich zurückgezahlten Mittel in Form risikoarmer Interbankmittel in das globale Bankgeschäft flossen (Grafik 5). In diesem Sinn hat Ostasien die übrige Welt mit sicherem Kapital versorgt.

Ostasiens Kapitalzuflüsse und -abflüsse unterscheiden sich nicht nur in ihren Risikoprofilen – auch die jeweiligen Geschäftspartner sind andere. Die Kapitalströme nach Ostasien bestehen im Allgemeinen aus Käufen privater (zuweilen privatisierter) Aktiva durch private Anleger. Auf der Seite der Abflüsse hingegen investieren staatliche Stellen den Erlös aus Devisenmarktinterventionen in staatliche oder staatsnahe Instrumente wie US-Agency-Titel.³ Während das chinesische Bankensystem im Zeitraum 1999-2001 mehr Mittel exportierte als die staatliche Reservenverwaltung Chinas, war die Wahl der Anlageinstrumente recht ähnlich (Ma und McCauley 2002).

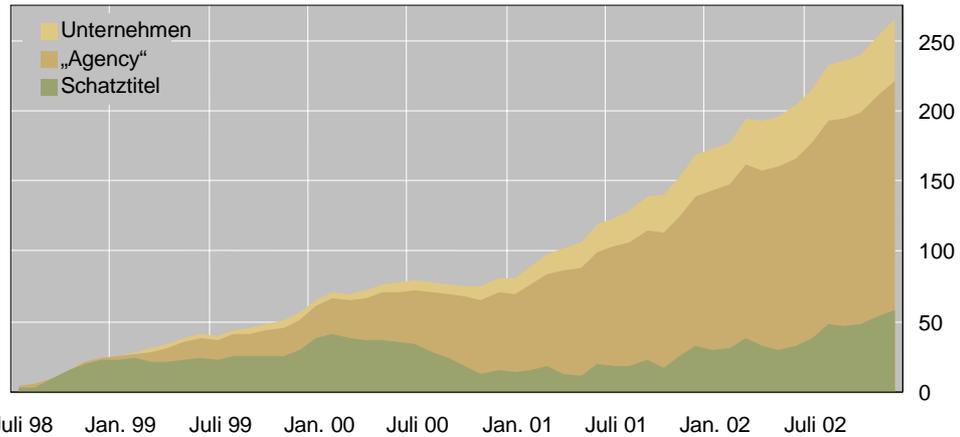
Die willkommene Stärkung der Finanzstrukturen in Ostasien durch diese Bruttokapitalströme hatte ihren Preis. Dieser Preis kann als Zinsaufschlag für Kredite oder als eine Art Risikoprämie für Aktien verstanden werden. Die Renditen von nachrangigen Dollarschuldtiteln indonesischer oder koreanischer Banken waren z.B. bei Begebung 3 bis 4 Prozentpunkte höher als die sichereren Renditen der Anlage von Währungsreserven. Bei 234 auf Dollar oder Euro lautenden Anleihen (im Gesamtwert von \$ 84 Mrd.), die im Zeitraum 1997 bis 2002 von ostasiatischen Emittenten begeben wurden, betrug der

Ostasien zahlt einen Risikoaufschlag ...

³ Diese Verallgemeinerung ist natürlich nicht für alle Länder und zu allen Zeiten gültig. In Thailand war die Tilgung von Dollarschulden durch Unternehmen (eine Transaktion unter Privatparteien) generell umfangreicher als die Anlage neuer Währungsreserven durch die Bank of Thailand.

Nettoerwerb langfristiger US-Schuldtitel durch ostasiatische Käufer

Kumuliert, Mrd. US-Dollar



Quelle: Finanzministerium der USA.

Grafik 4

durchschnittlich gezahlte Renditenaufschlag gegenüber US-Schatzanleihen oder anderen Staatsanleihen mit Benchmarkstatus 233 Basispunkte (Grafik 6).

... der angesichts der Risiken in der Region verständlich sein dürfte

Ob dies ein gutes Geschäft für Ostasien ist, ist schwer zu sagen. Die Asymmetrie des Risiko-austausches zwischen Ostasien und der übrigen Welt widerspricht der Lehrmeinung über globale Kapitalmärkte, nach der erwartet wird, dass Anleger globale Märkte nutzen, um ihren Bestand an riskanten Forderungen zu diversifizieren. Die ostasiatischen Volkswirtschaften aber weiten ihre Bilanzen aus, indem sie systematisch Risiken auf die übrige Welt übertragen und Liquidität aufbauen. In gewissem Umfang kann dies für diejenigen ostasiatischen Volkswirtschaften sinnvoll sein, die stark auf die globale Nachfrage ausgerichtet sind („High-Beta“-Volkswirtschaften), zum Teil weil sie stark in der Technologieproduktion engagiert sind. Hier können nicht nur die Vorteile der Diversifizierung ihre Grenzen haben (wie an den recht starken Aktienmarktkorrelationen erkennbar ist), sondern ein Liquiditätspolster kann bei einem plötzlichen Einbruch im Technologiegeschäft besonders wertvoll sein.

