Schriften des Vereins für Socialpolitik

Band 276

Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – Das Beispiel der Asienkrise

Von

Torsten Amelung, Rabindra Nath Chakraborty, Heinz-Günter Geis, Andreas Hauskrecht, Rainer Klump, Matthias Lutz, Lukas Menkhoff, Hans-Peter Nissen, Peter Nunnenkamp, Hans Christoph Rieger, Eva Terberger-Stoy, Wolfgang Veit

Herausgegeben von

Renate Schubert

Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schriften des Vereins für Socialpolitik

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 276

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Neue Folge Band 276

Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – Das Beispiel der Asienkrise

Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – Das Beispiel der Asienkrise

Von

Torsten Amelung, Rabindra Nath Chakraborty, Heinz-Günter Geis, Andreas Hauskrecht, Rainer Klump, Matthias Lutz, Lukas Menkhoff, Hans-Peter Nissen, Peter Nunnenkamp, Hans Christoph Rieger, Eva Terberger-Stoy, Wolfgang Veit

Herausgegeben von

Renate Schubert

Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen –
das Beispiel der Asienkrise / Hrsg. Renate Schubert. –
Berlin : Duncker und Humblot, 2000
(Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für
Wirtschafts- und Sozialwissenschaften ; N.F., Bd. 276)
ISBN 3-428-10306-8

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen
Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten
© 2000 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme und Druck:
Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0505-2777
ISBN 3-428-10306-8

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ♾

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Vorwort

Der vorliegende Band enthält Referate und Koreferate, die auf der Jahrestagung 1999 des Ausschusses „Entwicklungsländer" im Verein für Socialpolitik vorgetragen und diskutiert wurden. Die Tagung war dem Thema „Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen" gewidmet. In den meisten Referatsbeiträge ging es dabei vornehmlich um die Asienkrise als aktuelles Beispiel einer regionalen Entwicklungskrise.

Hans Christoph Rieger von der Universität Heidelberg schildert in seinem Beitrag „Erscheinungsbild und Erklärungsmuster der asiatischen Wirtschaftskrise" zunächst die Entwicklung der Asienkrise im Detail. Von Thailand ausgehend, breitete sich die Krise rasch in anderen Ländern Südostasiens, insbesondere in den schnell wachsendenden Schwellenländern aus. Wenn auch der Zeitpunkt des Ausbruchs der Krise überrascht hat, so wurde doch bereits seit gewisser Zeit vor Krisenausbruch auf die Unvereinbarkeit steigender Leistungsbilanzdefizite, der Vermögensinflation im Immobilienbereich und der Kapazitätsüberhänge im Industriebereich mit festen oder quasi-festen Wechselkursen hingewiesen. Zum Erscheinungsbild der Krise gehörten vordergründig betrachtet Konkurse bei Immobilienprojekten, der Zusammenbruch von Firmen, die ihre Auslandsschulden nicht mehr bedienen konnten, sowie der Verfall der lokalen Währungen. In der Folge traten weitergehende ökonomische Probleme der jeweiligen Volkswirtschaften auf. Die Höhe des vernichteten Vermögens wird auf über 1 Billion US-$ geschätzt und die wirtschaftlichen Schäden in den südostasiatischen Ländern haben auch die Ökonomien Osteuropas, Südafrikas und Lateinamerikas in Mitleidenschaft gezogen. Außerdem hat die Krise offenbar mit dazu beigetragen, dass Veränderungen politischer Art beschleunigt wurden. Gravierend waren vor allem auch die Probleme im gesellschaftlichen Bereich. In allen Krisenländern hat die Armut deutlich zugenommen, nachdem sie in den Jahren davor hatte abgebaut werden können.

Die Zahl der Erklärungsversuche für das, was in der Asienkrise passierte und wie es überhaupt zur Krise kam, ist groß und die inhaltliche Spannweite ist breit. Das Spektrum möglicher Erklärungen reicht von Ansätzen, die Korrelationen zwischen Finanzmarktkrisen und dem Bau von Wolkenkratzern herstellen, über rein ökonomische Ansätze, die etwa die Abwertung der asiatischen Währungen gegenüber dem Yen im Gleichschritt mit dem Dollar akzentuieren und der Vernetzung von Volkswirtschaften durch Handelsströme und Kapitalströme wichtige Bedeutung beimessen, bis hin zu politisch-institutionellen Erklärungsmustern, die etwa auf die Bedeutung des Vorhandenseins bzw. der Wirksamkeit von Staatsgarantien für riskante Investitionen hinweisen. Erfolgreiche Gesamterklärungen sind als

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kombinationen aus verschiedenen Elementen der einzelnen Ansätze anzusehen. Je nach dem Gewicht einzelner Komponenten der Gesamterklärung werden Politikempfehlungen zur Vermeidung bzw. Linderung künftiger regionaler Wirtschaftskrisen unterschiedlich ausfallen. Die Neustrukturierung nationaler und internationaler Finanzmärkte dürfte aber in jedem Fall eine wichtige Rolle spielen.

Rainer Klump von der Universität Ulm führt in seinem Korreferat aus, dass es im wesentlichen zwei Erklärungsmuster der asiatischen Wirtschaftskrise gebe. Einerseits seien dies „Financial Panic"-Theorien, bei denen abrupte Erwartungsänderungen internationaler Finanzmarktakteure eine wesentliche Rolle spielen, und andererseits handele es sich um Erklärungen mit „Fundamentalfaktoren". Besonders letzteren wendet sich Klump in seinem Beitrag näher zu.

Fundamentale Erklärungsansätze verbinden institutionenökonomische und wachstumstheoretische Argumente. Der wesentliche Erklärungsbeitrag dieser Ansätze besteht darin zu betonen, dass sich institutionelle Rahmenbedingungen, die zunächst ein hohes Wirtschaftswachstum in manchen asiatischen Ländern bewirkt und somit dem „asiatischen Wunder" den Boden bereitet haben, später als Hindernis für eine Fortsetzung der positiven Entwicklungsprozesse erwiesen. Derartige Rahmenbedingungen waren vor allem „unorthodoxe" institutionelle Lösungen und eine Wirtschaftspolitik, die das Wirken von Marktkräften massiv unterstützte. Hierzu zählen insbesondere implizite und explizite staatliche Kreditgarantien, die bei Investoren zu moral hazard Effekten führten. Außerdem war zu beobachten, dass im Zuge wirtschaftlicher Entwicklung die Grenzproduktivität des Kapitals verringerte, so dass sich eine Spannung auftat zwischen dem Fehlen ausreichend profitabler Investitionsmöglichkeiten im produktiven Sektor und der staatlichen Investitionsförderung, was zu einem Spekulationsboom im Immobiliensektor führte. Da institutioneller Wandel in der Regel sehr viel langsamer vonstatten geht als wirtschaftlicher Wandel, war in Asien zu beobachten, dass die falschen Anreizstrukturen zu steigenden Fehlinvestitionen und zum Entstehen von „asset inflation" führten. Damit kam dann den Finanzintermediären eine wichtige Rolle zu, da der Zusammenbruch der Spekulation und ein abrupter Rückzug von Auslandskapital das Krisenhafte der Situation verstärkten. Insofern scheinen also bei der asiatischen Wirtschaftskrise fundamentale Erklärungen und Finanzpanik-Erklärungen ineinanderzugreifen. Wegen der Bedeutung der Fundamentalfaktoren ist allerdings davon auszugehen, dass institutionelle Reformen dazu beitragen könnten, die im Zuge der Krise entstandenen negativen Konsequenzen möglichst rasch und nachhaltig zu überwinden. In diesem Sinne könnte der Krise generell eine wichtige Funktion im Zusammenhang mit der Konvergenz von Ländern zukommen.

Lukas Menkhoff von der RWTH Aachen widmet sich in seinem Beitrag „Die Rolle (inter)nationaler Finanzmärkte in der Asienkrise" der Frage, ob die asiatische Wirtschaftskrise speziell als Krise der Finanzmärkte anzusehen sei. Er kommt zu dem Ergebnis, dass sowohl nationale Finanzinstitutionen als auch internationale Finanzmärkte eine wesentliche Rolle für die Krise spielten, dass aber auch Mängel

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

in anderen Bereichen von Bedeutung waren. Würde man sich ausschließlich auf die Erhöhung der Transparenz internationaler Finanzgeschäfte und auf die Durchsetzung verbesserter Standards für die Bankenaufsicht konzentrieren, könnte man hiermit künftige Krisen vom Typ der Asienkrise nicht sicher vermeiden. Die Asienkrise war gerade dadurch gekennzeichnet, dass internationales Kapital trotz Wissens um die Wachstumsabschwächung weiter nach Asien floss. Außerdem hätte eine wirksamere Bankenaufsicht weder Wechselkursrisiken noch Volatilitäten bei Vermögenspreisen und anderen gesamtwirtschaftlichen Größen auffangen können. Interessanterweise wurden bisher keine weitergehenden Konsequenzen für die Gestaltung internationaler Finanzmärkte gezogen. Es bleibt daher die Frage im Raum stehen, ob es möglicherweise internationale Interessengruppen gab, für die die Asienkrise funktional war.

Menkhoff macht deutlich, dass die Asienkrise, gesamthaft betrachtet, auf vier Ursachenkomplexe zurückgeführt werden könne, nämlich auf eine Krise des Exports, auf eine Finanzkrise innerhalb des asiatischen Raums, auf eine Krise globaler Finanzmärkte und auf eine Krise nationaler und internationaler Wirtschaftspolitik. Den finanzorientierten Krisen komme dabei wesentliche, wenn auch nicht ausschließliche Bedeutung zu. Die Asienkrise sei im übrigen durch die Abfolge verschiedener Stufen gekennzeichnet, wobei der Startpunkt der Stufen-Folge in unterschiedlichen Ländern unterschiedlich gewesen sei. Die wesentlichen Stufen sind zu kennzeichnen als übermäßige Kreditausweitung, gefolgt von Überinvestition, von Asset Inflation, später von Asset Deflation, einer Finanzsektorkrise und einer realwirtschaftlichen Krise. Nationalen Finanzsektoren sei ein erheblicher Teil der Verantwortung für die Krise zuzuweisen, da durch die Übernahme möglicher Kapitalverluste durch den Staat das tatsächliche Risiko von Kapital künstlich reduziert wurde, so dass ein Anreiz für moral hazard-Verhalten gesetzt wurde.

Auch die Globalisierung der Märkte habe einen Beitrag zur asiatischen Wirtschaftskrise geliefert. In diesem Zusammenhang ist die starke Handelsverflechtung der asiatischen Volkswirtschaften und ihr hohes Exportwachstum ebenso zu nennen wie die nicht unbeträchtlichen ausländischen Direktinvestititonen und Portfolioinvestitionen. Empirische Befunde über die Auswirkungen einer starken Integration von Ländern in internationale Finanzmärkte fehlen noch weitgehend. Man kann allerdings davon ausgehen, dass im Zusammenhang mit Wirtschaftskrisen vor allem die mit der finanziellen Globalisierung verbundenen Risiken wesentlich sind. Internationale Kapitalbewegungen scheinen Auf- und Abwärtsbewegungen auf den nationalen Finanzmärkten verstärkt zu haben. Außerdem wurden die emerging markets offensichtlich von internationalen Finanzintermediären als vergleichsweise ähnliche Risiken angesehen, so dass es zu einer überzogenen „Ansteckung“ zwischen den entsprechenden Ländern kam. Eine eingehende Analyse der Chancen und Risiken finanzieller Globalisierung ergibt, dass die Chancen insbesondere dann dominieren werden, wenn nationale Finanzsysteme über ausreichende Regulierungs- und Steuerungsinstanzen (z. B. Bankenaufsicht) verfügen,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

wenn internationale Finanzmärkte effizient bezüglich ihrer Bewertungen sind und wenn die jeweiligen Länder über wirtschaftspolitische Kompetenz bzw. Handlungsfähigkeit verfügen.

Die Ausführungen Menkhoffs werden durch ein Korreferat von *Andreas Hauskrecht* von der FU Berlin abgerundet. Hauskrecht betont, dass es für die Wirtschaftskrise Asiens keine monokausalen Erklärungen gebe. Er akzentuiert Vor- und Nachteile freien Kapitalverkehrs im Hinblick auf die Auswirkungen auf nationale und internationale Finanzmärkte. Speziell untersucht er Bedingungen, unter denen trotz hoher Netto-Kapitalimporte, der für Asien vor Ausbruch der Wirtschaftskrise typischen Situation, wirtschaftliche Stabilität erreicht werden könne. Er weist in diesem Zusammenhang darauf hin, dass in einer Situation mit hohen Netto-Kapitalimporten, festen Wechselkursen und Notenbank-Autonomie krisenhafte Entwicklungen nicht überraschend seien.

Ein spezifischer Aspekt der Finanzmarkt-Komponente der Asienkrise ist die Frage, ob die Asienkrise durch eine strengere Bankenaufsicht hätte verhindert werden können. Mit dieser Frage beschäftigt sich *Eva Terberger-Stoy* von der Universität Heidelberg in ihrem Beitrag „Bankenaufsicht und Asienkrise". Frau Terberger-Stoy weist darauf hin, dass es verwunderlich sei, dass erst nach Ausbruch der asiatischen Wirtschaftskrise der Konstruktion solider Finanzsysteme als wichtigem Fundament für eine gute wirtschaftliche Entwicklung Bedeutung geschenkt werde. Schließlich sei die Bedeutung von Finanzsystemen für die wirtschaftliche Entwicklung schon seit vielen Jahren bekannt.

Grundsätzlich entsteht das Problem einer angemessenen Bankenaufsicht dadurch, dass die Kreditvergabe von Banken in der Regel unter asymmetrischer Information stattfindet. Banken kennen die Risiken der Kreditnehmer typischerweise schlechter als diese selbst und sind auch nicht vor schädigendem Verhalten der Kreditnehmer nach Vertragsabschluss gefeit. Interpretiert man eine Bank als „delegated monitor", können durch eine „gebündelte" Kreditvergabe Kontrollkosten in erheblichem Umfang eingespart werden. Nur wenn jedoch auch die Informations- und Anreizprobleme befriedigend gelöst werden, ist das Vorhandensein von Banken effizient. Wollen Banken trotz des Risikos der Kreditvergabe ihre Gläubiger zu Einlagen motivieren, müssen die Einleger davon ausgehen können, dass das Risiko der Zahlungsunfähigkeit der jeweiligen Bank nahe bei Null liegt. Institutionell wird dieses Vertrauensproblem in den meisten Ländern der Welt durch Einlagensicherung und Bankenaufsicht gelöst. Mechanismen der Einlagensicherung allein scheinen nicht ausreichend zu sein, da sie keine Anreize dafür bieten, dass Banken als Schuldner ihr Risiko nicht zulasten der Einleger erhöhen. Daher kommt der Bankenaufsicht eine zentrale Rolle zu, die sich nicht zuletzt in internationalen Standards in Form der Basler Empfehlungen zur Bankenaufsicht dokumentiert. Bei der Bankenaufsicht geht es dann vor allem darum, dafür zu sorgen, dass das haftende Eigenkapital der Banken im Vergleich zu den eingegangenen Risiken „angemessen" sein soll.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

In den von der Wirtschaftskrise betroffenen asiatischen Ländern waren überwiegend keine Sicherungssysteme für Banken vorhanden. Auffällig ist allerdings, dass Kapital in die Krisenländer auch dann noch floss, als bereits absehbar war, dass die Investitionen hoch riskant bzw. als Fehlinvestitionen zu kennzeichnen waren. Offensichtlich gingen die ausländischen Kapitalgeber davon aus, der Staat würde, wenn auch nicht explizit ausgesprochen, eine Garantie für die Bankeinlagen geben, da er kein Interesse am Zusammenbruch des nationalen Finanzsystems haben könne. Tatsächlich tut sich hier die interessante Frage auf, warum die Krisenländer Banken nicht stärker kontrolliert haben, andererseits aber zugelassen haben, dass sich Banken auf Engagements einlassen, deren potentielle Verluste das Gemeinwesen stark belasten oder sogar überfordern könnten. Möglicherweise war hier ein moral hazard der staatlichen Wirtschafts- und Finanzpolitik involviert, der dafür sorgte, dass man gerne die Erträge des Wirtschaftsbooms mitnahm und für den Fall möglicher Insolvenzen auf Unterstützung durch internationale Organisationen wie IWF oder Weltbank rechnete.

