

CARMEN M. REINHART & KENNETH S. ROGOFF

DIESES MAL IST ALLES ANDERS

Acht Jahrhunderte Finanzkrisen

FinanzBuch Verlag

© des Titels »Dieses Mal ist alles anders« (ISBN 978-3-89879-564-7)
2010 by FinanzBuch Verlag GmbH, München
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

– TEIL I –

FINANZKRISEN: EIN OPERATIVER LEITFADEN

Der Kern des »Dieses Mal ist alles anders«-Syndroms ist einfach. Er besteht in der festen Überzeugung, dass Finanzkrisen nur anderen Menschen in anderen Ländern und zu anderen Zeiten passieren; jetzt, hier und bei uns kann es keine Krise geben. Wir machen alles besser, wir sind klüger, wir haben aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt. Die alten Regeln der Bewertung haben ihre Gültigkeit verloren. Unglücklicherweise kann ein hoch verschuldetes Land viele Jahre unbemerkt mit dem Rücken am finanziellen Abgrund stehen, bevor das Schicksal und die Umstände eine Vertrauenskrise auslösen, die das Land in die Tiefe stürzen lässt.

1. KRISENTYPEN UND DER ZEIT- PUNKT IHRES AUFTRETENS

Weil dieses Buch auf einer quantitativen und historischen Analyse der Krisen basiert, ist es wichtig, mit der Definition der Merkmale einer Finanzkrise sowie der Methoden – quantitativ, wo möglich – zu beginnen, mit denen wir ihren Anfang und ihr Ende datieren. Dieses sowie die beiden nachfolgenden Kapitel stellen die grundlegenden Konzepte vor; Definitionen, Methoden und Ansätze der Datensammlung und -analyse, die unsere Untersuchung der historischen internationalen Erfahrung mit fast jeder Art der Wirtschaftskrise untermauern, ob es sich dabei um eine Schuldenkrise, eine Banken-, Inflations- oder Wechselkurskrise handelt.

Die intensive Beschäftigung mit präzisen Krisendefinitionen in einem einleitenden Kapitel anstatt ihrer simplen Integration in ein Glossar mag ein wenig anstrengend erscheinen. Damit der Leser die umfassenden historischen Grafiken und Tabellen jedoch richtig interpretieren kann, ist es unerlässlich, eine Vorstellung davon zu haben, wie wir eine Krise definieren und welche Ereignisse unserer Meinung nach nicht die Bedingungen einer Krise erfüllen. Die Grenzen, die wir ziehen, stehen generell im Einklang mit der existierenden empirischen wirtschaftswissenschaftlichen Literatur, die im Großen und Ganzen nach den verschiedenen Krisentypen segmentiert ist, die wir betrachten (zum Beispiel Staatsschuldenkrisen, Wechselkurskrisen). Wir versuchen, alle Fälle hervorzuheben, bei denen die Ergebnisse offenkundig sensibel für kleinere Veränderungen unserer Ausgangspunkte sind oder bei denen wir uns vor allem Sorgen über eindeutige Unzulänglichkeiten in den Daten machen. Dieses Definitionskapitel bietet uns zudem die willkommene Chance, ein wenig ausführlicher über die Krisentypen zu sprechen, die wir in diesem Buch untersuchen.

Der Leser möge daran denken, dass sich die in diesem Kapitel besprochenen Krisenmarker auf die Messung von Krisen innerhalb individueller Länder beziehen. Später diskutieren wir eine Reihe von Wegen, wie sich die internationalen Dimensionen von Krisen sowie ihre Intensität und Übertragung betrachten lassen. Das kulminiert in Kapitel 16 in unserer Definition einer globalen Krise. Neben der Betrachtung jeweils eines Landes geben unsere Hauptkennzahlen für Krisenschwellen immer jeweils Aufschluss über einen Krisentyp (zum Beispiel Wechselkurskrisen, Inflations- und Bankenkrisen). Wie wir vor allem in Kapitel 16 betonen, haben verschiedene Krisenarten die Tendenz, in Gruppen aufzutreten, was die Vermutung nahelegt, dass es prinzipiell eine systemische Krisendefinition geben könnte. Aus einer Reihe von Gründen ziehen wir es allerdings vor, uns auf die einfachste und transparenteste Beschreibung von Krisenepisoden zu konzentrieren, und zwar vor allem deswegen, weil es andernfalls sehr schwierig wäre, breite länder- und zeitübergreifende Vergleiche zu ziehen. Diese Krisendefinitionen wurzeln in der existierenden empirischen Literatur und sind mit den entsprechenden Quellenangaben versehen.

Wir beginnen mit der Diskussion von Krisen, auf die problemlos strikt quantitative Definitionen angewendet werden können, und wenden uns anschließend den Krisen zu, für deren Definition wir uns stärker auf qualitative und wertende Analysen verlassen müssen. Der letzte Abschnitt dieses Kapitels definiert das Phänomen der *gehäuften Zahlungsausfälle* sowie das »*Dieses Mal ist alles anders*«-Konzepte, die in der Folge immer wieder aufgegriffen werden.