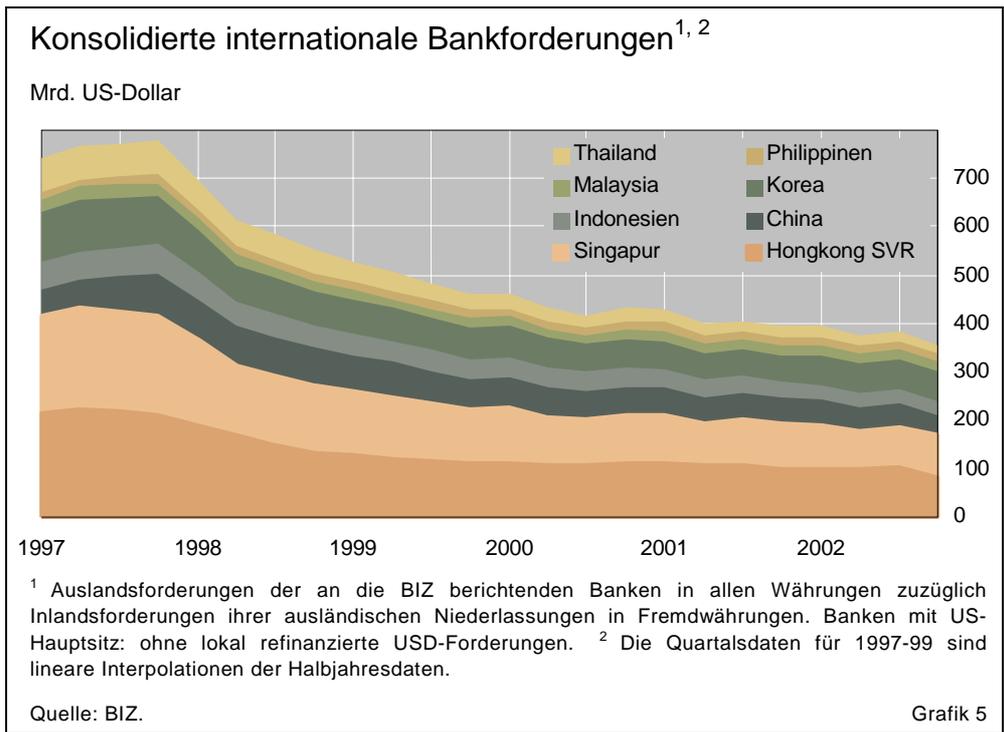
Absorption ost-asiatischer Risiken und Liquidität für US-Wirtschaft von Vorteil

Aus der Perspektive der USA vergrößert der Export von Risikokapital nach Ostasien die Bruttoströme, die sie zur Finanzierung ihres Leistungsbilanzdefizits benötigen. Längerfristig bedeutet diese Risikointermediation gegenüber Ostasien und anderen Regionen natürlich Einnahmen für die US-Wirtschaft (die andere Seite der Aktienrisikoprämie), die als Überschuss der durchschnittlichen Aktivarendite gegenüber der durchschnittlichen Passivarendite in Erscheinung tritt.⁴

Solide Finanzlage Voraussetzung für solche globale Intermediation

Indem sie risikoreiche Aktiva der Region mit risikoärmeren Verbindlichkeiten finanziert, dient die US-Wirtschaft Ostasien sozusagen als internationaler Finanzintermediär oder Bank. Auf lange Sicht kann eine Bank jedoch nicht auf einer schrumpfenden Kapitalbasis expandieren. Im Fall eines Landes,

⁴ Bei dem Risiko-austausch zwischen den USA und dem Euro-Raum in den späten neunziger Jahren absorbierte dagegen der Euro-Raum Risiken; er emittierte relativ kurzfristige und risikoarme Verbindlichkeiten, um risikoreiche Aktien und ganze Unternehmen zu erwerben.



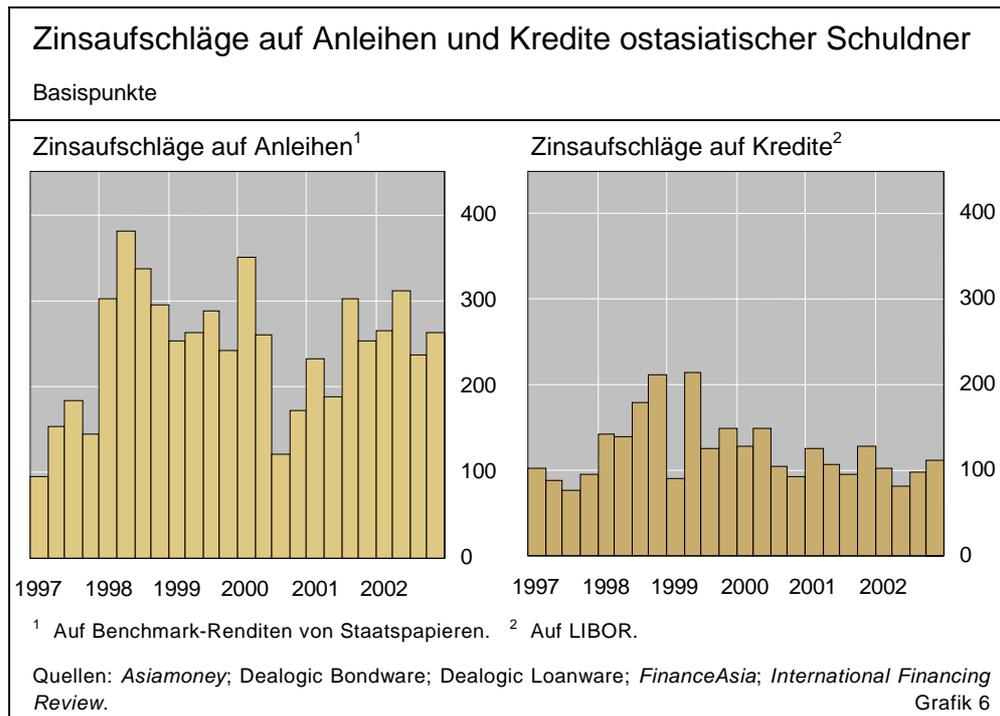
das internationale Risikoabsorption und Fristentransformation leistet, kann man die Auslandsvermögensposition als Kapitalbasis betrachten.⁵ Der Rückgang der Auslandsvermögensposition der USA kommt einer Verminderung des internationalen Reinvermögens gleich, das verfügbar ist, um Verluste bei den risikoreicheren, weniger liquiden Aktiva aufzufangen, ohne die risikoarmen, liquiden Verbindlichkeiten in Mitleidenschaft zu ziehen. Vor über 30 Jahren, als die Leistungsbilanz der USA noch ausgeglichen war, konnte die ähnlich gelagerte Sorge Robert Triffins (1969) in Frage gestellt werden – heute ist angesichts des chronischen US-Leistungsbilanzdefizits die Debatte selbst fragwürdig. Es besteht tatsächlich ein latenter Konflikt – auch wenn er derzeit weit davon entfernt ist, akut zu sein – zwischen der sich verschlechternden Auslandsvermögensposition der USA und der Rolle, die sie in der internationalen Finanzrisikointermediation spielen.