An dieser Stelle drängt sich nun erneut die oben bereits erwähnte Frage auf, ob solvenzsichernde Institutionen im Rahmen liberalisierter Finanzmärkte die Krise hätten verhindern können. Das Beispiel Japan, wo es bereits seit 1988 eine Bankenaufsicht gibt, und wo dennoch eine Wirtschaftskrise entstanden ist, lässt Zweifel aufkommen. Eigenkapitalnormen sind offenbar nur dann wirksam, wenn ihnen unter anderem durch strenge Rechnungslegungsnormen Wirksamkeit verschafft wird. Solange staatliche Ausfallgarantien im Hintergrund spürbar sind, wird moral hazard bei Bankmanagern nicht zu vermeiden sein. Insofern scheinen die gegenwärtig vorhandenen Systeme der Bankenaufsicht wegen mangelnder Wirksamkeit ohnehin nicht geeignet zu sein, wirtschaftliche Krisen erfolgreich zu verhindern. Erst wenn es andere, wirksamere solvenzsichernde Institutionen gibt, kann im Grunde die Frage nach der Bedeutung dieser Institutionen für eine Verhinderung wirtschaftlicher Krisen sinnvoll erörtert werden.

Heinz-Günter Geis von der FU Berlin betont in seinem Korreferat zur Rolle der Bankenaufsicht in der Asienkrise, dass das Versagen der Bankenaufsicht in mehrfacher Hinsicht zur Asienkrise beigetragen habe. Auch er geht allerdings davon aus, dass die „optimale“ Bankenaufsicht bzw. die „optimale“ Finanzsektorregulierung noch nicht gefunden worden ist. Gerade in den asiatischen Ländern finde man simultan eine Über- und eine Unterregulierung der Finanzmärkte, und die nationale Bankenaufsicht sei in keinem Fall eine fachkompetente, relativ unabhängige Regulierungs- und Kontrollinstanz gewesen, sondern vielmehr ein unselbständiges Kreditlenkungskartell zwischen Regierung, Bürokratie und Interessengruppen. Auch Finanzsektor-Reformprojekte der Weltbank hätten in diesem Zusammenhang nur sehr geringe Erfolge gebracht. Bemerkenswert sei schließlich auch, dass multinationale und private Informationssysteme für die Finanzsektoren der Welt, trotz offensichtlichen Fehlverhaltens der Banken in den asiatischen Krisenländern, nicht einschritten. Geis führt aus, dass bis zur Einführung einer wirksamen Bankenaufsicht in Entwicklungsländern vermutlich noch relativ viel Zeit vergehen werde.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Torsten Amelung, Vertreter der Privatwirtschaft und Privatdozent der Universität Köln, schlägt in seinem Beitrag zum Thema „Transmissionsmechanismus zwischen Finanzmarkt und dem realen Sektor: Lehren aus der Asienkrise" den Bogen von einer weitgehend finanzmarktorientierten Betrachtung der Asienkrise zurück zu ihren realwirtschaftlichen Aspekten. Als Hauptmechanismen, über die die bereits umrissene Finanzkrise in den realen Sektor von Volkswirtschaften hineinwirken kann, sieht Amelung die folgenden vier an: den Zusammenbruch von Unternehmen und Banken, den Einfluss des Vermögens auf den Konsum, den Einfluss des Vermögens auf die Investitionen sowie den Anstieg der Transaktionskosten im internationalen Handel. Schließlich habe auch die Politik internationaler Organisationen (etwa der Ruf des IMF nach Schließung verschiedener Kreditinstitute) sowie der nationalen Zentralbanken (stark restriktive Politik, die zu einem deutlichen Zinsanstieg im Inland führte) die realwirtschaftlichen Effekte der Asienkrise verstärkt.

Auf der Grundlage der von ihm vorgestellten Transmisionsmechanismen thematisiert Amelung Politik-Maßnahmen, mit denen nationale Regierungen wie auch internationale Organisationen die asiatische Wirtschaftskrise hätten besser bewältigen können bzw. helfen können, sie zu vermeiden. Im Zusammenhang mit der Krisenbewältigung erscheinen eine schnelle Sanierung des Banken- und Unternehmenssektors sowie das Verhindern eines Übergreifens auf „gesunde" Banken und Unternehmen als besonders wichtig. Daneben kommt einer Freigabe der Wechselkurse ebenso wie einer Stabilisierung von Erwartungen durch eine offene Informationspolitik und einer schnellen Umschuldung von kurz- zu langfristigen Krediten Bedeutung zu. Im Zusammenhang mit der Vermeidung von Krisen wäre insbesondere an Reformen des Bankensektors in Schwellenländern zu denken, sowie an eine stärkere Regulierung des Finanzmarkts und des Unternehmenssektors in diesen Ländern. Hierzu gehöre etwa insbesondere die Einführung internationaler Standards der Rechnungslegung, sowie eine Steuerpolitik, die Spekulationsgewinne abschöpft.

Zusammenfassend betont Amelung, dass die Chancen, von der asiatischen Wirtschaftskrise für andere künftige Krisen lernen zu können, eher gering einzuschätzen sind. Wichtig sei aber, dass man sich Rechenschaft darüber gibt, dass der Aufschwung in Asien auf die gleichen Wurzeln zurückzuführen ist wie auch die Krise, nämlich auf eine für Industrieländer eher ungewohnte Offenheit im Umgang mit Informationen, die für Funktionsweise und Stabilität von Finanzmärkten essentiell ist. Solange aber die restlichen wirtschaftlichen Strukturen wie auch die politischen Strukturen nicht ähnlich offen sind, kann sich ein System liberalisierter Finanzmärkte auf Dauer nicht halten. Die Einsicht in eine Offenheit, die weitergeht als nur bis zu den Finanzmärkten, ist wohl eine der wichtigsten Lehren, die aus der Asienkrise zu ziehen sind.

In eine ähnliche Richtung argumentiert auch *Hans-Peter Nissen* von der Universität Paderborn in seinem Korreferat. Er akzentuiert insbesondere die Idee, dass

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sich Erklärungsversuche der asiatischen Wirtschaftskrise zu sehr auf die Nachfrageseite der Kapitalmärkte konzentriert hätten. Er wies außerdem auf die Bedeutung von Pensionsfonds hin, als Instrument, mit dem langfristig anzulegendes Kapital von Industrie- in Entwicklungs-, und insbesondere Schwellenländer transferiert werden könnte.

Wolfgang Veit von der Fachhochschule Köln beschäftigt sich in seinem Beitrag „Regional trade and transmission of demand-shocks in Latin America and Asia: Analysis and policy recommendations for China" ebenfalls mit der Frage der realwirtschaftlichen Effekte regionaler Entwicklungskrisen. Als wichtige methodische Frage nennt er dabei die Identifizierung krisenhafter Phänomene. Wann sind bestimmte Sozialprodukts- oder Wachstumseinbußen als Zeichen einer Krise, wann lediglich als konjukturelle Schwankung zu interpretieren? Angenommen, man könnte hier eine relativ treffsichere Aussage machen, so stellt sich die Frage nach Erklärungsgründen für Krisen und auch nach „Ansteckungswegen" für ähnlich krisenhafte Phänomene in verschiedenen Ländern einer Region. Interessanterweise seien das Auftreten und auch die Erscheinungsformen von Wirtschaftskrisen regional gut voneinander abgrenzbar. Als wichtigster „Ansteckungsweg" sei der intraregionale Handel anzusehen. Eine bessere regionale Abstimmung nationaler Wirtschaftspolitiken, inklusive der jeweiligen Wechselkurssysteme, könnte im Vorfeld von Krisen für deren Milderung sorgen. Crawling peg-Systeme seien dabei besonders vorteilhaft. Da durch die Globalisierung der Finanzmärkte nationale Geldpolitik keine besondere Wirksamkeit mehr habe, würde nämlich eine reale Abwertung bei fixen Wechselkursen nur bedingt zur Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit und damit zur Stabilisierung der realwirtschaftlichen Position der Länder beitragen.

Matthias Lutz von der Universität St. Gallen weist in seinem Korreferat darauf hin, dass die Frage, wie sich der Handel zwischen Ländern auf die wirtschaftliche Entwicklung dieser Länder auswirke, und ob also Handel für krisenhafte „Ansteckung" verantwortlich gemacht werden könne oder nicht, nicht eindeutig geklärt sei. Abgesehen von ökonometrischen Schätzproblemen, die es in diesem Zusammenhang gebe, seien durchaus unterschiedliche Hypothesen über die Determinanten des Verhaltens von Exporteuren, Importeuren und Investoren möglich und sinnvoll. Wolle man dabei Niveau- und Struktureffekte erfassen, so empfehle sich eine genauere Analyse im Rahmen allgemeiner Gleichgewichtsmodelle.

Peter Nunnenkamp vom Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel wendet sich schließlich in seinem Beitrag „Der IWF als Krisenursache? IWF-Kredite, Moral Hazard und die Reform der internationalen Finanzarchitektur" dem oft diskutierten Argument zu, der IWF habe die Asienkrise maßgeblich mitverursacht. Die Hauptargumentation der Vertreter dieser Ansicht basiert auf der Idee des moral hazard. Wie bereits erwähnt, ist damit gemeint, dass dadurch, dass asiatische Regierungen und private Investoren die Aussicht auf „Rettung" durch den IWF im Fall wirtschaftlicher Probleme gehabt hätten, deren Fehlverhalten in Form von Festhalten an nicht marktgerechten Wechselkursen und in Form von zu riskanten

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Investitionen induziert worden sei. Als radikale Schlussfolgerung wird dann häufig die Abschaffung einer Institution wie IWF gefordert. Nunnenkamp führt aus, dass das moral hazard-Argument nicht haltbar sei. Er listet eine Vielzahl von Gegenargumenten auf. Zu den wichtigsten gehört, dass die IWF-Kredite, verglichen mit anderen Finanzierungsquellen, bezogen auf das BIP der Entwicklungsländer eher marginal sind und im Zeitverlauf auch nicht nennenswert zugenommen haben. Außerdem sei durch den IWF weder ein Fehlverhalten der Kreditnehmer des IWF induziert worden, noch ein Fehlverhalten der privaten Auslandsinvestoren, insbesondere der internationalen Geschäftsbanken. So habe beispielsweise der IWF gerade nicht zu Systemen fixer Wechselkurse ermuntert und es gebe beispielsweise keine positive Korrelation zwischen der Höhe von IWF-Finanzhilfen und dem Ausmaß des länderspezifischen Engagements internationaler Geschäftsbanken.

Nunnenkamps Fazit besteht darin, dass er den IMF nicht als den entscheidenden Auslöser der asiatischen Wirtschaftskrise ansieht, wohl aber als krisenverschärfende Institution. Er schlägt vor, den IWF als Institution beizubehalten, dennoch aber gewisse Reformen der internationalen Finanzarchitektur durchzuführen. Dazu würde seiner Ansicht nach vor allem ein stärkerer Einbezug der Banken, d. h. der Kapitalgeber, in die Risikovorsorge gehören. Konkret könne man sich dies etwa in Form einer Einlagepflicht in einen Krisenfonds vorstellen.

Rabindra Nath Chakraborty vom Deutschen Institut für Entwicklungspolitik in Berlin führt in seinem Korreferat aus, dass der IWF bereits dann und deswegen fundamental zu kritisieren sei, wenn er als Krisenverschärfer auftrete. Es sei daher nicht unangemessen, für eine Abschaffung des IWF einzutreten. Allerdings sei unklar, welche Institution bzw. welche Arrangements an die Stelle des IWF treten könnten. Chakraborty weist im übrigen darauf hin, dass die Frage, ob der IWF durch seine Politik moral hazard bei Regierungen oder Investoren ausgelöst habe, keine eindeutig mit „Ja“ oder „Nein“ zu beantwortende Frage sei, sondern dass der moral hazard wohl in manchen Fällen stärker, in anderen weniger stark ausgeprägt sei. Wegen dieser Unschärfe in der Beurteilung sei es sinnvoll, sich im Hinblick auf die Frage der Fortführung des IWF nicht vorrangig auf das moral hazard-Argument zu stützen.

Als Gesamteindruck der Tagung zum Thema „Regionale Wirtschaftskrisen“, mit Schwerpunkt bei der asiatischen Wirtschaftskrise lässt sich festhalten, dass es keine eindeutigen „Wenn-dann“-Erkenntnisse im Hinblick auf die Entstehung und Ausbreitung regionaler Wirtschaftskrisen zu geben scheint. Dennoch hat man aus der Asienkrise gelernt, nämlich vor allem in dem Sinn, dass man mehr über diejenigen Determinanten weiß, die die Wahrscheinlichkeit von Krisen erhöhen. Offensichtlich hat das Zusammentreffen von sehr hoher Auslandsverschuldung bei hohen Leistungsbilanzdefiziten mit Finanzsektoren, die durch Anreize zu übermäßiger Kreditvergabe charakterisiert waren, die Wahrscheinlichkeit für eine krisenhafte Entwicklung wesentlich gesteigert. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass die Asienkrise für andere Teile der Welt weniger wegen ihrer realwirtschaft-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

lichen Effekte, sondern vor allem deshalb bedrohlich wurde, weil die internationalen Kapitalmärkte das Kreditrisiko der asiatischen Länder nach oben korrigierten und dadurch massive Abwertungen auslösten.

Welche Lehren für die Zukunft sind nun aus der asiatischen Wirtschaftskrise zu ziehen? Im Grunde drängen sich zwei Folgerungen auf. Zum einen wird man auch künftig davon ausgehen müssen, dass man mit Nachfrageschocks konfrontiert ist, die ihre Ursache im Geschehen in anderen Ländern bzw. auf globalen Märkten haben. Um hierauf sinnvoll reagieren zu können, braucht es ein wirksames wirtschaftspolitisches Instrumentarium, zu dem – insbesondere bei flexiblen Wechselkursen – die Geldpolitik gehört, sowie aber auch rechtliche, sozialpolitische und politische, d. h. im weitesten Sinne institutionelle Reformen. Zum anderen wäre es hilfreich, wenn das doch erhebliche realwirtschaftliche Schadenspotential internationaler Kapitalströme reduziert werden könnte. Dies könnte gelingen, wenn internationale Kapitalströme weniger sensibel auf Modewellen und marktpsychologische Faktoren reagieren würden. Wie dies erreicht werden kann, ohne dass auf der anderen Seite die Anreize für Kapitalbewegungen, welche die weltwirtschaftliche Effizienz steigern, zerstört werden, ist eine offene Frage. Hier liegt Potential für weitere wissenschaftliche Auseinandersetzungen.

Renate Schubert

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Inhalt

Erscheinungsbild und Erklärungsmuster der asiatischen Wirtschaftskrise

Referat von *Hans Christoph Rieger,* Heidelberg 17

Korreferat von *Rainer Klump,* Ulm 37

Die Rolle (inter)nationaler Finanzmärkte in der Asienkrise

Referat von *Lukas Menkhoff,* Aachen 45

Korreferat von *Andreas Hauskrecht,* Berlin 73

Bankenaufsicht und Asienkrise

Referat von *Eva Terberger-Stoy,* Heidelberg 91

Korreferat von *Heinz-Günter Geis,* Berlin 117

Transmissionsmechanismen zwischen Finanzmarkt und dem realen Sektor: Lehren aus der Asienkrise

Referat von *Torsten Amelung,* Köln 129

Korreferat von *Hans-Peter Nissen,* Paderborn 149

Regional trade and transmission of demand-shocks in Latin America and Asia: Analysis and policy recommendations for China

Report by *Wolfgang Veit,* Köln 157

Korreferat von *Matthias Lutz,* St. Gallen 201

Der IWF als Krisenursache? IWF-Kredite, Moral Hazard und die Reform der internationalen Finanzarchitektur

Referat von *Peter Nunnenkamp,* Kiel 213

Korreferat von *Rabindra Nath Chakraborty,* St. Gallen 231

Autorenverzeichnis 241

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Erscheinungsbild und Erklärungsmuster der asiatischen Wirtschaftskrise

Von *Hans Christoph Rieger,* Heidelberg

A. Einleitung

Die asiatische Wirtschaftskrise[1] war – und ist – in mehrfacher Hinsicht überraschend. Sie kam für viele Beobachter und insbesondere für die in Asien Betroffenen völlig unerwartet und plötzlich; sie setzte just in den Ländern Südostasiens ein, die zu den am schnellsten wachsenden Schwellenländern der Welt gehören; und sie breitete sich von Thailand epidemisch über mehrere Länder der Region und darüber hinaus aus.