Krisen definiert nach quantitativen Schwellen: Inflation, Währungszusammenbrüche und Währungsabwertung

Inflationskrisen

Wir beginnen mit der Definition von Inflationskrisen – sowohl aufgrund ihrer Universalität und langen historischen Bedeutung als auch aufgrund der relativen Leichtigkeit und Klarheit, mit der sie sich identifizieren las-

sen. Weil wir daran interessiert sind, die Höhe des Zahlungsausfalls zu katalogisieren (durch Weginflationierung der Schulden), und nicht nur an der Häufigkeit von Inflationskrisen, werden wir versuchen, nicht nur den Beginn einer Inflations- oder Währungskrise zu bestimmen, sondern auch ihre Dauer. Viele Hochinflationsphasen lassen sich am besten als chronisch beschreiben – sie dauern viele Jahre, gelegentlich lösen sie sich auf und manchmal pendeln sie sich auf einem mittleren Niveau ein, bevor sie explodieren. Eine Reihe von Untersuchungen, darunter auch unsere eigene frühere Arbeit über die Klassifizierung von Wechselkursvereinbarungen nach dem Zweiten Weltkrieg, verwendet eine Zwölf-Monats-Inflationsschwelle von 40 Prozent oder mehr als Marke für eine Hochinflationsphase. Natürlich lässt sich argumentieren, die Effekte einer Inflation seien bereits auf einem wesentlich niedrigeren Niveau – sagen wir 10 Prozent – schädlich, doch die Kosten einer anhaltend moderaten Inflation sind weder theoretisch noch empirisch gut belegt. In unserer früheren Arbeit über die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg haben wir die Trennmarke von 40 Prozent gewählt, weil ein ziemlich breiter Konsens darüber besteht, dass eine Inflation in dieser Höhe schädliche Effekte hat. Wo bedeutsam, sprechen wir auch über generelle Inflationstrends und niedrigere Höchststände. Hyperinflationen – Inflationsraten von 40 Prozent *pro Monat* – sind ein modernes Phänomen. Wie wir in Kapitel 12, das von Inflationskrisen handelt, sehen werden (vor allem in Tabelle 12.3), hält Ungarn im Jahr 1946 (ungeachtet der jüngsten Erfahrung Simbabwe) den Rekord in unserer Länderauswahl.

Für die Zeit vor dem Ersten Weltkrieg ist selbst die Schwelle von 40 Prozent *jährlich* zu hoch, da die Inflationsraten damals wesentlich niedriger waren, insbesondere vor der Einführung der modernen Papierwährung (oft als »Fiatgeld« bezeichnet, da es keinen intrinsischen Wert hat und nur deswegen einen Wert besitzt, weil die Regierung per Gesetz erklärt, dass keine andere Währung als gesetzliches Zahlungsmittel für inländische Transaktionen erlaubt ist). Die mittleren Inflationsraten vor dem Ersten Weltkrieg lagen ein gutes Stück unter den Raten der jüngeren Vergangenheit: 0,5 Prozent jährlich für die Zeit von 1500 bis 1799 und 0,71 Prozent für die Zeit von 1800 bis 1913 – im Gegensatz zu 5,0 Prozent für die Jahre von 1914 bis 2006. In Zeiten mit wesentlich niedrigeren durchschnitt-

lichen Inflationsraten und einer geringen Erwartung einer hohen Inflation konnten bereits wesentlich geringere Inflationsraten für eine Wirtschaft traumatisch und schockierend sein und galten daher als Krisen.¹ Um frühere Inflationsphasen auf sinnvolle Weise in diesem Buch zu berücksichtigen, wählen wir daher eine Inflationskrisenschwelle von 20 Prozent jährlich. An den meisten Punkten, an denen es nach unserer Ansicht eine Inflationskrise gab, scheinen unsere zentralen Thesen in Relation zu der von uns gewählten Schwelle robust zu sein. Zum Beispiel würde unsere These, dass es zu jedem beliebigen Zeitpunkt eine Krise gab, standhalten, wenn wir zur Definition von Inflationskrisen eine niedrigere Schwelle von – sagen wir – 15 Prozent oder eine höhere Schwelle von zum Beispiel 25 Prozent gewählt hätten. Vor dem Hintergrund, dass wir den größten Teil unseres Datensatzes online verfügbar gemacht haben, steht es den Lesern natürlich frei, ihre eigene Schwelle für die Definition einer Inflationskrise oder für andere quantitative Krisenbenchmarks zu setzen.