Kritik am Verlaufsmuster der Kapitalströme

Gegen die gerade beschriebenen Kapitalströme ist zweierlei Kritik laut geworden. Erstens sehen manche Beobachter aus Gründen des Wohlstands und sogar der Moral einen Kapitalfluss *aus* Ostasien *in* die USA als fragwürdig an. Schliesslich bedeutet dies, dass Mittel generell *von* relativ armen Volkswirtschaften – die rasche Produktivitätszuwächse aufweisen, relativ junge Bevölkerungen haben und zu Wachstumsraten in der Grössenordnung von 5-10% fähig sind – *in* eine reife Volkswirtschaft fließen, auch wenn diese in letzter

Soll eine rasch wachsende Region Kapital in eine reife Volkswirtschaft exportieren?

⁵ Eine weitere und weniger strenge Auslegung der Kapitalbasis ist der Kapitalstock der gesamten Volkswirtschaft; diese Auslegung setzt allerdings eine sehr starke Fähigkeit voraus, die Produktion nicht handelbarer Güter in die Produktion handelbarer Güter umzuwandeln.



Zeit Produktivitätsgewinne verzeichnen konnte. Aus einer anderen Perspektive werden dieselben Leistungsbilanzüberschüsse kritisiert, weil sie eine ungesunde Abhängigkeit der Region von der Auslandsnachfrage vermuten lassen. Darüber hinaus besteht die Sorge, dass die Wahrscheinlichkeit einer ungeordneten Anpassung der Wechselkurse wächst, je länger die US-Defizite anhalten.

Soll Ostasien sich bei der Risiko-intermediation von der Aussenwelt abhängig machen?

Zweitens gibt es Bedenken, dass die Bruttokapitalströme von Asien zu wichtigen Finanzplätzen und zurück nach Ostasien eine verpasste Gelegenheit zu verstärkter Finanzintermediation innerhalb Asiens darstellen. Die Kapitalströme aus Ostasien trügen nur zur Vertiefung des US-Anleihemarktes bei statt zur Entwicklung der ostasiatischen Anleihemärkte. An beiden Kritikpunkten ist etwas Wahres, doch beide können überzogen werden. Im Folgenden werden sie nacheinander erörtert.

Nettokapitalströme

Starker Anstieg der Währungsreserven ...

Die Kritik an den Nettokapitalströmen von Ostasien in die übrige Welt richtet sich oft gegen den Reservenauflauf in der Region. Die Anhäufung staatlicher Währungsreserven in Ostasien ist in der Tat bemerkenswert und hat den Anteil der Region an den weltweiten Reserven auf über 50% erhöht (Tabelle 2). Im Jahr 2002 verzeichneten China, Indien, Japan, Korea und Taiwan besonders hohe Zuwächse (Grafik 7).⁶ Wie bereits bemerkt, kommt die Kritik an den Nettokapitalströmen aus zwei Perspektiven. Aus der Perspektive, die eine anhaltende Vollbeschäftigung annimmt, wird argumentiert, es würden

... wird aus zwei Perspektiven kritisiert

⁶ Dieser hohe Reservenstand dürfte den Zentralbanken der Region die Zusage erleichtert haben, einander im Rahmen der Chiang-Mai-Initiative einen Teil ihrer Reserven verfügbar zu machen (s. Park und Wang 2003).

Staatliche Devisenreserven				
	1998		2002	
	Mrd. US-Dollar	Prozent	Mrd. US-Dollar	Prozent
Ostasien (ohne Japan) ¹	562,9	34,6	908,8	40,0
Japan	203,2	12,5	443,1	19,5
Pazifik-Raum ²	17,2	1,1	19,9	0,9
Welt insgesamt	1 627,8	100,0	2 274,2	100,0

¹ China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China) und Thailand. ² Australien and Neuseeland.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle 2

Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet, um Reserven aufzubauen, und dies sei eine unwirtschaftliche Investition realer Ressourcen. Aus einer mehr keynesianischen Perspektive stellen die Leistungsbilanzüberschüsse ein Mittel dar, um die Nachfrage aufrecht zu erhalten – die in Wirklichkeit aus der übrigen Welt umverteilt wird.