Die Überraschung über den Zeitpunkt der Krise widerspricht keineswegs der Tatsache, dass es in den betroffenen Ländern schon seit geraumer Zeit warnende Stimmen über die sich entwickelnde Unvereinbarkeit fester oder quasi-fester Wechselkurse mit den steigenden Leistungsbilanzdefiziten, der Vermögensinflation im Immobiliensektor und den Kapazitätsüberhängen im Industriebereich gab. So hat beispielsweise die Hypo-Bank bereits im April 1995 die internationalen Investoren ermahnt, die Wirtschaftsperspektiven der einzelnen Länder (Südost- und Ostasien) immer genauer unter die Lupe zu nehmen. Es werde immer wichtiger, diese Länder im Detail einer Analyse zu unterziehen, um gegebenenfalls frühzeitig vor Fehlentwicklungen warnen zu können (*Hypo-Bank* 1995). In einem Schreiben vom Januar 1995 schrieb Karl D. Jackson, Repräsentant einer New Yorker Firma mit Dienstleistungen in Devisengeschäften, an die Zentralbank in Thailand und

[1] Bisher fand ich die folgenden Begriffe in der Literatur: asiatische Finanzkrise; asiatische Krise; asiatische Wirtschaftskrise; Asienkrise; finanzieller Kollaps; Finanzkrise in Asien; Finanzkrise in Südostasien; Südostasienkrise. Der angelsächsische Sprachreichtum scheint noch größer zu sein. Dort fand ich: Asia crisis; Asia deflation; Asian banking crisis; Asian calamity; Asian contagion; Asian crisis; Asian currency and financial crisis; Asian currency crisis; Asian currency meltdown; Asian economic, currency and financial crisis; Asian financial crisis; Asian flu; Asian monetary crisis; Asian recession; Asia's economic and currency crisis; Asia's economic crisis; Asia's economic recession; Asia's financial crisis; crash of '97; crisis in East Asia; currency crisis; East Asian crisis; East Asian financial crisis; economic crisis; emerging Asia's crisis; global economic crisis; global economic turmoil; global financial mess; great Asian economic meltdown; region's slump. Ich verwende hier die Bezeichnung „asiatische Wirtschaftskrise", weil weder ganz Asien noch alle Lebensbereiche über die Wirtschaft hinaus betroffen sind.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sagte eine Krise voraus, entsprechend dem Zusammenbruch der American Savings and Loan Organisation der späten 80er Jahre. Er warnte vor negativen Auswirkungen auf die Banken unter Hinweis auf die Probleme japanischer Banken nach dem Kollaps der Seifenblasen-Ökonomie in Tokyo. Gemeinsam mit thailändischen Freunden wurde ein Plan ausgearbeitet, um einen bevorstehenden Krach der thailändischen Wirtschaft abzufedern, aber die generelle Haltung der thailändischen Behörden und Ökonomen war die, dass etwaige Probleme nach der „Thai-Methode" aufgefangen würden (*Jackson* 1999, xii). Auch die Federal Reserve Bank of San Francisco teilte in einem Rundschreiben an ihre Kunden im März 1997 mit: „There are a variety of potential problems associated with externally motivated capital inflows. First, they may suddenly reverse to capital outflows, leading to liquidity problems. Second, the financial systems of emerging market economies may not be well-adapted to managing large inflows of capital efficiently. Third, capital inflows also may be associated with real appreciation of the domestic currency, reducing export competitiveness". Schließlich kann man auch auf Paul Krugman verweisen, der in einem 1994 erschienenen Aufsatz das Ende des Wachstums in Südostasien unter Hinweis auf mangelnde Steigerungen der „total factor productivity" vorhergesagt hat (*Krugman* 1994). Aber er selber gibt zu, dass er mit dieser Prognose nur zu 10 Prozent in bezug auf die spätere Krise richtig lag (*Krugman* 1998b,1): „In short, I was 90 percent wrong about what was going to happen to Asia". Wie immer selbstbewusst, fügt er hinzu: „However, everyone else was 150 percent wrong – they saw only the ‚miracle', and none of the risks".

In der Tat hatten viele Beobachter in den nun betroffenen Ländern eher das Wirtschaftswunder als eine unmittelbare Krisenanfälligkeit gesehen. Ich gebe zu, dass ich zu ihnen gehöre. Im Vergleich zu Indien und seinen Satelliten in Südasien zeigten doch gerade die Gründungsmitglieder der ASEAN (Indonesien, Malaysia, die Philippinen, Singapur und Thailand), wie man die Wirtschaft durch Öffnung zum Weltmarkt, durch freien Kapitalimport und durch eine disziplinierte und oft genug auch disziplinierende Regierung auf wirtschaftliches Wachstum einstellt. Hier war das Modell, dass man anderen Entwicklungsländern gerne empfahl: „Sehet, es geht doch. Gehet hin und tut das Gleiche." Zumindest herrscht in der Literatur die überwiegende Meinung, in den von der asiatischen Wirtschaftskrise gerüttelten Ländern stimmten die sogenannten „Fundamentals". Die Regierungen gaben nicht mehr aus, als sie einnahmen, die Inflationsraten waren nicht übermäßig hoch, und das wirtschaftliche Wachstum war Jahr für Jahr beneidenswert hoch. Krisen in anderen Entwicklungsländern mit hohen Haushaltsdefiziten und Inflationsraten wären nicht überraschend gewesen, aber ausgerechnet in den Ländern mit starker Führung, ökonomischer Ausrichtung und asiatischen Werten, die dem westlichen wohlfahrtsstaatlichen Ideal überlegen sein sollen, hätte man sie nicht erwartet.

Überraschend ist auch die Tatsache, dass trotz der für viele Beobachter unerwarteten Krise so viele Experten sofort zur Hand waren, um sie zu erklären. Das Literaturverzeichnis auf der vielleicht ergiebigsten Internetseite zur Krise von Nouriel Roubini umfasst mittlerweile über 76 A4-Seiten und etwa 1.350 Artikel und Auf-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sätze. Selbstredend sind hier nur englischsprachige Werke aufgeführt. Und die Suchmaschine nach „Asian Crisis“ gefragt, bietet knapp 18.000 Webseiten an. Aber gerade das zeichnet ja uns Ökonomen angeblich aus: Uns fällt es nicht schwer zu erklären, warum das, was wir vorhergesagt haben, nicht eingetreten ist.

In dem vorliegenden Beitrag kann es nicht darum gehen, dieser Flut wissenschaftlicher Fachkompetenz gerecht zu werden. Vielmehr sollen in dieser Einführung die wesentlichen Faktoren und Dimensionen der asiatischen Wirtschaftskrise in Erinnerung gerufen und dabei auf einige wirtschaftliche, politische, soziale und kulturelle Folgen hingewiesen werden. Danach wird versucht, die verschiedenen Erklärungsansätze der Krise zu ordnen, ohne allerdings eine endgültige Bewertung vorzunehmen. Je nachdem, welche Komponenten des Wirkungsgefüges man für wichtig hält, wird man auch entsprechende Therapievorschläge favorisieren, die allerdings hier nicht behandelt werden.

B. Erscheinungsbild der Krise

Eine Beschreibung des Beginns und der Ausbreitung der asiatischen Wirtschaftskrise muss notgedrungen oberflächlich sein. Denn der größte Teil des Wirtschaftsgeschehens findet hinter verschlossenen Türen statt, und Zusammenhänge können nur rückblickend durch markante Ereignisse, die als Meilensteine auf dem Weg der Entwicklung erscheinen, erfasst werden. So sind der Zusammenbruch der Hanbo Steel, eines der größten koreanischen Wirtschaftskonglomerate bzw. Chaebol, im Januar 1997 mit einem Schuldenberg von umgerechnet US $ 6 Mrd., die Zahlungsunfähigkeit des Somprasong-Konzerns in Thailand im Februar und der Bankrott des Sammi Steel Konzerns in Korea im März des gleichen Jahres nur beachtenswert, weil sie im nachhinein die sich anbahnenden wirtschaftlichen Probleme in Südkorea und Thailand beispielhaft dokumentieren. Erst der rapide Abbau der Devisenreserven in Korea im März 1997 ließ die Sorgen um die Entwicklung steigen.

In allen Ländern Südostasiens hatte die Wachstums-Euphorie zu einem gewaltigen Bauboom geführt, der im wesentlichen durch die Banken und Finanzierungsgesellschaften mit Krediten gespeist wurde. Angesichts der vielen heute leerstehenden Bürogebäude und Einkaufszentren fragt man sich, wie es kommen konnte, dass so viele Bauprojekte offenbar ohne ausreichende Wirtschaftlichkeitsberechnungen begonnen und durchgeführt wurden. Ein Teil davon ist sicherlich dadurch zu erklären, dass immer modernere und opulentere Bauten in zentraler Lage Käufer und Mieter finden, während die früher gebauten und jetzt weniger attraktiv gewordenen Objekte darunter leiden und entweder durch erhebliche Neuinvestitionen nachziehen müssen oder bankrott gehen. Daher machen oft nicht die neuesten sondern die früher fertiggestellten und an sich wirtschaftlich sinnvollen Projekte Pleite.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Konkurse bei Immobilienprojekten führten in verschiedenen Ländern dazu, dass die betreffenden Banken und Finanzierungsgesellschaften ihrerseits in Schwierigkeiten gerieten, was letztendlich den Staat auf den Plan rief. Bereits im März 1997 führte die Bank Negara, Malaysias Zentralbank, Beschränkungen für die Gewährung von Krediten für Immobilien und Börsengeschäfte ein. Ähnliches folgte im April 1997 in Thailand, als die Immobilienkredite 9 % des gesamten Kreditvolumens erreicht hatten. Die Regierung wies die Kreditinstitute an, keine weiteren Kredite für Immobilien zu gewähren.

Anfang Mai 1997 wurden in Japan Sorgen über den Yen-Verfall geäußert, und es wurde laut über die Notwendigkeit von Zinserhöhungen nachgedacht. Diese wurden dann doch nicht vorgenommen, aber die Ankündigung allein hatte ihre Wirkung auf die globalen Investoren. Denn die Möglichkeit einer bevorstehenden Veränderung des Zinsgefälles im Zusammenhang mit der Erkenntnis, dass Thailands Auslandsschulden mittlerweile US$90 Mrd. betrugen – davon ca. US$70 Mrd. privater Natur – ließ die Wahrscheinlichkeit eines immer stärker werdenden Drucks auf den Wechselkurs in Thailand akut werden. Viele Investoren begannen daher sogleich mit dem Abladen südostasiatischer Währungen. Thailand hatte wie die anderen in Mitleidenschaft gezogenen Länder den Wechselkurs an einen Korb von Währungen gebunden, in dem der US-Dollar ein hohes Gewicht besaß. Eine Yen-Abwertung gegenüber dem US-Dollar bedeutete daher gleichzeitig eine Aufwertung des Thai Baht, des malaysischen Ringit und der indonesischen Rupiah gegenüber dem Yen. Eine anpassende Abwertung des Thai Baht gegenüber dem US-Dollar würde aber die hohen Auslandsschulden Thailands, die in US-Dollar denominiert waren, beträchtlich erhöhen und gleichzeitig die Attraktivität der thailändischen Wirtschaft für kurzfristige Anlagen aus dem Ausland reduzieren. Daher beeilte sich die thailändische Zentralbank, die Gefahr einer Änderung des Wechselkursregimes zu dementieren. Gleichzeitig wurde der Baht aber von ausländischen Investoren unter massiven Druck gesetzt, da die Verlangsamung der Wirtschaft und die politische Instabilität in Thailand den Zeitpunkt als günstig erscheinen ließen, kurzfristige Anlagen aus Thailand abzuziehen. Sowohl die thailändische Zentralbank als auch Singapur griffen massiv ein, um den Baht zu stützen. Bis Mitte Mai 1997 hat die Thailändische Zentralbank fast US $ 10 Mrd. zur Stützung des Wechselkurses eingesetzt. Gleichzeitig wurden die Geschäftsbanken in Thailand angewiesen, ausländische Spekulanten nicht mehr mit Baht zu versorgen.

Die Erklärungen, den Baht unbedingt halten zu wollen, folgten Schlag auf Schlag. Auch als der Finanzminister Amnuay Viravan am 19. Juni 1997 zurücktrat, betonte der Premierminister Chavalit Yongchaiyudh noch, „We will never devalue the Baht". Der neue Finanzminister legte ein Paket von Notmaßnahmen zur Abwendung der Krise vor, einschließlich der Möglichkeit, Ausländern bis zu 25 % Anteil an einheimischen Banken zu gewähren. Um den Zufluss von ausländischem Kapital anzuregen und den Abfluss zu bremsen, hielt die Regierung an hohen Zinsen fest und verfügte gleichzeitig Devisenkontrollen, indem sie die Beschaffung von Devisen durch die Devisenhändler einschränkte. Noch am 30. Juni 1997 beru-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

higte der Premierminister Chavalit die Nation in einer Fernsehansprache und versicherte dabei, eine Abwertung des Baht würde es nicht geben. Binnenwirtschaftlich stiegen die Probleme aber an, denn der hohe Zinssatz wurde für die ohnehin überstrapazierten Anleger und Investoren zum Verhängnis. Während ein Projekt nach dem anderen in Konkurs ging, gerieten die verschiedenen Kreditinstitute nacheinander immer mehr in Bedrängnis. Der noch im Mai 1997 unternommene Versuch, Thailands größtes Finanzhaus, Finance One, zu retten, war fehlgeschlagen. Nun musste Ende Juni 1997 die Zentralbank 16 in Zahlungsschwierigkeiten geratene Finanzierungsgesellschaften schließen bzw. anweisen, Konsolidierungs- und / oder Zusammenschlusspläne vorzulegen.

Am 2. Juli 1997 gab die Zentralbank den festen Wechselkurs auf und erhöhte den Diskontsatz. Der Baht wertete sofort um 18 % ab. Gleichzeitig rief Thailand den Internationalen Währungsfonds mit der Bitte um „technische Unterstützung" an. Die Aufgabe des festen Wechselkurses durch Thailand am 2. Juli 1997 wird allgemein als Auslöser der asiatischen Wirtschaftskrise angesehen. Am gleichen Tage musste in Manila die Zentralbank massiv eingreifen, um den Peso zu schützen und erhöhte am darauffolgenden Tag die Bankrate für Tagesgeld von 15 auf 24 Prozent. Kurz darauf begann auch in Indonesien die indonesische Rupiah abzubröckeln, und in Malaysia musste Bank Negara energisch eingreifen, um den Ringit zu stützen. Diese Maßnahme verlief erfolgreich. Aber bereits am 11. Juli 1997 kam die indonesische Rupiah weiter unter Druck, und die Zentralbank erweiterte überraschend die Bandbreite der Wechselkursgeschäfte von 8 auf 12 Prozent. Ähnliches geschah auch in den Philippinen, wo die Bandbreite des Peso gegenüber dem US$ erweitert wurde. Der Internationale Währungsfonds half Manila mit einem Sofortkredit von US $ 1,1 Mrd. aus, die nach den „Fast Track Regulations" abgewickelt wurden, die nach der Mexiko-Krise 1995 eingerichtet worden waren.

Am 14. Juli 1997 gab die Zentralbank in Kuala Lumpur die Stützung des Ringit auf und auch in Singapur ließ die Monetary Authority of Singapore – die dort einer Zentralbank gleicht – die Abwertung des Singapore Dollar zu, der auf seinen niedrigsten Wert seit Februar 1995 fiel. Während in Kuala Lumpur der Ringit mit 2,653 je US$ auf den niedrigsten Wert seit 3 Jahren fiel, beschimpfte der Premierminister, Mahathir Bin Mohamad, die Spekulanten als „rogue speculators". Insbesondere machte er George Soros, den in Finanzkreisen bekannten Hedge Fund Manager, als die für den Angriff auf den Ringit verantwortliche Person aus: „All these countries have spent 40 years trying to build up their economies, and a moron like Soros comes along".