Währungszusammenbrüche

Um Währungszusammenbrüche zu datieren, folgen wir einer Variante eines Ansatzes, den Jeffrey Frankel und Andrew Rose eingeführt haben, die ausschließlich auf große Wechselkursherabsetzungen fokussiert und deren Basisschwelle (mit einigen Vorbehalten) bei 25 Prozent jährlich festliegt.² Diese Definition ist die sparsamste, da sie keine anderen Variablen, wie zum Beispiel Reserveverluste (Daten, die Regierungen oft eifersüchtig hüten und deren Veröffentlichung sie gelegentlich lange hinausögern) und eine Anhebung der Zinssätze (die in Finanzsystemen unter sehr strenger Regierungskontrolle keine große Bedeutung haben, wie es bis vor relativ kurzer Zeit in den meisten Ländern der Fall war), berücksichtigt. Wie bei den Inflationskrisen wäre eine Schwelle von 25 Prozent, die sich vielleicht auf die Daten über die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg anwenden lässt – zumindest zur Definition einer schweren Wechselkurskrise – für frühere Perioden zu hoch, als wesentlich kleinere Ausschläge bereits eine große Überraschung waren und daher eine extrem zerstörerische Wirkung hatten. Daher definieren wir einen Währungszusammenbruch als eine jährliche Wertminderung von mehr als 15 Prozent. Analog

zu unserer Betrachtung der Inflationskrisen ist unser Anliegen hier nicht nur die Datierung des Beginns einer Währungskrise (wie in Frankel und Rose sowie in Kaminsky und Reinhart), sondern des gesamten Zeitraums, in der die jährlichen Wertminderungen diese Schwelle überstiegen.³ Es ist kaum eine Überraschung, dass die größten Krisen, die in Tabelle 1.1 abgebildet sind, ein ähnliches Datum und einen ähnlichen Umfang aufweisen wie das Profil der Inflationskrisen. Die »Ehre« des Rekordhalters bei Währungszusammenbrüchen gebührt jedoch nicht Ungarn (wie im Fall der Inflation), sondern Griechenland im Jahr 1944.

Währungsabwertung

Der Vorläufer der modernen Inflations- und Wechselkurskrisen war die Währungsabwertung, und zwar während der langen Ära, in der das hauptsächliche Zahlungsmittel Metallmünzen waren. Es ist wenig überraschend, dass Währungsabwertungen besonders häufig während langer Kriege vorgenommen wurden, als die drastische Verringerung des Silbergehalts der Münzen die wichtigste Finanzierungsquelle des Herrschers eines Landes war.

In diesem Buch datieren wir auch Währungs»reformen« oder Währungsanpassungen und ihre Größenordnung. Solche Anpassungen bilden einen Teil aller Hyperinflationsphasen in unserem Sample. Tatsächlich ist es keineswegs ungewöhnlich, mehrere schnell aufeinanderfolgende Anpassungen zu sehen. In seinem Kampf gegen die Hyperinflation nahm Brasilien von 1986 bis 1994 nicht weniger als vier Währungsanpassungen vor. Als wir mit der Arbeit an diesem Buch begannen, war China gemessen an der Größenordnung einer einzigen Währungsanpassung mit einem Umwandlungskurs von drei Millionen zu eins im Jahr 1948 der Rekordhalter. Zum Zeitpunkt der Fertigstellung des Buches wurde dieser Rekord jedoch von Simbabwe übertroffen, und zwar mit einem Umwandlungskurs von zehn Milliarden zu eins! Währungsanpassungen folgen auch auf Hochinflationsphasen (die aber nicht zwangsläufig eine Hyperinflation sein müssen). Und auch diese Fälle sind in unserer Liste der Währungsabwertungen der modernen Zeit enthalten.

TABELLE 1.1
Krisendefinition: ein Überblick über quantitative Schwellen

Krisentyp	Schwelle	Zeitraum	Maximum (%)
Inflation	Eine jährliche Inflationsrate von 20 Prozent oder mehr. Das Auftreten extremerer Fälle, bei denen die jährliche Inflationsrate über 40 Prozent liegt, betrachten wir gesondert.	1500–1799 1800–1913 1914–2008	173,1 159,6 9,63E+26 ^a
Währungszusammenbruch	Eine jährliche Währungsherabsetzung gegenüber dem US-Dollar (oder der relevanten Ankerwährung – historisch das englische Pfund, der französische Franc oder die deutsche Mark und gegenwärtig der Euro) in Höhe von 15 Prozent oder mehr.	1800–1914 1914–2008	
Währungsabwertung: Typ I	Eine Verringerung des Metallgehalts der sich im Umlauf befindlichen Münzen in Höhe von 5 Prozent oder mehr.	1258–1799 1800–1913	
Währungsabwertung: Typ II	Eine Währungsreform, in deren Rahmen eine neue Währung eine stark wertverminderte frühere Währung ablöst.	Die extremste Episode ist die jüngst erfolgte Währungsumwandlung in Simbabwe mit einem Umwandlungskurs von zehn Milliarden zu eins.	

^aIn einigen Fällen sind die Inflationsraten so hoch (wie zum Beispiel 1946 in Ungarn), dass wir gezwungen sind, wissenschaftliche Schreibweisen zu verwenden. E+26 bedeutet daher, dass wir an den Wert 9,63 Nullen anhängen und die Dezimalstelle um 26 Stellen nach rechts verschieben müssen.