Gemäss der ersten Sichtweise versuchen die Währungsbehörden, die staatlichen Währungsreserven zu mehren, und intervenieren im Markt, um Leistungsbilanzüberschüsse zu absorbieren und aufrecht zu erhalten. Die wahrgenommenen Kosten und die potenzielle Unwirtschaftlichkeit dieser Politik ergeben sich aus der Inkongruenz zwischen dem Nutzen der einbehaltenen Ressourcen (nämlich der Grenzproduktivität des Kapitals in der Volkswirtschaft) und der Rendite der Reserven (nämlich den risikofreien internationalen Zinsen). Die Behauptung geht mit anderen Worten dahin, dass durch die Zahlungsbilanz reale Ressourcen absorbiert werden, um finanzielle Aktiva in reifen, ausländischen Volkswirtschaften zu erwerben, deren Rendite geringer ist als die anderer Anlagen im Inland. Dies erinnert an die einstige Kritik an kolonialen Currency-Board-Systemen, sie zwängen die Kolonien zu Leistungsbilanzüberschüssen, um ihre Währung zu decken. Bei dieser Auslegung ist das Wachstum von Reserven nicht vollständig rational. Einige kritische Beobachter sehen den Reservenaufbau sogar als einen Wettbewerb – weniger gefährlich, aber nicht weniger kostspielig als ein Wettrüsten –, bei dem auf den Einsatz realer Ressourcen verzichtet wird, um die Reservenstände der Nachbarn zu übertreffen.

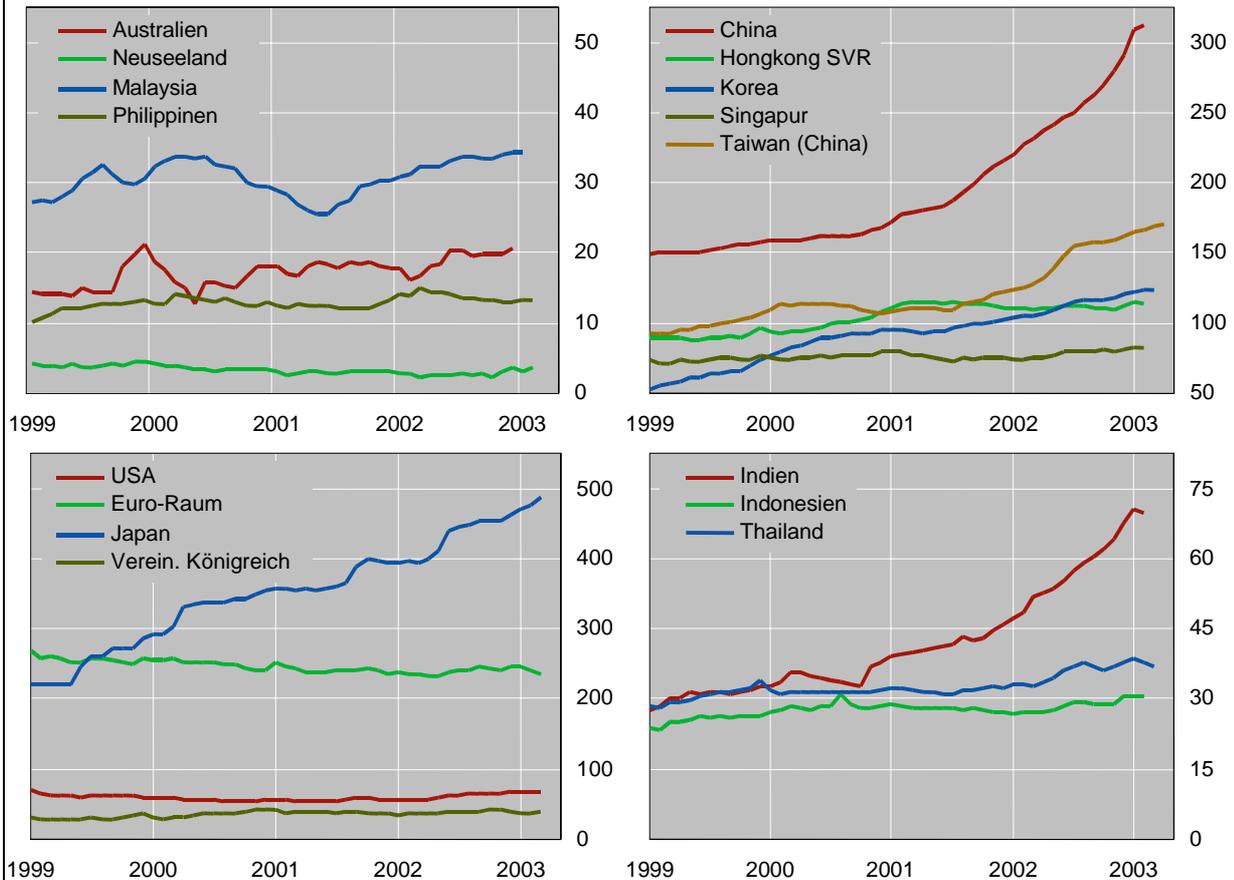
Ein Grossteil der Veränderung der Währungsreserven in Ostasien ist jedoch nicht den Leistungsbilanzen, sondern Kapitalströmen zuzuschreiben. Tatsächlich hat sich die Korrelation zwischen Reservenwachstum und Leistungsbilanzüberschüssen der Region in den Jahren seit der Krise gelockert. Zugegebenermassen scheint die Korrelation in der Gesamtschau durchaus fundiert: Die asiatischen Länder (ohne Japan) hatten im Zeitraum 1999-2002 einen aggregierten Leistungsbilanzüberschuss von \$ 440 Mrd. (Tabelle 1), und ihre Reserven stiegen um \$ 346 Mrd. (Tabelle 2). Doch während das Wachstum der Reserven im Zeitraum 1999/2000 in Taiwan, Korea und der SVR Hongkong etwa dem Leistungsbilanzüberschuss

Reservenaufbau als unwirtschaftliche Investition realer Ressourcen kritisiert ...