Anfang August 97 legte Thailand einen Plan für die völlige Neustrukturierung des Finanzsektors als Teil eines Rettungsplans des IWF vor. 48 Finanzierungsgesellschaften wurden suspendiert. Der Rettungsplan enthielt einen Kredit von US $ 16,7 Mrd. Gleichzeitig erhöhte Thailand die Mehrwertsteuer von 7 auf 10 %. Als Bedingung des IWF-Darlehens wurde u. a. die Einstellung staatlicher Hilfsmaßnahmen für notleidende Banken und andere Kreditinstitute verlangt. Ende

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

August 97 setzte die thailändische Zentralbank US $ 23,4 Mrd. ein, um den Baht gegen Devisenspekulationen zu stützen. Drei Tage später ließ sie 42 weitere Kreditinstitute schließen. Am 4. September 1997 erreichte der Baht seinen vorläufigen Tiefstpunkt mit 38,4 Baht zum US-Dollar. Mittlerweile hatte auch Indonesien die Bindung an den US-Dollar mit einer festgesetzten Rate aufgegeben und ließ Mitte August die Rupiah frei „floaten", bzw. fallen.

Die verschiedenen Maßnahmen zur Unterstützung der heimischen Währungen hatten auch die Bewertungen durch die Agentur Standard and Poor verändert. Diese stufte Korea auf „negative" ab und verschlechterte die Einschätzung Malaysias zunächst von „positive" auf „stable" und kurze Zeit später ebenfalls auf „negative", nachdem Maybank, die größte Geschäftsbank Malaysias, ihre Rückstellungen für dubiose Darlehen auf 71 % der Außenstände erhöhte. Um den Zufluss ausländischer Devisen anzuregen bzw. den Abfluß zu verhindern, senkte Malaysia die Steuern auf den Kauf von Immobilien durch Ausländer. Dennoch verlor der Ringit weiter an Wert. Am 4. September 97 erreichte er die psychologische 3,00-Marke, und Mahathir sah sich gezwungen, mehrere Milliardenprojekte zurückzustellen. Zur gleichen Zeit fiel der thailändische Baht auf einen Tiefpunkt von 38,4 Baht zum Dollar, während der philippinische Peso auf ein Rekordtief von 32,43 je US$ absackte. Auch Indonesien musste übrigens eine Reihe von Großprojekten zurückstellen, und zwar in Höhe von 39 Billionen Rupiah. In allen Ländern fielen die Börsenkurse rapide.

Premierminister Mahathir, von der Ausbildung her Arzt und als Ökonom eher von der „Do it yourself"-Sorte, teilte den Delegierten der Jahrestagung von IWF und Weltbank am 20. September in Hongkong seine Meinung mit, dass Devisenhandel unnötig, unproduktiv und unmoralisch sei. Erneut schob er George Soros die Schuld für Malaysias Wirtschaftsprobleme in die Schuhe. Daraufhin entgegnete Soros, Mahathir sei eine Bedrohung für sein eigenes Land. Die auch am 1. Oktober 1997 wiederholten Bemerkungen Mahathirs blieben nicht ohne Wirkung. Der Ringit fiel in weniger als 2 Stunden um 4 %.

Auch im benachbarten Indonesien ging der Verfall der Rupiah weiter. Sie erreichte einen neuen Tiefststand von 3.845 Rupiah je Dollar, woraufhin Jakarta den Internationalen Währungsfonds um Hilfe anrief. Am 3. November 1997 gewährte der IWF Indonesien ein Hilfspaket in Höhe von US $ 23 Mrd., aber die Rupiah fiel weiter, und zwar auf 5.950 Rupiah je Dollar am 22. Dezember 1997, auf 10.000 Anfang Januar, und schließlich sogar auf 17.000 am 19. Januar 1998. Indonesien musste das vorübergehende Einfrieren des Schuldendienstes seiner Auslandsschuld bekanntgeben, betonte aber, dies sei kein Moratorium. Nach erheblichen politischen Unruhen im ganzen Land trat der langjährige Präsident Soeharto zurück und übergab die Regierung an seinen Nachfolger Habibie.

In der Zwischenzeit erfolgte auch in Thailand eine Regierungsumbildung, wobei das Jonglieren der Parteien um die Mehrheit mit wechselnden Koalitionen ein unwirkliches Bild lieferte angesichts der schweren wirtschaftlichen Krise und

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der brennenden Probleme im Land. In Malaysia konnte sich der Regierungschef Mahathir weiter halten, schickte aber seinen Stellvertreter und Finanzminister, Anwar Ibrahim, der eine konventionellere Wirtschaftspolitik als Mahathir verfolgte, Anfang September 1998 ins Abseits und später sogar ins Gefängnis, wo er heute mehrere 6-jährige Strafen simultan absitzt und zusätzlich wegen angeblicher Sodomie, die in Malaysia strafbar ist, vor Gericht steht.

Auch Korea gab die Stützung des Won auf, der daraufhin Mitte November 1997 die psychologisch wichtige 1.000 Won Marke durchschlug. Die Finanzreform scheiterte im Parlament, woraufhin auch Korea am 21. November 1997 den Internationalen Währungsfonds um Hilfe anrufen musste. Ein entsprechendes Abkommen wurde Anfang Dezember 1997 unterschrieben. Intern war die Situation in Korea ebenfalls verzwickt, da die Anleger einen Run auf die Banken veranstalteten. Ebenfalls im November fielen der philippinische Peso um 2,9 %, der Taiwan Dollar um 1,7 %, und der Singapore Dollar um 0,5 %.

Damit war die asiatische Wirtschaftskrise in vollem Gange und eine Hiobsbotschaft jagte die andere. Tabelle 1 gibt die Entwicklung der Wechselkurse einzelner Länder zwischen Juli 1997 und Januar 1998 wieder. Neben den genannten Ländern sind auch Hongkong und Vietnam betroffen, und selbst in Indien fiel die indische Rupie auf historisch niedrige Werte.

Tabelle 1

Abwertung einzelner asiatischer Währungen

	Wechselkurs zum US $		**Veränderungsrate des Dollarwertes (%)**
	1. Juli 1997	**24. Januar 1998**	
Indonesische Rupiah	2.432	14.800	– 83,6
Malaysischer Ringit	2,52	4,58	– 44,9
Philippinischer Peso	26,37	43,50	– 39,4
Singapur Dollar	1,43	1,76	– 18,8
Thai Baht	24,53	54,00	– 54,6
Koreanischer Won	888	1.744	– 49,1

Quelle: Montes 1998, xv.

Obwohl sich die Krise als Währungskrise präsentiert, ist ein wesentlicher Aspekt auch der Kollaps der Wirtschaft im Innern. Ein Finanzmarkt, der im Ausland leicht zu besorgendes Geld immer wieder an dubiose Investitionsprojekte weiterleitete und dabei vielfach auch kurzfristige ausländische Kredite in langfristige einheimische Investitionsprojekte leitete, baute ein Kartenhaus auf, das bei gegebenem Anlass zusammenfallen und in Form einer Kettenreaktion ein Kreditinstitut nach dem

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

anderen in die Pleite führen musste. Wie bei der Reise nach Jerusalem wurden die Spieler nervöser, je länger die Musik spielte, und um so größer geriet die Panik und so heftiger wurde der Sprung auf einen Stuhl, als der Moment gekommen war. Zusammenbrechende Firmen ließen das Vertrauen der Anleger an der Börse rapide sinken, ausländische Investoren wollten ihre Erlöse aus dem Verkauf von Börsenpapieren in harte Devisen zurücktauschen, während auch inländische Anleger versuchten, ihre Guthaben in einheimischer Währung durch Umtausch in harte Devisen zu retten.

C. Folgen der Krise

Auch wenn sie nicht allein ausschlaggebend war, hat die Krise doch Veränderungen politischer Art beschleunigt. Sowohl in Thailand als auch in Korea erfolgten unter dem Druck des wirtschaftlichen Zusammenbruchs Umbildungen der jeweiligen Regierungen, und in Malaysia folgten der Absetzung und Inhaftierung des ehemaligen Stellvertreters von Premierminister Mahathir, Anwar Ibrahim, zum ersten Mal wieder seit 1969 Unruhen auf den Straßen Kuala Lumpurs und an anderen Orten Malaysias. Die Auseinandersetzung zwischen Mahathir und seinem designierten Nachfolger beruhte nicht allein auf den unterschiedlichen Vorstellungen über die Lösung der wirtschaftlichen Probleme, sondern war auch in der Ungeduld Anwars zu sehen, seinen einstweiligen Mentor abzulösen. Anwar wollte eine Politik verfolgen, die in Anlehnung an die Rezepte des Internationalen Währungsfonds konzipiert war – allerdings ohne Anrufung des Internationalen Währungsfonds selbst – , während Mahathir seine impulsive und oft dilettantische „Heimwerker-Ökonomie“ vorzog. Demnächst stehen in Malaysia Wahlen bevor, und der Ausgang, der sicherlich eine Wiederwahl Mahathirs sehen wird, dürfte erstmalig die absolute Mehrheit der Regierungspartei gefährden.

Besonders schmerzhaft sind die politischen Folgen der asiatischen Wirtschaftskrise in Indonesien, wo neben der Absetzung Soehartos und der Entmachtung seines Clans die Autonomiebestrebungen einzelner Regionen neue Impulse erfahren haben. Dies gilt nicht nur für Ost-Timor, das nun endlich eine Form der Unabhängigkeit erhalten dürfte, sondern auch für die Provinz Aceh im Norden Sumatras, deren Unterdrückung in der holländischen Kolonialzeit und seit der Unabhängigkeit von Jakarta aus den dortigen Einwohnern stets ein Dorn im Auge war.

Von langer Wirkung dürften auch die gewaltsamen Auseinandersetzungen zwischen unterschiedlichen Volksgruppen sowohl in der Hauptstadt Jakarta als auch in einzelnen Provinzen sein, die bereits eine große Anzahl Menschenleben gekostet haben. Es sind Wunden geschlagen worden, deren Heilung eine lange Zeit beanspruchen wird. Es bleibt abzuwarten, ob die neue Regierung unter Präsident Wahid und der Sukarno-Tochter Megawati Sukarnoputri als Vizepräsidentin das Auseinanderstreben der indonesischen Gesellschaft aufhalten kann.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die größten Schäden in der Region dürften wirtschaftlich sein. Die Vernichtung von Vermögen wird auf ca. US $ 1 Billion geschätzt. Die Börsen haben auf Dollarbasis ausgedrückt mindestens 60 % ihres Werts verloren, und diese wirtschaftlichen Schäden betreffen nicht nur die Region selbst, sondern haben auch die Länder Osteuropas, Südafrikas und Lateinamerikas in Mitleidenschaft gezogen. Sicherlich trifft die Vernichtung des Wohlstands hauptsächlich die Wohlhabenden, aber über die drastische Senkung der Inlandsnachfrage und damit auch der Auslandsnachfrage der von der Krise betroffenen Länder werden auch die ärmeren Bevölkerungsschichten unmittelbar durch Entlassungen, Lohnsenkungen und Preissteigerungen in Mitleidenschaft gezogen. Außerdem werden zunächst unbeteiligte Länder benachteiligt. Die insbesondere von der Asiatischen Entwicklungsbank gewährte Hilfestellung für die unmittelbar betroffenen Krisenländer hat eine strategische Verschiebung der Auszahlungen der regionalen Entwicklungsbank zu ihren Gunsten und zum Nachteil anderer asiatischer Länder bewirkt. So hat beispielsweise Bangladesh im Jahr 1997 ein Drittel weniger an Entwicklungshilfe als im Vorjahr bekommen, weil die Asiatische Entwicklungsbank in großem Maße zur Stützung der Krisenländer eingesprungen ist (Tripathi 1998, 46).

Besonders schwerwiegend sind auch die Probleme im gesellschaftlichen Bereich. In allen betroffenen Ländern hat die Armut wieder zugenommen, nachdem sie in den Vorjahren massiv abgebaut werden konnte. Allein in Indonesien ist der Anteil unter der Armutsgrenze von 11 % auf 40 % gestiegen. In Thailand stieg die Armutsinzidenz von 11 auf 15 %, und in Malaysia von unter 7 % auf 8 %. Ein besonderes Problem stellt dabei die zunehmende Arbeitslosigkeit dar, die in Indonesien von 4,7 % (1991) auf 21 % (1998) gestiegen ist. Der Anstieg ist in den anderen Ländern wesentlich geringer – von 2,7 auf 6,4 % in Malaysia; 2,6 auf 7,7 % in Korea; und 1,9 auf 4,4 % in Thailand. Aber in dem Maße, in dem es zur Tradition in diesen Ländern gehört, Arbeitsplätze auf Lebenszeit zu sichern, sind hier tragische Schicksale verborgen. Der Familienvater, der tagtäglich zur Arbeit aufbricht und nach einem Tag auf der Parkbank nach Hause kommt, weil er es nicht über das Herz bringt, seiner Familie die Schmach eines verlorenen Jobs mitzuteilen, ist kein Einzelfall sondern ein Indiz für ganz reale, schwerwiegende soziale Probleme.

Schließlich darf nicht außer acht gelassen werden, dass die Krise auch das Selbstwertgefühl der Asiaten stark in Mitleidenschaft gezogen hat. Aus der besonderen Betonung der Familienzusammengehörigkeit wurde Nepotismus bzw. Vetternwirtschaft, die besondere Wichtigkeit persönlicher Beziehungen anstelle von Vertragsbindungen erschien nun als „cronyism" bzw. Kumpelei, aus der Bedeutung von konsensualen Entscheidungen wurde Mauschelei und Korruption, Konservativismus und Anerkennung von Autorität wurde als Unflexibilität und als Unfähigkeit zur Innovation, abgestempelt und die vielgerühmten Errungenschaften in der Bildung mussten nun als Auswendiglernen und als Kritiklosigkeit gegenüber der Autorität erkannt werden (The Economist, 1998, 23). Krähte man einst stolz über die Überlegenheit des asiatischen Systems und der asiatischen Werte, so deutet

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

man heute jede Form der Kritik oder auch nur gutgemeinte Ratschläge von außen als Schadenfreude. Diese Schadenfreude mag es auch durchaus geben, aber ihre Auswirkung in der asiatischen Kultur wird oft von uns unterschätzt und manchmal gar nicht wahrgenommen. Ein Beispiel ist das bekannte Bild, in dem Präsident Soeharto unter den Augen von IWF-Chef Camdessus sich bückt, um ein Darlehensabkommen zu unterzeichnen. Die Haltung Camdessus' mit gekreuzten Armen auf der Brust ist in ganz Südostasien als Bild eines Triumphators über den geschlagenen Asiaten interpretiert worden. Das Bild selbst, das an prominenter Stelle in vielen Zeitungen in Asien zu sehen war, und auf das auch heute noch öfters verwiesen wird, wird in einem Zeitungsartikel als Symbol der westlichen, manche würden sagen kolonialistischen, Art des Durchsetzens von wirtschaftspolitischen Lösungen der Währungskrise angeprangert.

Aber die asiatische Wirtschaftkrise hat nicht nur nachteilige Folgen gehabt. In einem Beitrag „Thanks for the Crisis" in der Far Eastern Review, stellt Warapatr Todhanakasem verschiedene Verbesserungen in Thailand fest, die ohne die Wirtschaftskrise nicht, bzw. nicht so schnell eingetreten wären. Erstens, vermerkt er eine Zunahme der unternehmerischen Tätigkeit unter den vielen arbeitslos gewordenen mittleren Angestellten, die nicht darauf warten wollen, dass die Beschäftigungsmöglichkeiten wieder zunehmen. Buchstäblich Tausende haben ihre restlichen Ersparnisse in kleine Unternehmen investiert und einige von ihnen werden sicherlich Erfolg haben. Die meisten von ihnen hätten aber unter den vor der Krise bestehenden Verhältnissen gar nicht daran gedacht, eine eigene Unternehmung zu gründen. Eine weitere Verbesserung sieht der Autor in der Einstellung der Menschen zur persönlichen Finanzplanung. Bisher hat man sein Geld in Banken und anderen Kreditinstituten anlegen können, ohne Furcht, es zu verlieren. Heute ist die Lage grundlegend anders. Nachdem viele einen großen Teil ihrer Ersparnisse verloren haben, werden sie bei der Auswahl ihrer Ausgaben und Investitionen sowie bei der Aufnahme von Darlehen größere Vorsicht an den Tag legen. Auch in den Unternehmen hat die Krise zu einer Änderung der Einstellungen geführt. Internationale Normen und Standards werden heute ernst genommen und Nepotismus und Korruption, auch wenn sie nicht vollständig ausgemerzt werden können, haben abgenommen. Auch der Staat hat die Effizienz seiner Staatsunternehmen erhöht. Schließlich ist im Zuge der politischen Umwälzungen in Thailand eine neue Verfassung in Kraft getreten, die wesentlich demokratischer ist als die alte. Auch wenn das politische System nicht vollständig transparent werden wird, so ist doch der Grad der Transparenz gestiegen.

D. Erklärungsmuster

Entwicklung, Ausbruch und Ausbreitung der asiatischen Wirtschaftskrise geschahen durch ein komplexes Zusammenwirken mehrerer Faktoren, die einzeln für sich genommen keine befriedigende Erklärung liefern können. Vielmehr kommt es

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

darauf an, die einzelnen Komponenten des Wirkungsgefüges aufzuzeigen, um anschließend eventuell eine Gewichtung vornehmen zu können. Zunächst sollen aber die „einfachen", um nicht zu sagen „einfältigen" Theorien aus dem Weg geräumt werden: Manuel Montes weist in der zweiten ergänzten Auflage seines Buches auf einen 11 bis 12-jährigen Zyklus asiatischer Krisen hin – entsprechend dem chinesischen Mondkalender –, wobei die früheren Krisen in den Jahren 1974 und 1985 stattfanden und fast alle asiatischen Länder in Mitleidenschaft zogen. Ominöserweise enthält die hier aus dem gleichen Werk wiedergegebene Tabelle 1 eine hohe Inzidenz der Zahl 4, die in Asien als sehr unglückliche Zahl angesehen wird (*Montes* 1998, xxi). In einem in der Far Eastern Economic Review zitierten Bericht von Dresdner Kleinwort Benson wird darauf hingewiesen, dass es eine bereits hundert Jahre währende Korrelation zwischen dem Bau von Wolkenkratzern und den Finanzmärkten gibt (*Granitsas* 1999, 47). Bereits viermal in diesem Jahrhundert, nämlich in den Jahren 1908 – 09, 1930 – 31, 1972 – 74 und 1997 haben leichtes Geld gepaart mit Größenwahn zu immer höheren Gebäuden geführt. Immer wurde die Fertigstellung des höchsten Gebäudes der Welt von dem Platzen des Baubooms begleitet.1908 – 9 waren es das Singer Building und das Metropolitan Life Building in New York, als die amerikanische Wirtschaft in eine Krise fiel, nachdem eine Bankpanik hunderte von kleinen Firmen und andere Banken in den Ruin getrieben hatte. Zwischen 1929 und 1931 wurden in New York zunächst 40 Wall Street, und dann das Chrysler Building und das Empire State Building gebaut, jedes höher als das vorherige. Alle wurden in den Jahren des Baubooms vor dem Börsenkrach gebaut, der die Weltwirtschaftskrise einleitete. Damals schrumpfte die US-Wirtschaft um 26 Prozent, und fast ein Drittel der amerikanischen Banken wurde ausgelöscht. In der dritten Welle wurden in den Jahren 1972 – 74 die nächsten drei Wolkenkratzer gebaut, nämlich die beiden Türme des World Trade Centre in New York und der Sears Tower in Chicago. Ihre Fertigstellung fiel mit der Ölkrise zusammen, dem Ende der Bindung des Dollars an das Gold und einer andauernden Baisse in Wall Street. Schließlich wurde das zur Zeit höchste Gebäude der Welt, die Petronas Towers in Kuala Lumpur, in der Zeit des asiatischen Wirtschaftswunders konzipiert und 1997 fertiggestellt, synchron mit dem Einsetzen der asiatischen Wirtschaftskrise. Ein solcher Zusammenhang lässt die Frage aufkommen, wo das nächste höchste Gebäude errichtet werden wird. Es ist das World Financial Centre in Shanghai, das zur Zeit von einem japanischen Konsortium entwickelt wird und im Jahre 2002 fertiggestellt werden soll. Vielleicht sollte man die geplante Höhe des Gebäudes vorher noch einmal überdenken und entsprechend reduzieren!

Um die Erklärungsmuster der Krise besser einordnen zu können, ist es zweckmäßig, einige bekannte Tatsachen ins Gedächtnis zu rufen: Erstens hat die Krise asiatische Länder ergriffen, die sehr unterschiedlich sind. So haben zum Beispiel Thailand und Südkorea ganz verschiedene wirtschaftliche und politische Strukturen, so dass das Überspringen der Krise von Thailand auf Südkorea erklärungsbedürftig ist. Zweitens unterscheidet sich das Kernproblem dieser Krise von dem typischen lateinamerikanischen oder afrikanischen Problem der ungezügelten fis-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

kalischen und monetären Expansion des Staates, mit Ausnahme vielleicht von Chile in den Jahren zwischen 1982 und 1985. Die Verschuldung in Asien beruhte zum allergrößten Teil auf der Ausgabefreudigkeit der Privatwirtschaft. Drittens liegt die unmittelbare Ursache der asiatischen Wirtschaftskrise in den übermäßigen, meist kurzfristigen Kreditaufnahmen der Banken, Konzerne und Individuen im Ausland (Auslandsanleihen). Angeblich handelt es sich um einen Umfang von rund US$240 Mrd., d. h. mehr als 62 Prozent der von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) nach Asien gegebenen Kredite (Behrmann 1998). Viertens gab es einige Strukturfehler, die das Ausmaß der Krise verstärkten: die Anwendung politischer oder freundschaftlicher statt wirtschaftlicher Kriterien bei der Zuteilung von Darlehen; eine Industriepolitik des Größenwahns, die auf die massive Erweiterung der industriellen Kapazität in einzelnen bevorzugten Sektoren abzielte und zu Überkapazitäten führte; ein Hang zu Mega-Projekten die, obwohl meist privat finanziert, oft zu überhöhten Kosten entstanden oder produzierten, ohne Berücksichtigung der Folgen für die Zahlungsbilanz, wobei dabei verständlicherweise auch Mega-Provisionen flossen; ungenügende staatliche Aufsicht und Kontrolle der Banken bzw. des Finanzsektors im allgemeinen; und schließlich kostspielige und – aus wirtschaftlicher Sicht – ungerechtfertigte Stützungsaktionen zur Rettung maroder Firmen und Kreditinstitute, was das Vertrauen der Banken auf die Risikoübernahme durch den Staat verstärkte (moral hazard).

Um die Krise verstehen zu können, muss man noch einen weiteren Aspekt des sogenannten asiatischen Wirtschaftswunders berücksichtigen: Einerseits sind die hohen Wachstumsraten der Länder der Region auf die im ganzen gute makroökonomische Wirtschaftspolitik und -steuerung zurückzuführen, die hohe Ersparnisse und Investitionsraten ermöglichten sowie gut ausgebildete und fleißige Arbeitskräfte hervorbrachten. Auf der anderen Seite stand das Plaza-Abkommen der G7 vom September 1985, das die Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Yen anstrebte und zur Folge hatte. Da die meisten asiatischen Länder ihre Wechselkurse in der Regel direkt oder indirekt an den US-Dollar gebunden hatten, wurden die asiatischen Währungen gegenüber dem Yen im Gleichschritt mit dem Dollar abgewertet. Das löste erhebliche Kapitalströme aus, die sich in mehreren sich überlappenden Wellen in Richtung der asiatischen Volkswirtschaften bewegten: (1) Als Reaktion auf den starken Yen wurden viele japanische Industrien nach Ost- und Südostasien ausgelagert. Den japanischen Investitionen folgten europäische und amerikanische Investoren. (2) Die ausländischen Direktinvestitionen in der verarbeitenden Industrie bewirkten unter anderem einen Anstieg der Mieten und Pachten und eine Wertsteigerung von Grundstücken und Immobilien. Das lockte eine weitere Welle ausländischer Investitionen an, um Immobilien zu kaufen und / oder zu entwickeln. (3) Die asiatischen Börsen boomten und zogen damit ausländische Fonds an, was den Boom noch weiter anheizte. (4) Die hohen wirtschaftlichen Wachstumsraten überforderten die bestehende wirtschaftliche Infrastruktur und machten Investitionen erforderlich, die eine weitere Welle ausländischen Kapitals anlockten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Diese verschiedenen Wellen ausländischer Investitionen beinhalteten auch in erheblichem Maße kurzfristige Kreditaufnahmen. Aber die damit verbundenen Risiken wurden durch die andauernde glaubwürdige Politik fester bzw. quasi-fester Wechselkurse nicht ernst genommen.

Man kann bei der Aufzählung der Faktoren, die zur Entwicklung krisenhafter Erscheinungen geführt haben, die externen von den internen unterscheiden: global, regional und national.

I. Externe Verursachungsfaktoren

Die Wirtschaftspolitik in den Industrieländern ist nach dem Zusammenbruch der Sowjetunion disziplinierter geworden. Die Vereinigten Staaten haben ihr Haushaltsdefizit in den letzten Jahren unter Kontrolle gebracht, was eine stringente Geldpolitik ermöglichte. Gleichzeitig konnte die Wettbewerbsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft durch Strukturanpassungen und Neuerungen erhöht werden. Auch die Länder der EU haben ihre Fiskal- und Geldpolitik in den letzten Jahren einer höheren Disziplin unterworfen, um die Maastricht-Kriterien zu erfüllen. Darüber hinaus sind seit den frühen 90er Jahren die ehemaligen Mitglieder der Sowjetunion, Lateinamerika, einige afrikanische Länder und Indien als neue Wettbewerber auf die internationale Bühne getreten. Das Ergebnis dieser Entwicklungen war, dass es den asiatischen Ländern zunehmend schwieriger fiel, ihre makroökonomischen Daten – Leistungsbilanzdefizite, Inflationsraten – mit einem unveränderten Wechselkurs in Einklang zu bringen. Die asiatischen Währungen waren nun überbewertet.

Anfang 1994 wurde der chinesische Yuan um 35 Prozent abgewertet. Ab 1995 erfolgte eine Abwertung des japanischen Yen um 30 Prozent. Ab 1990 befand sich die japanische Wirtschaft nach der Deflation des Immobilienmarktes durch die Zentralbank in einer Konjunkturflaute. Von 1996 bis Ende 1997 ging es der Elektronikindustrie in den asiatischen Schwellenländern schlecht, da wegen der inzwischen entstandenen Überkapazitäten die Preise, insbesondere für Halbleiter, drastisch gesunken waren. Die Auswirkungen dieser regionalen Faktoren waren erheblich. Die Ausfuhren der asiatischen Länder sowohl von high-tech wie low-tech Produkten wurden stark in Mitleidenschaft gezogen.

Immer wieder wird betont, dass das nach günstigen Anlagemöglichkeiten suchende Geldkapital im Laufe der Zeit erheblich zugenommen hat und dass sich durch die Liberalisierung der Finanzmärkte im Zuge einer in den 90er Jahren verstärkt einsetzenden Globalisierung die Volatilität der Kapitalströme ganz enorm vergrößert hat. „Die Ursachen für die jüngsten Finanzkrisen liegen entgegen den Verlautbarungen des IWF nicht in erster Linie in der Unfähigkeit und Schwäche der betroffenen Länder in Asien, sondern in den Bewegungen und Streifzügen des Kapitals, das in den westlichen Metropolen gebildet wird und von dort aus in die

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ganze Welt geht, auf der Suche nach schnellen Gewinnen und auf der Hut vor irgendwelchen Risiken" (*Huffschmid* 1999, 64). Die Präferenz für kurzfristige Anlageformen, die Reaktion auf kleinste Veränderungen der Zinssätze und Wechselkurse, die Überempfindlichkeit bei Veränderungen der makroökonomischen Daten eines Landes in Verbindung mit den riesigen Beträgen, um die es sich heute handelt, lösen große, schnelle und heftige Kapitalbewegungen aus, die einem uneingeweihten Beobachter durchaus als Spekulationsattacken erscheinen können. Selbstverständlich ist Spekulation bei allen Kapitalanlagen immer im Spiel, aber die Vorstellung einer Verschwörung mehrerer Fonds-Manager am grünen Tisch, eine bestimmte Währung gemeinsam unter Beschuss zu nehmen, ist naiv, romantisch und falsch.

II. Interne Verursachungsfaktoren

Wie in den frühen 80er Jahren, als der US Dollar stark war, führte die Überbewertung der Währungen in der Region zu einer Vermögensinflation: d. h. zu einer Verschiebung von Ressourcen aus dem Sektor der gehandelten Güter in den der international nicht gehandelten Güter. Es kam zu einem wirtschaftlich ungerechtfertigten Bauboom. Der darauf folgende Sturz wirkte sich sowohl auf die Aktienkurse als auch auf die Finanzinstitutionen aus, die sich auf dem Immobilienmarkt übernommen hatten.

Der neue Konsens der Weltbank und der Asiatischen Entwicklungsbank über die Vorzüge der Privatisierung führt dazu, dass der Staat bei der Entwicklung der Infrastruktur zunehmend abhängig von der Privatwirtschaft wird. Das Engagement der Privatwirtschaft bei größeren Infrastrukturprojekten hat erhebliche Kreditaufnahmen im Ausland nach sich gezogen. Die so finanzierten Projekte erforderten umfangreiche Einfuhren, die mit harten Devisen zu zahlen waren, während die Projekteinnahmen meist in inländischer Währung anfielen. Die Bedienung dieser Kredite trug weiter zum Leistungsbilanzdefizit bei.

Die an den Dollar gebundenen Wechselkurse schalteten das Wechselkursrisiko für die Kreditnehmer (scheinbar) aus und ermutigten Banken, Unternehmen und Individuen, sich der billigeren ausländischen Kredite zu bedienen. Ein Indonesier konnte beispielsweise US-Dollar zum Zinssatz von 6 bis 7 Prozent borgen und gleichzeitig mit der Anlage von indonesischen Rupiah 20 Prozent Gewinn machen. Berücksichtigt man die (vom indonesischen Staat eingeplante) schleichende Abwertung der Rupiah gegenüber dem Dollar von 5 bis 6 Prozent p.a., so konnte er immerhin einen glatten Gewinn von 8 bis 9 Prozent erzielen. Hatte er z. B. eine Million US-Dollar zum Wechselkurs von 2,4 Mrd. Rupiah geborgt, hätte er vor der Krise leicht die Rückzahlung aufbringen können, doch nach der Freigabe des Wechselkurses hätte er zeitweise über 10 Mrd. Rupiah aufbringen müssen, um den Kredit zurückzuzahlen. Dass hier manches Unternehmen, manche Bank und mancher Spekulant pleite gingen, ist leicht nachzuvollziehen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Hinzu kommt aber noch der Aspekt der Panik, bei der die erste Andeutung einer kommenden Krise Handlungen auslöst, die in der Aggregation dazu führen, dass die Befürchtungen bestätigt werden. Wer nicht schnell handelt, um sein Kapital in Dollar umzutauschen, wird durch hohe Verluste bestraft. Handelt er individuell rational, trägt er zur Krise unweigerlich bei.

III. Ansteckung

Schließlich ist noch die Frage wichtig, warum es zu einer Ausbreitung der Krise über Landesgrenzen hinaus gekommen ist, bzw. warum die Krise ansteckend ist. Erstens können Volkswirtschaften durch Handelsbeziehungen und Kapitalströme eng miteinander vernetzt sein oder ähnliche Produkte ausführen. So kann zum Beispiel die Abwertung des thailändischen Baht thailändische Produkte auf dem Weltmarkt verbilligen und so die Wettbewerbsfähigkeit von Malaysias Exporten verringern, den Handel einschränken, die Beschäftigung reduzieren und damit den Druck auf die Regierung verstärken, den Wechselkurs ebenfalls abzuwerten. Zweitens, selbst wenn zwei Volkswirtschaften nur schwach oder überhaupt nicht miteinander vernetzt sind, können sie in den Augen der Investoren Ähnlichkeiten aufweisen – z. B. „lateinamerikanisches Temperament" oder „asiatische Werte" –, und so die Vermutung nähren, dass das, was in einem Land passiert, auch im anderen geschehen könnte. Drittens macht die Entscheidung in einem Nachbarland, den an eine Leitwährung wie den Dollar gebundenen Wechselkurs aufzugeben, eine ähnliche Maßnahme im Nachbarland politisch leichter durchsetzbar, da es die politischen Kosten senkt. Nachdem Thailand die Bindung des Baht aufgab, wurde es für Indonesien und Malaysia leichter, den politischen Widerstand gegen eine Abwertung zu überwinden. Schließlich wird auch auf eine gewisse Irrationalität der Investoren hingewiesen, die das Resultat asymmetrischer Anreize ist. Manager großer Fonds werden für den übervorsichtigen Abzug ihres Kapitals nicht bestraft aber für ein „richtiges" Verbleiben in einem Land nicht belohnt. Daher kann selbst bei allgemeiner Überzeugung, dass die Volkswirtschaft Südkoreas nichts mit der Krise in Südostasien zu tun hat, dennoch aus Vorsicht ein Abzug von Kapital aus Korea erfolgen (*Asian Development Bank* 1998, 24). In diesem Zusammenhang sind die Überlegungen zum Herdentrieb von Relevanz (siehe z. B. *Banerjee* 1992).