... trotz schwacher Verbindung zwischen Währungsreserven und Leistungsbilanz

Devisenreserven

Mrd. US-Dollar



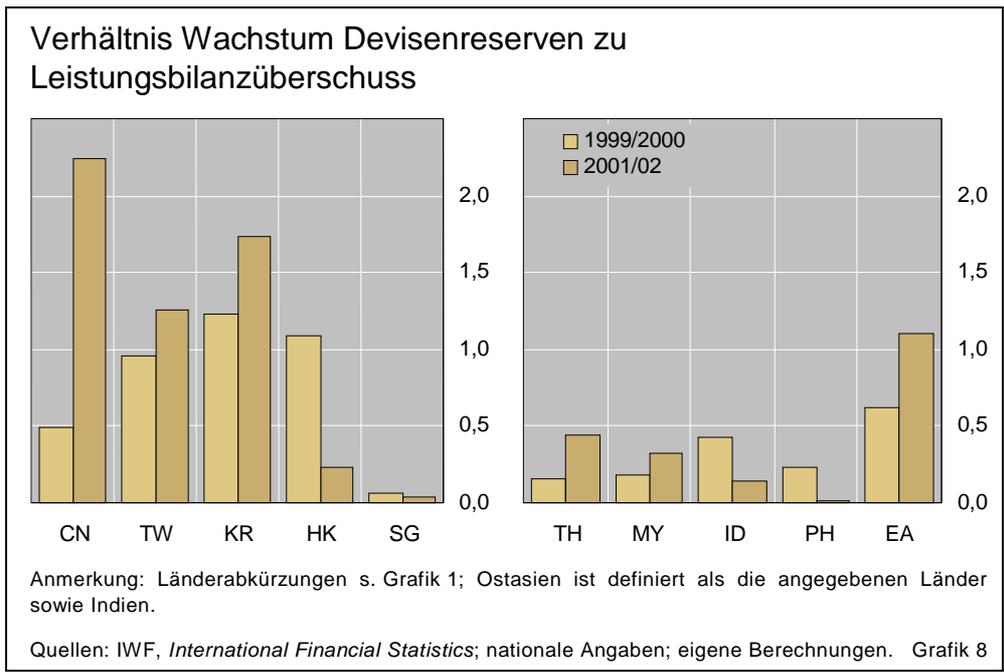
Quellen: IWF, *International Financial Statistics*; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 7

entsprach, wuchsen Chinas Reserven im gleichen Zeitraum nur halb so schnell wie seine Leistungsbilanz, und Singapurs Reserven fast gar nicht (Grafik 8).⁷ In den Jahren 2001/02 hingegen, als die Renditen von US-Dollar-Anlagen gegenüber den Renditen von Anlagen in Landeswährung fielen, wuchsen die Reserven in China, Taiwan und Korea schneller als die Leistungsbilanzen.⁸ Die Zunahme von Chinas Währungsreserven um \$ 72 Mrd. im Jahr 2002 lässt sich schwerlich auf seinen Leistungsbilanzüberschuss von \$ 35 Mrd. zurückführen. Im Übrigen ist auch der Anstieg der indischen Währungsreserven um \$ 40 Mrd. in den letzten vier Jahren wohl kaum einem Leistungsbilanzüberschuss zu verdanken, der erst gegen Ende 2001 eintrat. Was also in der Gesamtschau zutrifft, ist durchaus nicht einheitlich für alle Länder und Jahre gültig.

⁷ In China führten durch höhere Dollarrenditen motivierte Umschichtungen in Dollarbank-einlagen zu Abflüssen privaten Kapitals und einer begrenzten Zunahme der Reserven (s. Ma und McCauley 2003).

⁸ In der SVR Hongkong wurden Haushaltsdefizite mit dem Abbau staatlicher Fremdwährungsreserven finanziert, sodass die Leistungsbilanzüberschüsse nicht mit einer sonderlich grossen Zunahme der Reserven einhergingen. Durch die Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar im erstgenannten Zeitraum blieb das Wachstum der Reserven, in Dollar gemessen, gering; durch die Euro-Aufwertung im späteren Zeitraum stieg es dann steil an. Der Umfang dieses Effekts erklärt allerdings den Unterschied zwischen den beiden 2-Jahres-Zeiträumen nicht.



Die erwähnte altbekannte Kritik an den kolonialen Currency-Board-Systemen war einseitig, denn sie übersah die Kreditaufnahme im Ausland – oder, allgemeiner, internationale Kapitalströme – als Quelle für die Auslandsaktiva, die zur Deckung der Währung benötigt wurden.⁹ So ist auch die Gleichsetzung des Anstiegs der Währungsreserven in Ostasien mit Leistungsbilanzüberschüssen bestenfalls einseitig.

Die Kritik hat auch andere als faktische Grenzen. Sie übersieht, dass es in einem gewissen Ausmass inländische Externalitäten des Reservenstands gibt, da er sich auf die internationale Einschätzung der Kreditwürdigkeit eines Landes auswirkt. Wenn Reserven die Wahrscheinlichkeit einer Krise verringern, die 5% des BIP kosten könnte, sind die Kosten ihrer Haltung möglicherweise gerechtfertigt. Auch kann man nicht einfach davon ausgehen, dass eine geringere Anhäufung von Reserven durch mehr Inlandsinvestitionen mit relativ hoher Rentabilität ausgeglichen worden wäre.

Aus einer eher keynesianischen Perspektive wird der Reservenzuwachs als Nebenprodukt von Devisenmarktinterventionen gesehen, die einer Aufwertung der Währung und den darauf folgenden Einbussen bei der Auslandsnachfrage entgegenwirken sollen. Das Ziel ist die Aufrechterhaltung der Gesamtnachfrage, nicht höhere Reserven per se. So gesehen, deuten die Leistungsbilanzüberschüsse und der Aufbau der Devisenreserven in Ostasien eher auf eine gewisse binnenwirtschaftliche Schwäche als auf Stärke hin. Insbesondere kann eine schwache Inlandsnachfrage ein Anzeichen für einen Investitionsüberhang oder für die Zweckentfremdung des Cashflows von Unternehmen für den Schuldenabbau sein. Wenn das Bankensystem eines Landes mit notleidenden Krediten belastet ist, können gleichzeitig inländische Firmen, die den

Reservenzuwachs auch als Zeichen zu starker Auslandsabhängigkeit kritisiert

⁹ Die Vorstellung, dass nicht Leistungsbilanzüberschüsse, sondern langfristige Fremdmittel aus dem Ausland die Auslandsaktiva darstellen, die eine Währung mit Currency Board decken, lässt jedoch die Spanne zwischen dem Sollzinssatz und dem Habensatz für die Platzierung von Auslandsaktiva an internationalen Finanzplätzen ausser acht (s. De Cecco 1974).

Binnenmarkt bedienen, Mühe haben, Kredit zu erhalten. Würden die Ausgaben Privater – Verbrauch oder Investitionen – im Inland stärker, könnten die ostasiatischen Währungsbehörden ihre Interventionen reduzieren und eine gewisse Aufwertung ihrer Währungen akzeptieren, sodass eine Verringerung ihrer Leistungsbilanzüberschüsse einträte. Einige der im Folgenden beschriebenen Möglichkeiten der Politik, z.B. eine Stärkung der Kreditschöpfungsfähigkeit der Banken, könnten auch die Investitionen gegenüber dem Sparaufkommen anheben.

Auch diese Perspektive hat die Schwäche, Wachstum von Devisenreserven mit Leistungsbilanzüberschuss gleichzusetzen. Doch es gibt auch Kritik von Beobachtern, die erkennen, dass das Kapital zwischen Ostasien und der übrigen Welt in beiden Richtungen fließt.

Bruttokapitalströme

Bruttokapitalströme liessen sich zum Nutzen der Region kurzschliessen ...

Am Verlaufsmuster der Bruttokapitalströme zwischen Ostasien und der übrigen Welt wurde kritisiert, dass es eine verpasste Gelegenheit zur Integration des Finanzsektors in Ostasien darstelle. Im Rahmen der Geldpolitik diskutieren die Zentralbanken der Region, wie sie die Anleihemärkte Ostasiens entwickeln können (APEC 1999) – im Rahmen der Reservenverwaltung haben sie dazu beigetragen, den Markt für US-Agency-Titel zu entwickeln (McCauley und Fung 2003).

... wobei die Märkte für Dollarkredite bereits erhebliche regionale Verflechtung aufweisen

In den weitgehend in US-Dollar denominierten Märkten für internationale Anleihen und Konsortialkredite für Schuldner aus dem Ostasien-Pazifik-Raum ist die Verflechtung in Ostasien weiter fortgeschritten, als allgemein erkannt wird.¹⁰ Die Betrachtung der federführenden Emissionsinstitute bei internationalen Anleihen ostasiatischer Schuldner könnte leicht zu dem Schluss führen, dass die Integration gering ist, denn im Zeitraum April 1999 bis August 2002 betrug der Anteil der Emissionsinstitute aus Nordamerika und Europa 54% bzw. 29%, der Anteil asiatischer Institute 17%.¹¹ Ein anderes Bild zeigt sich jedoch, wenn man die ursprünglichen Geldgeber betrachtet, seien es Käufer von Anleihen am Primärmarkt oder weniger hochrangige Mitglieder von Kreditkonsortien. Wenn man bedenkt, dass die Emissionsmargen nur einen sehr kleinen Bruchteil des Gesamterlöses jeder internationalen Anleihe und jedes internationalen Konsortialkredits ausmachen, stellen die Geldgeber einen aufschlussreicheren Massstab der Integration dar. Fast die Hälfte der von ostasiatischen Schuldnern begebenen internationalen Anleihen geht an Käufer in Ostasien, und sie absorbieren einen noch höheren Anteil der Emissionen mit kürzeren Laufzeiten, wie sie für die Portfolios von Geschäfts- und Zentralbanken geeignet sind (Grafik 9). Der Handel mit Anleihen ostasiatischer Emittenten am

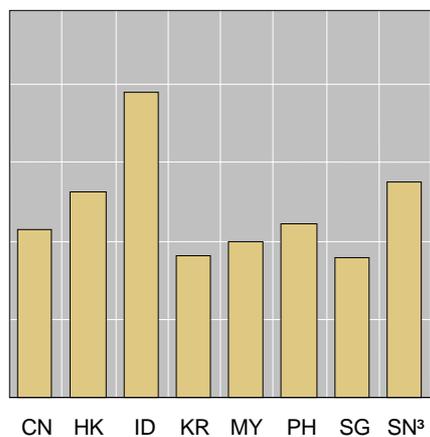
¹⁰ S. McCauley, Fung und Gadanecz (2002).

¹¹ In diesen Zahlen eingeschlossen sind HSBC und Standard Chartered, die als Banken aus Hongkong betrachtet werden. Von 1999 bis 2002 entfielen insgesamt 10% der begebenen Anleihen auf diese beiden Konzerne als Emissionsinstitute.