Die verschiedenen Komponenten des Erklärungsmusters sind in Tabelle 2 zusammengefasst.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 2

Komponenten des Erklärungsmusters

	Extern	Intern
„Fundamentals“	Globalkonjuktur, Globalisierung	Staatshaushalt, Handelspolitik, Geldpolitik
Wechselkurs	Plaza-Abkommen, Entwicklung der Leitwährung	Wechselkursregime: Feste bzw. quasi-feste Wechselkurse weitgehend gebunden an den US-Dollar
Kapital	Kapitalvolatilität, großes Kapitalangebot, das kurze Fristen bevorzugt	Kapitalnachfrage bevorzugt lange Fristen, Intermediation des Finanzmarktes
Investitions-entscheidungen	Kurzfristiges Kapital sucht liquide Anlageformen (Börse)	Investition in non-tradables; „Asset bubble“; ungenügende Projektprüfung
Handel	Steigende Wettbewerbsfähigkeit	Sinkende Wettbewerbsfähigkeit
Institutionen	Fehlen einer globalen Finanzarchitektur	Fehlen ausreichender Bankstandards; mangelnde Bankenaufsicht
Grundlegende Werte	Spekulationen	Kungelei, „cronyism“, Korruption, Nepotismus
Ansteckung	Anstecken (contagion)	Angesteckt werden (Ausnahme Thailand)
Herdentrieb	Run auf die inländische Währung	Run auf die einheimischen Kreditinstitute

IV. Theoretische Ansätze

Die Wissenschaft bietet für die Analyse von Währungskrisen zunächst zwei theoretische Ansätze an, die beide auf den Wechselkurs ausgerichtet sind und andere Preise ausblenden. Im ersten Ansatz versucht eine Regierung, deren Haushalt dauernd monetär finanzierte Defizite aufweist, mit begrenzten Devisenreserven einen festen Wechselkurs zu halten (*Krugman* 1979, *Flood/Garber* 1984). Diese Politik wäre im Endeffekt nicht durchzuhalten, und die Investoren würden ihre unausweichliche Aufgabe antizipieren und einen spekulativen Angriff auslösen, wenn die Reserven einen kritischen Punkt erreichen. In den Modellen der zweiten Generation ist das Wechselkursregime selbst variabel. Die Regierung entscheidet, ob sie den festen Wechselkurs verteidigen will oder nicht, nach Abwägung der kurzfristigen makro-ökonomischen Flexibilität und ihrer langfristigen Glaubwürdigkeit. Die Verteidigung des Wechselkurses wird kostspieliger sein bzw. höhere Zinssätze erfordern, wenn der Markt annimmt, dass die Politik letztendlich

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

scheitern wird. Demnach kann ein Spekulationsangriff auf die betroffene Währung entweder als Reaktion auf eine angenommene Verschlechterung der „Fundamentals" oder als selbsterfüllende Vorhersage entstehen (*Obstfeld* 1994).

Krugman (1998a) weist darauf hin, dass beide theoretischen Ansätze nicht auf die asiatische Wirtschaftskrise passen, denn erstens waren die im ersten Modellansatz angenommenen „Fundamentals" in den betroffenen asiatischen Volkswirtschaften nicht gegeben; zweitens, obwohl es 1996 eine wirtschaftliche Verlangsamung gegeben hatte, gab es keine nennenswerte Arbeitslosigkeit in den betroffenen Ländern, die zu einer expansiven Geldpolitik Anlass gegeben hätte; drittens gab es in allen betroffenen Ländern den Zusammenbruch eines Baubooms vor der Krise, der auch die Börsenkurse zum Einbrechen brachte; und schließlich haben in allen betroffenen Ländern die Finanzintermediäre, die Banken und Finanzierungsgesellschaften und andere Institute kurzfristige Kredite im Ausland aufgenommen, um sie den Grundstücks- und anderen Spekulanten auch für langfristige Projekte zur Verfügung zu stellen. Das deutet darauf hin, dass die Währungen und die Wechselkurse nicht die primären Ziele der Spekulation waren, sondern eher Symptome eines allgemeinen Zusammenbruchs der Vermögenswerte (*Krugman* 1998a, 3).

Das Erklärungsmuster der Krise ist demnach so: Das Problem beginnt mit den Finanzintermediären, deren Verbindlichkeiten scheinbar mit einer impliziten Garantie des Staates ausgestattet sind aber in Wirklichkeit nicht der Kontrolle des Staates unterstehen, was mehrere erhebliche Moral-Hazard-Probleme impliziert. Die exzessive Kreditvergabe dieser Institutionen ist mit hohen Risiken behaftet und führt zu einer Inflation der Preise für Vermögenswerte (Asset Inflation). Hier gibt es eine zirkuläre Verursachung: Die riskante Kreditgewährung treibt die Immobilien- und andere Vermögenspreise in die Höhe, so dass die finanzielle Solidität der Intermediäre viel besser aussieht, als sie in Wirklichkeit ist. Wenn die Seifenblase platzt, verläuft die Spirale in umgekehrter Richtung: Fallende Vermögenswerte offenbaren die wahre Situation der Intermediäre und zwingen sie zur Aufgabe und in die Pleite, was zu weiteren Vermögenseinbrüchen führt. Dieser zirkuläre Prozess kann sowohl die bemerkenswerte Schärfe der Krise, die offensichtliche Anfälligkeit der asiatischen Volkswirtschaften für Krisen dieser Art, sowie auch das Phänomen der Ansteckung zwischen Volkswirtschaften, die ansonsten keine sichtbare Vernetzung aufweisen, erklären.

E. Fazit

Je nach dem Gewicht, das man den einzelnen Komponenten des Erklärungsmusters gibt, werden die Politikempfehlungen zur Vermeidung und Dämpfung künftiger Wirtschaftskrisen der in Asien erlebten Art ausfallen. Es ist im Rahmen dieses Beitrags nicht die Absicht, auf diese Frage näher einzugehen, da die einzelnen Komponenten Gegenstand ausführlicher Abhandlungen in diesem Band sind. Hier geht es lediglich darum, einzelne Hinweise zu geben.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zunächst sollte man zwischen den Maßnahmen zur Linderung der in den asiatischen Ländern eingetretenen Not und zur Reparatur beschädigter Institutionen einerseits und den Präventivmaßnahmen zur Vermeidung von Krisen der hier diskutierten Art in der Zukunft und / oder in anderen Teilen der Welt andererseits unterscheiden. Sodann ist es zweckmäßig, die Adressaten der Empfehlungen zu unterscheiden, wobei neben den Regierungen der betroffenen oder potentiell gefährdeten Länder auch die internationalen Organisationen und letztendlich die globale Gesellschaft zu nennen sind.

Sicher dürfte sein, dass die Entscheidungsträger in Thailand, Malaysia, Indonesien und Südkorea die Notwendigkeit einsehen, den Finanzmarkt umzustrukturieren, zu regeln und enger zu beaufsichtigen. Die Details werden von Land zu Land unterschiedlich sein, aber die Einführung und verbindliche Festlegung von Normen und Standards, die zu einer soliden Kreditgewährung führen, dürften überall wichtige Maßnahmen darstellen. Auch die Einführung einer Absicherung von Depositeneinlagen für Kleinsparer dürfte empfehlenswert sein, um das Vertrauen wieder herzustellen und gleichzeitig den Staat von den Lasten einer Intervention im Falle eines Bankenzusammenbruchs zu befreien. Interessant wird es sein, zu beobachten, ob das System der „Kumpelei", des „Thai way", usw. bei der Kreditvergabe und bei der Beschaffung von Aufträgen und Vergünstigungen im gleichen Maße wiederkehrt wie früher. Es ist gut möglich, dass mit dem inzwischen sichtbaren Aufschwung der betroffenen Länder die alten Gewohnheiten wieder Einzug halten.

Literatur

Arndt, H. W. / *Hill,* Hal (1998): Southeast Asia's Economic Crisis. Origins, Lessons, and the Way Forward. ASEAN Economic Bulletin, 15(3), December.

Athukorala, Prema-chandra (1998): Swimming against the Tide, Crisis Management in Malaysia. ASEAN Economic Bulletin, 15(3), December, 281 – 289.

Banerjee, A. V. (1992): A Simple Model of Herd Behaviour, Quarterly Journal of Economics 107(3), 797 – 817.

Behrmann, Neil (1998): Euro banks admit to Asian lending spree, Business Times, Singapore, 20 January.

Bhanupong Nidhiprabha (1998): Economic Crisis and the Debt Deflation Episode in Thailand. ASEAN Economic Bulletin, 15(3), December, 309 – 318.

Biers, Dan, Hrsg. (1998): Crash of '97, How the Financial Crisis Is Reshaping Asia. Review Publishing Company Ltd. Hong Kong.

Booth, Anne (1998): The Impact of the Crisis on Poverty and Equity. ASEAN Economic Bulletin, 15(3), December, 353 – 361.

Campos, Jose Edgardo / *Root,* Hilton L. (1996): The Key to the Asian Miracle, Making Shared Growth Credible. The Brookings Institution, Washington D.C.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Chia Siow Yue (1998): The Asian Financial Crisis, Singapore's Experience and Response. ASEAN Economic Bulletin, 15(3), December, 297 – 308.

Cole, David C. / *Slade,* Betty F. (1998): The Crisis and Financial Sector Reform. ASEAN Economic Bulletin, 15(3), December, 338 – 346.

Corden, Max (1999): The Asian Crisis, Is there a way out?. Institute of Southeast Asian Studies, Singapore.

Corsetti, Giancarlo / *Pesenti,* Paolo / *Roubini,* Nouriel (1998): What caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A macroeconomic overview. New York.

Diehl, Markus / *Schweickert,* Rainer (1998) Currency Crisis: Is Asia Different? Kieler Diskussionsbeiträge 309, Jan 1998.

Eichengreen, Barry et al. (1999): Liberalizing Capital Movements, Some Analytical Issues. Economic Issues 17, International Monetary Fund, Washington D.C., 1999.

Federal Reserve Bank of San Francisco (1997): FRBSF Economic Letter, March 1997.

Felipe, Jesus (1997): Total Factor Productivity Growth in East Asia: A Critical Survey. Asian Development Bank, EDRA Report Series No 65, Manila.

Flood, R. / *Garber,* P. (1984): Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples, Journal of International Economics, 17, 1 – 13.

Frankel, Jeffrey A. (1998): The Asian Model, the Miracle, the Crisis and the Fund. Speech for the US International Trade Commission, April 16, 1998.

Gill, Ranjit (1998): Asia under Siege, How the Asian Miracle Went Wrong. Singapore.

Granitsas, Alkman (1999): The Height of Hubris, Skysrapers mark Economic Bust, Far Eastern Economic Review, 11 February 1999, 47.

Guitián, Manuel (1998): The Challenge of Managing Global Capital Flows. Finance and Development, Vol 35, No 2, June 1998, 14 – 17.

Hernandez, Carolina G. (1999): Die regionale Kooperation als Mittel zur Krisenbewältigung aus der Sicht der ASEAN. KAS / Auslandsinformationen 05 / 99, 31 – 49.

Hill, Hal (1998): An Overview of the Issues, ASEAN Economic Bulletin, 15(3), December, 261 – 271.

Houben, Vincent (1999): Politische Kultur und die Wirtschaftskrise Südostasiens. ASIEN (Jan 1999) 70, 12 – 28.

Huffschmid, Jörg (1999): Kapital auf der Suche nach schnellem Gewinn, Die Hauptursachen der Finanzkrisen liegen in den Metropolen, Entwicklung und Zusammenarbeit 40(3) 64 – 68.

Hypo-Bank (1995): Asien-Trends, Konjunktur & Währung International, April-Mai, 1.

IMF Staff (1998): The Asian Crisis, Causes and Cures. Finance and Development, Vol 35, No 2, June 1998, 18 – 21.

Jackson, Karl D., Hrsg. (1999): Asian Contagion, The Causes and Consequences of a Financial Crisis. Institute of Southeast Asian Studies, Singapore, and Westview Press, Boulder.

Jang-Yung Lee (1997): Sterilizing Capital Inflows. Economic Issues 7, International Monetary Fund, Washington D.C.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Krugman, Paul (1979): A Model of Balance of Payments Crises, Journal of Money, Credit and Banking 11, 311 – 325.

– (1994): The myth of Asia's miracle, Foreign Affairs, 73(4) 62 – 78.

– (1998a): What happened to Asia? Unveröffentlichtes Manuskript (Internet: http://web.mit.edu /krugman / www / DISINTER.html).

– (1998b): Will Asia bounce back? Speech for Credit Suisse First Boston, Hong Kong, March 1998.

Lipsky, John (1998): Asia's Crisis, A Market Perspective. Finance and Development, Vol 35, No 2, June 1998, 10 – 13.

MacIntyre, Andrew (1998): Political Institutions and the Economic Crisis in Thailand and Indonesia. ASEAN Economic Bulletin, 15(3), December, 362 – 372.

Martinez, Guillermo Ortiz (1998): What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia? Finance and Development, Vol 35, No 2, June 1998, 6 – 9.

Montes, Manuel F. (1998): Currency Crisis in Southeast Asia (updated edition), Institute of Southeast Asian Studies, Singapore.

Montes, Manuel F. / *Popov,* Vladimir V. (1999): The Asian Crisis Turns Global, Institute of Southeast Asian Studies, Singapore.

Obstfeld, M. (1994): The Logic of Currency Crises, Cahiers Economiques et Monetaires, 43, 189 – 213.

Sadli, Mohammad (1998): The Indonesian Crisis, ASEAN Economic Bulletin, 15(3), December, 272 – 280.

Sicat, Gerardo (1998): The Philippine Economy in the Asian Crisis. ASEAN Economic Bulletin, 15(3), December, 290 – 296.

The Economist (1998): Asian Values Revisited, What would Confucius say now?, 25 July 1998, 23 – 25.

The World Bank (1993): The East Asian Miracle, Economic Growth and Public Policy. A World Bank Policy Research Report, Washington, D.C.

Tripathi, Salil (1998): Strategic Shift, Far Eastern Economic Review, 17. September 1998, 44 – 46.

Warapatr Todhanakasem (1999): Thanks for the Crisis, Far Eastern Economic Review, 11 March, 34.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Korreferat zum Beitrag von Christoph Rieger

Von *Rainer Klump,* Ulm*

A. Einleitung

In der Diskussion über die Ursache der Asienkrise 1997/98 kann man zwei unterschiedliche Strömungen ausmachen (*Corsetti/Pasenti/Roubini* 1998, S. 68 ff.): Eine Gruppe von Erklärungsansätzen, die unter dem Begriff der „Financial Panic"-Theorien zusammengefasst werden kann und in der öffentlichen Wahrnehmung sicherlich dominierend ist, betont abrupte Erwartungsänderungen bei internationalen Finanzmarktakteuren und die daraufhin einsetzende Portfoliorestrukturierung als Krisenursache (*Radelet/Sachs* 1998). Eine zweite Gruppe von Erklärungen betont dagegen primär die Bedeutung von „Fundamentalfaktoren" und damit struktureller Probleme der betroffenen Volkswirtschaften als Ursachen der Asienkrise (*Krugman* 1998). Innerhalb der strukturellen Erklärungsansätze finden sich wiederum Argumentationsmuster, die eine Verbindung zwischen der asiatischen Krise und dem in der Zeit vor Ausbruch der Krise vielfältig analysierten asiatischen „Wirtschaftswunder" herstellen. Insbesondere die durch *Alwyn Young* (1994) und *Paul Krugman* (1994) ausgelöste Diskussion über eine adäqute wachstumstheoretische Erklärung dieses Wunders haben den Blick auf langfristige Entwicklungstrends in den asiatischen Volkswirtschaften gelenkt, die nun auch für die Erklärung der Krise herangezogen werden können (*Crafts* 1998). In meinem Beitrag soll diese wachstumstheoretische Perspektive bei der Analyse des Wegs vom Wunder zur Krise vertieft und um institutionenökonomische Elemente ergänzt werden. Dabei wird schließlich auch der komplementäre Charakter der Finanzpanik- und der Fundamentalfaktoren-Erklärungen der Asienkrise deutlich.