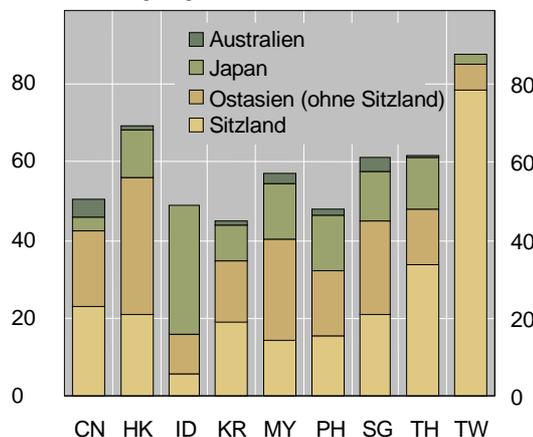
Regionale Verteilung der Anleihen und Kredite ostasiatischer Schuldner

x-Achse: Sitzland des Schuldners¹

Erwerb internationaler Anleihen²



Beteiligung an Konsortialkrediten⁴



¹ Länderabkürzungen s. Grafik 1. ² Erwerb internationaler Anleihen von ostasiatischen Schuldner durch Käufer aus der Region, April 1999 bis August 2002; Prozentsatz des Betrags nach Sitzland des Emittenten. ³ Supranational (z.B. Asiatische Entwicklungsbank). ⁴ Mittelangebot nach Nationalität der Banken. Nationalität entsprechend Eigentümerschaft der Bank. HSBC und Standard Chartered gelten hier als Hongkong-Konzerne. Kredite, an denen sich nur Banken einer einzigen Nationalität beteiligten, wurden aus der Stichprobe ausgeschlossen.

Quellen: Dealogic Bondware; Dealogic Loanware.

Grafik 9

Sekundärmarkt bringt fast mit Sicherheit noch mehr dieser Wertpapiere in ostasiatische Portfolios zurück. Im Primärmarkt für Kredite, die zu einem erheblichen Anteil in Landeswährung denominated sind, spielen ostasiatische Banken eine bedeutende Rolle als Konsortialkreditgeber an ostasiatische Schuldner.

Dieses Ausmass der Verflechtung in den internationalen Anleihe- und Kreditmärkten ist in den inländischen Anleihemärkten jedoch keineswegs festzustellen. Gesprächen mit Marktteilnehmern zufolge sind Investitionen von Anlegern eines ostasiatischen Landes in Anleihen anderer Länder der Region selten. Tatsächlich bleiben die inländischen Anleihemärkte im Unterschied zu den Aktienmärkten Ostasiens generell insular und ziehen – abgesehen von gelegentlichen Spekulationskäufen – wenig internationale Anleger an.

Zweifellos würde Ostasien von einer stärkeren regionalen Verflechtung des Finanzsektors und insbesondere von einer stärkeren Entwicklung seiner inländischen Anleihemärkte profitieren. So ist es im Interesse der gesamten Region, einen Teil der soeben beschriebenen Bruttokapitalströme kurz-zuschliessen. Die Finanzlage der Region würde sich erheblich verbessern, wenn einheimische Schuldner Anleihen in Landeswährung statt in Dollar oder Euro emittieren könnten, entweder um längerfristige Fremdmittel festzuschreiben, oder um eine potenzielle Nachfrage nach risikoreichen Anlagen zu nutzen. Auch institutionellen Anlegern mit langfristigen Verbindlichkeiten käme es zugute, wenn sie längerfristige Anleihen in ihrer eigenen Währung kaufen könnten. Ein Beispiel dafür, was getan werden kann, geben die australischen Banken: Sie waren einst für hybrides Kernkapital („erstrangiges Kernkapital“) auf US-Pensionsfonds und Versicherungen angewiesen, und heute verkaufen

Märkte für risikoreiche Schuldtitel in Landeswährung entwicklungsfähig

sie solche Papiere, in australischen Dollar denominiert, an inländische Anleger, darunter Privatkunden, bei denen höhere Renditen in einem Umfeld geringer Inflation sehr gefragt sind. Auch Singapurs Banken haben kürzlich Kapitalinstrumente in Singapur-Dollar an ihren inländischen Kundenstamm vermarktet. Generell ist das Entwicklungspotenzial für Asiens Anleihemärkte angesichts der Vorteile für Kreditnehmer wie Kreditgeber und angesichts der insgesamt positiven Geschichte stabiler Preise gross.

Zentralbanken haben aus operativen und auch anderen Gründen ein Interesse an breiteren, tieferen und liquideren Anleihemärkten. Es wird zunehmend erkannt, welche Chancen eine umsichtige, aber strategische Verwaltung von Währungsreserven bietet, die Entwicklung regionaler Anleihemärkte zu fördern. Die für die Währungsreserven Verantwortlichen in der Region sehen Potenzial im Erwerb von Wertpapieren ostasiatischer Schuldner.¹² Dieser würde wahrscheinlich mit Emissionen in Leitwährungen beginnen; längerfristig jedoch sind Anlageinstrumente in Landeswährung nicht auszuschliessen.

Die Herausforderungen an die Politik

Um mehr Ausgewogenheit in die Kapitalströme, aber auch in die volkswirtschaftlichen Strukturen in Ostasien zu bringen, könnten drei politische Zielsetzungen einander ergänzen. 1) Verringerung der Abhängigkeit vom Export als Entwicklungsmotor der Volkswirtschaft, sodass diese Exportzyklen weniger ausgesetzt ist. Dies dürfte nicht nur solidere Finanzlagen im Inland zur Folge haben, sondern auch die Risiken schwankender Wechselkurse mindern. 2) Stärkung der Bankensysteme, damit sie bei etwaigen Exportschwächen helfen können, die Inlandsnachfrage zu stützen. Die Stärkung des Finanzsektors muss möglicherweise durch eine Sanierung überschuldeter und unrentabler Unternehmen ergänzt werden. 3) Entwicklung von Institutionen für langfristige Anlagen und von Märkten für Anleihen in Landeswährung. Dies würde die Kreditfähigkeit von für den Binnenmarkt produzierenden Firmen erhöhen, ohne sie der finanziellen Anfälligkeit auszusetzen, die mit Währungsinkongruenzen einhergeht.

Eine Volkswirtschaft
emanzipiert sich vom
Export ...

Koreas jüngste Erfahrungen vermitteln eine Vorstellung der potenziellen Auswirkungen dieser politischen Orientierung. Es ergriff beispielhafte Massnahmen, um seine Banken zu rekapitalisieren, sie auf eine gewinnbringende Tätigkeit zu orientieren und ihr Management zu verbessern. Da der Staat immer noch eine Mehrheitsbeteiligung an den meisten Banken hält, bleibt der Prozess allerdings noch abzuschliessen. Die Reform der Corporate Governance ist in Korea noch im Gange. Der koreanische Anleihemarkt hat sich seinerseits (mit Unterbrechungen) von der Abhängigkeit von Bankbürgschaften gelöst. Diese Verbesserungen des Finanzsektors haben bei zwei wichtigen und verwandten gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen eine Rolle gespielt: Erstens war die koreanische Volkswirtschaft im Jahr 2001 trotz

¹² In dem Masse, in dem sich eine Zentralbank an einem Anlagepool beteiligt, der wiederum in Anleihen des Staates derselben Zentralbank angelegt ist, würde natürlich der entsprechende Anteil der Anlage in den ausgewiesenen Reserven nicht berücksichtigt werden.

eines Einbruchs bei den Exporten aufgrund ihrer starken Inlandsnachfrage in der Lage, weit stärker zu wachsen als andere Volkswirtschaften, die dem Technologiezyklus in ähnlicher Weise ausgesetzt sind. Zweitens sind sowohl die Sparquote der Privathaushalte Koreas als auch sein Leistungsbilanzüberschuss seit der Krise erheblich zurückgegangen.

Bedeutsame Entwicklungen in anderen Ländern weisen in die gleiche Richtung. Wie robust wäre die Inlandsnachfrage in China gewesen, wenn die chinesischen Banken nicht in den letzten Jahren das schnelle Wachstum der Hypothekar- und Personalkreditvergabe vorangetrieben hätten? Und wie tief wäre Malaysia ohne den scharfen Wettbewerb der Banken um die Vergabe von Hypothekarkrediten für Wohneigentum in die Rezession geraten?

Natürlich sollte man die Risiken einer Umstrukturierung des Finanzsektors im Sinn eines erleichterten Kreditzugangs nicht ignorieren. Die koreanischen Behörden ergriffen wirksame Massnahmen, um das Wachstum der Kreditaufnahme der Privathaushalte und den Anstieg der Preise für Vermögenswerte unter Kontrolle zu halten. In anderen Ländern – sowohl Industrieländern als auch aufstrebenden Volkswirtschaften – hat sich gezeigt, wie eine „Bestandsanpassung“ der Verschuldung der Privathaushalte ausser Kontrolle geraten kann. Daher ist es wichtig, dass die Politik gegenüber dem Risiko wachsam bleibt, dass die Umstrukturierung im Finanzsektor zu exzessivem Kreditwachstum führen könnte. Dennoch ist die Schlussfolgerung bereits unausweichlich, dass Reformen des Finanzsektors dem übergeordneten Ziel grösserer Ausgewogenheit bei internationalen Kapitalströmen wie auch dem Wirtschaftswachstum im Inland dienen können.

... doch der erleichterte Kreditzugang birgt auch Risiken

Bibliografie

APEC Collaborative Initiative on Development of Domestic Bond Markets (1999): *Compendium of sound practices: guidelines to facilitate the development of domestic bond markets in APEC member economies*, September.

De Cecco, M. (1974): *Money and empire*, Blackwell, London.

Kindleberger, C. P. (1965): „Balance-of-payments deficits and the international market for liquidity“, in *Essays in international finance*, Princeton, Mai.

Ma, G. und R. N. McCauley (2002): „Die Fremdwährungsliquidität der chinesischen Banken“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni, S. 21-23.

——— (2003): „Opening China’s capital account amid ample dollar liquidity“, in *Capital account liberalisation in China: international perspectives*, *BIS Papers*, Nr. 15, April, S. 25-34.

McCauley, R. N. und B. S. C. Fung (2003): „Wahl von Anlageinstrumenten für US-Dollar-Währungsreserven“, *BIZ-Quartalsbericht*, März, S. 43-51.

McCauley, R. N., S.-S. Fung und B. Gadanecz (2002): „Finanzielle Verflechtung in Ostasien“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember, S. 93-107.

McCauley, R. N., J. Ruud und P. Wooldridge (2002): „Globalisierung des internationalen Bankgeschäfts“, *BIZ-Quartalsbericht*, März, S. 46-59.

Park, Y. C. und Y. Wang (2003): „Chiang Mai and beyond“, Papier für die Konferenz „China's role in fostering financial stability and growth in the Asian region and the world economy“, organisiert vom Forum on Debt and Development, vom Korea Institute for International Economic Policy und von der Graduate School of International Studies der Seoul National University, 26./27. März.

Triffin, Robert (1969): *Gold and the dollar crisis*, Yale University Press, New Haven.