B. Fundamentalfaktoren als Erklärung der Asienkrise

Corsetti/Pasenti/Roubini (1998, S. 3 ff.) führen mehrere Faktoren an, die im Sinne eines multikausalen Erklärungsansatzes als fundamentale bzw. strukturelle Ursachen der Asienkrise und ihrer besonderen Erscheiungsformen (massiver Ein-

* Ich danke den Diskussionsteilnehmern in Halle für Anregungen und Kritik. Herr Dipl.-Vw. Thomas Steger war dankenswerterweise dabei behilflich, die Literaturflut zur Asienkrise zu sichten und auszuwerten.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bruch der realen Wachstumsraten, Zusammenbruch des Finanzsektors, Verfall der Preise diverser Vermögensgüter, massive Kapitalabflüsse, drastische Abwertungen) anzusehen sind. Es sind dies insbesondere:

- reale Aufwertungen und hohe strukturelle Leistungsbilanzdefizite während der 90er Jahre,
- überhöhte Investitionen in riskante und wenig profitable Projekte,
- Moral Hazard-Effekte impliziter und expliziter staatlicher Kreditgarantien und
- hohe kurzfristige Auslandsverschuldung in ausländischen Währungen.

Diese Faktoren werden von *Krugman* (1998, S. 3 ff.) unter dem Begriffspaar „moral hazard and overinvestment" zusammengefasst. Damit werden zwei Aspekte deutlich, die bei der Ursachenanalyse der Asienkrise im Auge zu behalten sind: ein wachstumstheoretischer und ein institutionenökonomischer Aspekt.

Corsetti / Pasenti / Roubini (1998, S. 4 f.) vermuten hinter den staatlichen Kreditgarantien, den wachsenden Leistungsbilanzdefiziten, der Zunahme der Auslandsverschuldung und dem zu langen Festhalten an festen Wechselkursen letztlich eine „strategy aimed at sustaining high investment", die in einen inneren Widerspruch mit der kontinuierlich sinkenden Rentabilität der Investitionen geriet. Diese Argumentation wird gestützt durch die Betrachtung der Wachstumsrate des BIP, der Investitionsquote und des marginalen Kapitalkoeffizienten (ICOR), der sich als Quotient aus Investitionsquote und Wachstumsrate errechnet. Während im Durchschnitt der betrachteten neun Volkswirtschaften (Korea, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand, Hongkong, China und Taiwan) die Investitionsquoten zwischen 1990 und 1996 deutlich anstiegen (mit der bemerkenswerten Ausnahme von Indonesien, wo die Investitionsquote sank[1]), blieb ein ähnlich starker Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten aus, so dass wiederum im Durchschnitt die marginale Kapitalproduktivität abnahm: „Contrasting the subperiods 1987 – 1992 and 1993 – 96, the ICOR increased sharply in all countries except Indonesia and the Philippines. These data suggest that, on average, the profitability of new projects was already falling before the crisis." (*Corsetti / Pasenti / Roubini* 1998, S. 5).

Die trendmäßige Abnahme der Wachstumsraten und der Kapitalproduktivität können als Indizien dafür angesehen werden, dass in den ostasiatischen Volkwirtschaften einerseits ein Prozess der (bedingten) β-Konvergenz im Gange war, wie ihn Standardmodelle der neoklassischen Wachstumstheorie schildern (*Maußner / Klump* 1996, S. 106 ff.), und dass andererseits durch eine Steigerung der Investitionsquote versucht wurde, diesem Konvergenzprozess zu entrinnen. Da bei einer Substitutionselastizität zwischen Arbeit und Kapital von kleiner als Eins durch

[1] Vergleicht man die beiden (überlappenden) Perioden 1960 – 1994 und 1981 – 1996, so fand in allen neun Volkswirtschaften eine deutliche Zunahme der Investitionsquoten statt, wobei dieser Zuwachs in Indonesien mit einem Anstieg von 18,1% auf 32% besonders ausgeprägt war (*Crafts* 1998, S. 19, Tabelle 6).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

eine Zunahme der Investititonsquote die Konvergenzgeschwindigkeit erhöht und nicht gesenkt wird (*Maußner/Klump* 1996, S. 55), hätte dann die Politik der forcierten Investitionen gerade das Gegenteil der erhofften Wirkung gehabt, nämlich das Ende des Booms noch beschleunigt.

Erklärungsbedürftig sind dann allerdings wieder die Gründe für die geringe gesamtwirtschaftliche Substitutionselastizität. Während außenwirtschaftliche Öffnung in kleinen offenen Volkswirtschaften sich in der Regel in einer Zunahme der Substitutionselastizität niederschlägt (*Ventura* 1997), werden institutionelle Rigiditäten auf Arbeits-, Güter-, Kapital- und Finanzmärkten eine Abnahme der Substitutionselastizität auslösen (*Klump/Preißler* 2000, S. 51 f.). Vor dem Hintergrund abnehmender Kapitalproduktivität und beschleunigter Konvergenz dürften in diesem Zusammenhang vor allem die falschen Anreizeffekte, die auf den asiatischen Finanzmärkten wirksam wurden, eine bedeutsame Rolle gespielt haben. Die staatlich garantierten festen Wechselkurse förderten den Kapitalimport aus dem Ausland, explizite oder implizit vermutete staatliche Garantien für die Kreditgeber erhöhten den Kapitalzufluss zu inländischen Banken, und deren risikoreiche Investitionen dienten wiederum dem Ziel, die Investitionsquoten auf hohem Niveau zu halten oder sogar noch zu steigern. Das Fehlen ausreichend profitabler Investitionsmöglichkeiten im produktiven Sektor führte schließlich zum Spekulationsboom im Immobiliensektor und zur „asset inflation".

C. Vom asiatischen Wunder zur asiatischen Krise

Die These von Krugman und Young besagt, dass es sich bei dem asiatischen Wirtschaftswunder letztlich um einen Konvergenzprozess handelte, der durch eine Steigerung des Einsatzes von Arbeit und Kapital, aber nicht durch kontinuierliches Wachstum des technischen Fortschritts vorangetrieben wurde und daher in absehbarer Zeit zum Erliegen kommen musste. Diese These ist immer wieder mit dem Hinweis darauf kritisiert worden, dass die Niveauunterschiede zwischen den asiatischen Volkswirtschaften und den entwickelten Industrieländern noch groß genug seien, um weiteres Wachstum zu ermöglichen (*Hilpert* 1997, S. 531). Bei dieser Argumentation wird allerdings dem Konzept der bedingten Konvergenz nicht genügend Beachtung geschenkt. In ihm kommt ja gerade zum Ausdruck, dass nicht nur der Konvergenzprozess selbst, sondern auch die Lage des Endzustandes durch länderspezifische, strukturelle Faktoren bestimmt sind. Damit muss sich die Betrachtung den Besonderheiten der asiatischen Wirtschaftsentwicklung in den vergangenen zwei Jahrzehnten zuwenden, also den Gründen für das vieldiskutierte asiatische Wunder (*Klump/Menkhoff* 1995).

Eine Fülle von Faktoren ist als Ursache der Wirtschaftswunder in Ostasien genannt worden: die konsequente Weltmarktorientierung, massive staatliche Eingriffe zur Wachstumsförderung, schließlich kulturelle Besonderheiten Ostasiens

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

wie das Vorherrschen einer neo-konfuzianischen Wirtschaftsethik, eine besondere Form relativ konfliktfreier Sozialpartnerschaft und die Existenz von überregionalen Netzwerken chinesischer Minderheiten. Die Weltbank-Studie über die Ursachen des asiatischen Wunders (*World Bank* 1993) hatte eine Synthese aller dieser Erklärungen unter dem Begriff einer „marktfreundlichen" Entwicklungsstrategie versucht, bei der vor dem Hintergrund der gegebenen kulturellen Besonderheiten die staatlichen Institutionen eine Wirtschaftspolitik verfolgten, die das Wirken der Marktkräfte unterstützen und nicht ersetzen sollte.

Vor dem Hintergrund der inzwischen eingetretenen Krise und im Zusammenhang mit der Konvergenz-Diskussion findet nun eine Neuwertung dieser „marktfreundlichen" Entwicklungsstrategie statt (*Crafts* 1998). Sie nimmt interessanterweise Bezug auf *Alexander Gerschenkron* (1962) und seine Untersuchungen über die Möglichkeiten zur Überwindung ökonomischer Rückständigkeit. Gerschenkron betonte einerseits das große Wachstumspotential ökonomisch rückständiger Volkswirtschaften und wies andererseits auf die entscheidende Rolle geeigneter Institutionen wie Banken oder Großunternehmen und massiver staatlicher Eingriffe zur Mobilisierung der Wachstumskräfte hin. Durch besondere Institutionen wird somit letztlich die „social capability" im Sinne von *Abramovitz* (1986) geschaffen, die Voraussetzung für ein erfolgreiches Catching up mit den bereits weiter entwickelten Volkswirtschaften ist. Eng verwandt mit dem Ansatz von Crafts sind auch die Überlegungen von *Nelson* und *Pack* (1998), die der neoklassisch begründeten „Akkumulationsthese" von Young und Krugman eine evolutionstheoretisch fundierte „Assimilationsthese" gegenüberstellen, wonach die Ursachen des asiatischen Wunders in der erfolgreichen, durch geeignete Institutionen unterstützten Aneignung von technologischem Know How zu suchen sind.

Eine Besonderheit dieses institutionenorientierten Ansatzes liegt darin, dass er explizit auf die Gefahren institutioneller Persistenz und Sklerose aufmerksam macht. Diejenigen „unorthodoxen" institutionellen Lösungen, die am Beginn des Aufholprozesses wachstumsfördernd waren, können sich nämlich an seinem Ende als Grenzen weiteren Wachstums erweisen. Generell ist davon auszugehen, dass der wirtschaftliche Wandel sich wesentlich schneller als der institutionelle Wandel vollzieht (*Klump* 1999) und dass letzterer möglicherweise erst durch Wachstumskrisen neue wirksame Impulse erhält. Man könnte sogar so weit gehen, aus wachstumstheoretischer Sicht die Asienkrise als eine neue Form der in der Entwicklungstheorie altbekannten Armutsfalle zu interpretieren.[2] Die Kapitalimporte, zu denen es nach der Öffnung der Finanzmärkte in den asiatischen Volkswirtschaften kam, war eben nicht in der Lage, ohne begleitende Strukturreformen den langfristigen Sprung über eine Entwicklungsschwelle zu ermöglichen.

Crafts (1998) legt einen Vergleich des langfristigen Wachstumsbooms in Asien mit der Nachkriegsentwickung der europäischen Volkswirtschaften vor. Er findet dabei nicht nur eine Bestätigung der Krugman-These, wonach das Wachstum in

[2] Diesen Vorschlag machte Hans-Rimbert Hemmer in der Diskussion.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Asien wesentlich stärker als im Nachkriegseuropa durch die Intensivierung des Einsatzes von Arbeit und Kapital erklärt werden kann und die Produktivitätslücken im Vergleich zu den USA immer noch erheblich sind. Er weist auch darauf hin, dass in Europa der Nachkriegsboom endete, lange bevor die Produktivitätsrückstände gegenüber den USA aufgeholt werden konnten. Auch darin läßt sich das Wirken spezifischer institutioneller Gegebenheiten erkennen, die etwa im Bereich der sozialen Sicherungssysteme zunächst ein günstiges Klima für „Wirtschaftswunder" schufen, dann aber zunehmend zum Hemmnis für weiteres Wachstum wurden.

Gerade im Falle Deutschlands wurde auch das Bankensystem bzw. die Rolle dieses Bankensystems bei der Investitionsfinanzierung immer wieder als Musterbeispiel für ein besonders wachstumsförderndes institutionelles Arrangement identifiziert. Mögliche Schwächen dieses Arrangements und fehlende Kontrolle der Bankenaktivitäten wurden am Ende des Nachkriegsbooms auch in Deutschland deutlich, am dramatischsten wohl beim Zusammenbruch des Bankhauses Herstatt 1974. Weitere Beispiele für die Fragilität von Finanzinstitutionen am Ende lange anhaltender Boomphasen, in denen gerade die Banken eine wichtige Rolle spielten, sind die amerikanische Finanzkrise 1907/08, sowie die Bankenzusammenbrüche in den USA und Kontinentaleuropa 1930/31, die wesentlich zur Verschärfung der Weltwirtschaftskrise beitrugen.

D. Schlussfolgerungen

Fundamentale Erklärungsansätze für die Asienkrise verbinden wachstumstheoretische und institutionenökonomische Überlegungen. Sie verweisen darauf, dass in den Ursachen des asiatischen Wunders auch Ursachen für die asiatische Krise angelegt waren. Bei allen Unterschieden wiesen diejenigen Länder, in denen man vor 1997 noch das asiatische Wunder gelobt hatte, institutionelle Rahmenbedingungen auf, die zunächst ein hohes Wirtschaftswachstum im Sinne eines bedingten Konvergenzprozesses begünstigten, dann aber auch Hindernisse für eine Fortsetzung des Aufholprozesses bildeten. Die Finanzintermediäre nahmen dabei eine Schlüsselposition ein. Sie waren einerseits Teil der Entwicklungsstrategie, die auf hohe und steigende Investitionsquoten setzte, und konnten andererseits wegen falscher Anreizstrukturen steigende Fehlinvestitionen und das Entstehen der „asset inflation" nicht verhindern. Der Zusammenbruch der Spekulation und der abrupte Rückzug des Auslandskapitals, also die von der Finanzpanik-These besonders betonten Krisenursachen, trafen damit einen zentralen Baustein des asiatischen Entwicklungsmodells, dessen Zusammenbruch dann massive reale Konsequenzen hatte.

In diesem Sinne sind die fundamentalen und die Finanzpanik-Erklärungen der Asienkrise letztlich komplementär zu verstehen. Ohne die finanziellen An-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

steckungseffekte, die nach der Thailand-Krise im Juli 1997 wirksam wurden, lässt sich kaum die weite Verbreitung der Krise in allen asiatischen Volkswirtschaften erklären. Ohne fundamentale Faktoren wird allerdings auch nicht erklärbar, warum die Krise so tiefgreifende Folgen hatte. Institutionelle Besonderheiten in den einzelnen Ländern, und damit die unterschiedlichen nationalen Ausprägungen des asiatischen Entwicklungsmodells, machen schließlich auch plausibel, warum die finanzielle Ansteckung unterschiedlich stark wirksam wurde.

Schließlich lässt der Blick auf fundamentale Erklärungen aber auch Hoffnungen aufkommen, dass die Überwindung der Krise vielleicht doch schneller möglich ist, als vielfach angenommen wurde. Immerhin bleibt ein großes Aufholpotential bestehen, das durch institutionelle Reformen noch viel stärker ausgeschöpft werden kann, als dies vor dem Ausbruch der Krise denkbar erschien.

Literatur

Abramowitz, M. (1986): Catching-Up, Forging Ahead, and Falling Behind, in: Journal of Economic History, Bd. 36, S. 385 – 406.

Corsetti, G. / *Pasenti,* P. / *Roubini,* N. (1998): What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?, Manuscript (Internet: http://www.stern.nyu.edu/ñroubini/asia/AsiaHomepage.html).

Crafts, N. (1998): East Asian Growth Before and After the Crisis, IMF Working Paper 98/137, Washington, D.C.

Gerschenkron, A. (1962): Economic Backwardness in Historical Perspective, Cambridge, Ma.

Hilpert, H. G. (1997): Die ostasiatische Wachstumsdebatte, in: IFO-Studien, Bd. 43 S. 529 – 548.

Klump, R. (1999): Wirtschaftswachstum und institutionelle Entwicklung, erscheint in: R. Schubert (Hrsg.), Neue Wachstums- und Außenhandelstheorie – Implikationen für die Entwicklungstheorie und -politik, Berlin, S. 91 – 113.

Klump, R. / *Menkhoff,* L. (1995): Die Wirtschaftswunder in Ostasien: Eine Suche nach Erklärungen, in: IFO-Studien, Bd. 41 (1995), S. 271 – 287.

Klump, R. / *Preißler,* H. (2000): CES Production Functions and Economic Growth, in: Scandinavian Journal of Economics, Bd. 102, S. 41 – 56.

Krugman, P. (1994): The Myth of Asia's Miracle, in: Foreign Affairs, Bd. 73, S. 62 – 78.

– (1998): What Happened to Asia, Manuscript (Internet: http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html).

Maußner, A. / *Klump,* R. (1996): Wachstumstheorie, Berlin u. a. O.

Nelson, R. / *Pack,* H. (1998): The Asian Miracle and Modern Growth Theory, World Bank Policy Research Paper 1881, Washington, D.C

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Radelet, S. / *Sachs,* J. (1998): The Onset of the East Asian Financial Crisis, Manuscript, Harvard Institute of International Development, Cambridge, Ma.

Ventura, J. (1997): Growth and Interdependence, in: Quarterly Journal of Economics, Bd. 62, S. 57 – 84.

*World Bank (*1993): The East Asian Miracle. Economic Growth and Public Policy, Oxford.

Young, A. (1994): Lessons from the East Asian NICs: A Contrarian View, in: European Economic Review, Bd. 38, S. 964 – 973.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Rolle (inter)nationaler Finanzmärkte in der Asienkrise

Von *Lukas Menkhoff,* Aachen

A. Problemstellung

Die Asienkrise des zweiten Halbjahres 1997 hielt die Weltwirtschaft auch in den beiden Folgejahren in Atem. Noch im Dezember 1998 begründet die Deutsche Bundesbank eine Senkung ihres Leitzinses mit den so nicht erwarteten dämpfenden realwirtschaftlichen Folgen der Krise. Obwohl also der Währungs- und Bankencrash schon länger vorüber ist, zeitigt er – primär in der Region – anhaltende und ernstzunehmende Folgen. Daneben hat die Asienkrise eine grundsätzliche Debatte über die Funktionalität des derzeitigen Weltfinanzsystems ausgelöst. Ihren offiziellen Niederschlag hat diese Unzufriedenheit mit dem gegenwärtigen Regelwerk in einer Erklärung der großen Industrienationen vom Herbst 1998 gefunden, in der Reformbedarf „beschlossen" wurde (vgl. *G7* 1998; vgl. auch den Titel von *Eichengreen* 1999).

Insofern scheint es nicht überzogen, der Asienkrise in gewisser Weise paradigmatischen Charakter zuzusprechen. Für viele Beobachter stellt sie einen Wendepunkt in der Entwicklung seit den 80er Jahren dar, als der Trend dahin ging, Finanzmärkte zu deregulieren und zu internationalisieren, zwei Bewegungen, die Hand in Hand gingen. Mit den Crashs und ihren schwerwiegenden realwirtschaftlichen Folgen scheint nun offenkundig zu werden, daß die Entwicklung überzogen wurde. Das 15 Jahre lang gültige Paradigma zunehmend globalerer Finanzmärkte könnte durch die Asienkrise nachhaltig in's Wanken geraten und in einer Phase wieder stärkerer wirtschaftspolitischer Einmischung münden.

Allerdings ist die Diagnose des Sachverhalts sehr umstritten. Hinsichtlich ihrer Einschätzung der Leistungsfähigkeit von Finanzmärkten kann man dabei vereinfachend die antagonistischen Lager der Pessimisten und Optimisten unterscheiden. Aus Sicht der Pessimisten zeigt die Asienkrise, zumal sie nur eine weitere Krise in der Kette immer wiederkehrender Finanzmarktkrisen darstellt, die verhängnisvolle Rolle freier Finanzmärkte: Sie neigten aufgrund immanenter Schwächen zu spekulativen Exzessen, die zulasten der Realwirtschaft gingen. Umgekehrt betonen die Optimisten, daß nur freie Finanzmärkte die Vorteile einer marktbasierten Allokation auch international zum Tragen bringen könnten. Sicherlich liegen zahlreiche,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

wenn nicht gar die meisten Positionen im Zwischenbereich der Extreme (vgl. bspw. *Mishkin* 1998), doch zur Verdeutlichung wird hier häufig an einer vereinfachenden Polarisierung festgehalten.

Hinsichtlich der Interpretation der Ursachen der Asienkrise ergeben sich dementsprechend unterschiedliche Auffassungen über die Rolle der (globalen) Finanzmärkte:

Pessimisten betonen die verursachende Wirkung ineffizienter Finanzmärkte. Auf nationaler Ebene hätten die Finanzinstitutionen übermäßig viele, allzu riskante Kredite vergeben, weil ihre Kontrollmechanismen versagten. Auf internationaler Ebene hätten die stark schwankenden Kapitalströme erst zu einer Überhitzung und danach zu einem Crash in den betroffenen Volkswirtschaften geführt.

Optimisten stellen dagegen die fundamentale Orientierung der Handlungen an Finanzmärkten in den Vordergrund. Bezogen auf die nationalen Finanzsysteme sei dies aufgrund unzureichender Regulierung außer Kraft gesetzt worden. Bezogen auf internationale Finanzmärkte dagegen hätten diese erst auf die positiven Investitionsbedingungen und dann – zum Zeitpunkt der Krise – auf die schlechten Fundamentals reagiert.

Wenn man es also überspitzt, dann gibt es Konsens darüber, daß zum einen die Asienkrise primär von den Finanzmärkten ausgelöst wurde, und zum anderen die nationalen Finanzsysteme in den Krisenländern versagten. Daneben gibt es einen Dissens über die Rolle der internationalen Finanzmärkte, der zwar nicht neu ist (vgl. die Krise Anfang der 80er Jahre: z. B. *Simonis* 1983), aber aufgrund der fortschreitenden Internationalisierung doch andere Formen angenommen hat: Haben diese eine Depression unnötigerweise ausgelöst oder eine spekulative Blase vernünftigerweise zum Platzen gebracht?

Dieser Beitrag soll einen Überblick über diese Debatte vermitteln, was in drei Schritten geschieht: Im folgenden Abschnitt B werden die beiden finanziellen Erklärungsansätze in einen größeren Rahmen gestellt, sowie generelle Aspekte der Internationalisierung der finanziellen Krise herausgearbeitet. Der Abschnitt C behandelt dann bewertend Gesichtspunkte nationaler Finanzsysteme, während Abschnitt D solche Gesichtpunkte für die internationalen Finanzmärkte diskutiert. Der Beitrag schließt mit wirtschaftspolitischen Überlegungen (Abschnitt E), die sich aus den vorgestellten Analysen ergeben.

B. Konkurrierende finanzielle Erklärungen der Asienkrise

I. Übersicht

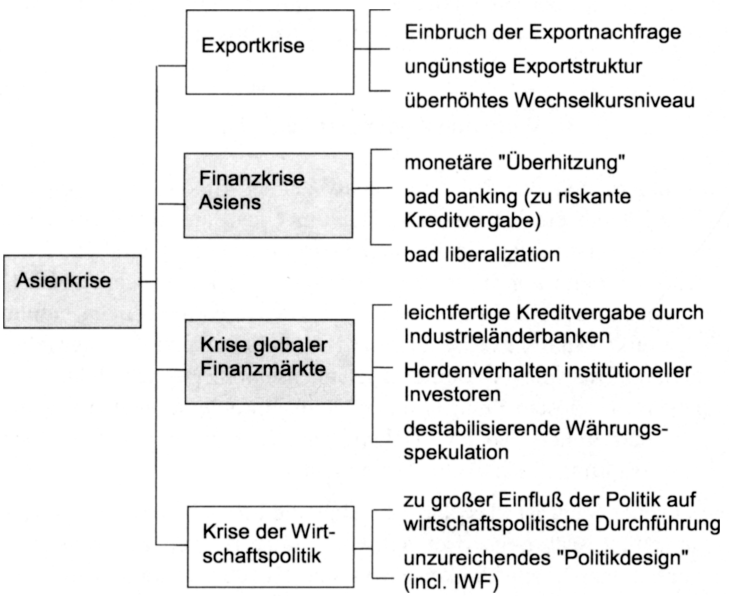
Es besteht kein Zweifel, daß die Asienkrise vielfältige Ursachen hat und deshalb keineswegs ausschließlich auf finanzielle Faktoren zurückgeführt werden kann (Überblick bspw. bei *Dieter* 1998). Diese Vielfalt soll also aufgezeigt werden,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bevor wieder eine Verengung auf die als wesentlich angesehenen finanziellen Gründe erfolgt. Neben den beiden oben erwähnten finanziellen Ursachenbereichen werden in der Literatur noch zwei weitere genannt: Häufig findet sich der Hinweis auf eine Exportkrise asiatischer Länder, die sozusagen eine traditionelle Währungskrise ausgelöst haben könnte. Seltener, aber dennoch plausibel, ist der Hinweis auf Schwächen im wirtschaftspolitischen Management, die die Krise zumindestens „begünstigt" haben könnten. Schaubild 1 gibt den entsprechenden Überblick zu Erklärungen der Asienkrise.

Schaubild 1

Erklärungsansätze der Asienkrise



Das Unbefriedigende an der Vielzahl plausibel klingender Erklärungsansätze ist, daß sie sich nicht zu einem harmonischen Ganzen zusammenfügen. Es ist nicht klar, inwieweit die Erklärungen miteinander konkurrieren, sich möglicherweise ergänzen und in welcher Gewichtung sie eine Rolle spielen. In vielen Untersuchungen bleibt die damit notwendige Orientierung den Einschätzungen der Autoren überlassen. Andere Untersuchungen streben eine empirische Identifikation mehr oder minder gehaltvoller Erklärungsbestandteile an, indem sie Indikatoren für die einzelnen Erklärungsrichtungen in einem umfassenderen Ansatz testen. Beispiele für solche empirischen Arbeiten sind *Corsetti* et al. (1998), *Fratzscher* (1998) oder *Radelet / Sachs* (1998).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Offensichtlich kommen die Arbeiten nicht zu einem größeren, gemeinsamen Kern an Erklärungsbestandteilen, wofür drei Gründe maßgeblich sein mögen:

- Die Grundgesamtheit der jeweiligen Untersuchungen ist unterschiedlich, bspw. hinsichtlich der berücksichtigten Länder oder Zeiträume.
- Auffällig ist ferner, daß die Menge der erklärenden Größen nicht so viele Überschneidungen aufweist.
- Schließlich mögen auch die verwendeten Verfahren einen Einfluß auf das Ergebnis haben.

Insgesamt gibt es erst relativ wenige Arbeiten, die die konkurrierenden Erklärungsansätze in einem gemeinsamen Rahmen testen. Dabei sind die Ergebnisse recht uneinheitlich. Insofern kann man zwar wohl sagen, daß die Asienkrise multikausal verursacht war, doch eine exaktere unstrittige Diagnose besteht nicht. Gerade auf letzteres käme es aber an, wenn wirtschaftspolitisch gehandelt wird.

II. Währungs- oder Bankenkrise?

Eine der Unklarheiten bei den Krisenanalysen betrifft die Frage, ob es sich bei der Asienkrise um eine Währungs- oder um eine Bankenkrise handelt. Für die Währungskrise spricht, daß die Anfangsphase im dritten Quartal 1997 vordergründig durch eine Kette von massiven Abwertungen gekennzeichnet war. Diese Abwertungen haben wiederum zu Problemen bei der Kreditbedienung geführt, so daß es in Folge einer Währungskrise zu einer Bankenkrise kommt. Umgekehrt läßt sich argumentieren, daß die Probleme im Bankensektor erst eine Währungskrise ausgelöst haben. In diesem Sinne zeigen Bankenprobleme realwirtschaftliche Schwächen der betreffenden Volkswirtschaften an, die dann in der Bewertung der entsprechenden Währung zum Ausdruck kommen.

Aus theoretischer Sicht ist klar, daß man sich alle drei logischen Möglichkeiten vorstellen kann: Eine Währungskrise kann völlig ohne Bankenkrise vonstatten gehen, insbesondere dann, wenn Bankensystem und Kunden wenig außenwirtschaftliche Bezüge aufweisen. Eine Bankenkrise kann vollkommen ohne Währungskrise ablaufen, wenn wiederum die außenwirtschaftliche Einbindung der Volkswirtschaft schwach ist oder das Bankensystem relativ unwichtig ist. Anders gewendet impliziert dies für Schwellenländer mit einem erheblichen Finanzsektor und außenwirtschaftlicher Öffnung, daß beide Krisentypen eng miteinander verflochten sein müssen.

Diese Verwandtschaft kommt auch in zwei breit angelegten empirischen Untersuchungen zum Ausdruck, die Währungskrisen (*Kaminsky/Lizondo/Reinhart* 1998) bzw. Bankenkrisen untersuchen (*Demirgüc-Kunt/Detragiache* 1998). Eine Gegenüberstellung der als relevant erachteten Indikatoren zeigt diese Verwandtschaft auf. Im Grunde kann man sagen, daß eine schlechte Verfassung der Volkswirtschaft sich negativ auf Währungs- und Bankenstabilität auswirkt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bezogen auf die Asienkrise leisten die erwähnten Studien keinen direkten Erklärungsbeitrag, da sie Paneldaten-Untersuchungen darstellen, die generelle Bestimmungsgründe suchen, wobei die Asienkrise noch nicht berücksichtigt ist. Jüngere Arbeiten, die die Asienkrise ausdrücklich einbeziehen, scheinen aber zu bestätigen, was die wegweisenden Untersuchungen andeuten: Die gefundenen allgemeinen Krisenursachen passen auch gut auf den Asienfall (vgl. bspw. *Hardy/Pazarbasioglou* 1998 bzw. *Schnatz* 1998).

Was die allgemeine Literatur betrifft, so könnte man die Ergebnisse zu Bankenversus Währungskrisen so zusammenfassen: Bankenkrisen laufen zeitlich einer Währungskrise tendenziell voraus, erklären sie also eher als dies umgekehrt gelten würde. Dafür ist die Stärke des Zusammenhangs anders herum klarer, indem eine Wechselkurskrise ein deutlicherer Faktor für eine Bankenkrise ist, wenngleich ein zeitlich eher parallel laufender. Bezogen auf die Asienkrise läßt sich sowohl eine Währungs- als auch eine Bankenkrise beobachten, doch keine unstrittige Aussage darüber treffen, ob eventuell eine der beiden Ursachen den zweiten Krisentypus verursacht hat. Die oben erwähnten Finanzmarktoptimisten würden die Bankenkrise in den Vordergrund stellen, während die Pessimisten die Ursache stärker in der Währungskrise sehen.

III. Internationale Transmission

Es ist ein Kennzeichen einer sich globalisierenden Weltwirtschaft, daß die Volkswirtschaften eben nicht mehr weitgehend autonom nebeneinander existieren. Vielmehr ergeben sich über vielfältige Verflechtungen Kanäle, auf denen die Krise eines Landes die Situation anderer Länder beeinflußt. Im Sinne der oben verwendeten Unterscheidung in Währungs- und Bankenkrise kann man im ersten Schritt die jeweiligen internationalen Transmissionsmechanismen abarbeiten, um dann auf Überkreuzbeziehungen einzugehen (Überblick bei *Miller* 1998).

Aus Währungssicht kann man argumentieren, daß starke Abwertungen, wie bspw. des thailändischen Baht innerhalb kürzester Zeit um 20 % und mehr, andere Länder unter Druck bringen, weil die Volkswirtschaften auf den Weltmärkten in Exportkonkurrenz zueinander stehen. Wenn dies die Devisenmärkte antizipieren, dann kann es zu einer schnellen Ansteckung anderer Staaten an einer Währungskrise kommen.

Bei Bankenkrisen gibt es dann eine Ansteckung, wenn die Banken bzw. Kunden in zwei Ländern miteinander verflochten sind. So führen Problemkredite im Ausland dazu, daß sich auch das Kreditportfolio inländischer Banken verschlechtert.

Eine Währungskrise kann auf mehreren Wegen zu einer Bankenkrise in einem anderen Land führen. Sehr direkt wären finanzielle Verflechtungen, die negativ berührt werden wie bspw. Kredite in der abgewerteten Auslandswährung. Aber auch die verschlechterte Exportlage der nationalen Kunden kann deren Kredit-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

qualität reduzieren und damit im Grenzfall eine Bankenkrise auslösen. Relevant dürfte auch der Fall sein, daß eine Währungskrise im Ausland die dortigen Banken beeinträchtigt, die dann wiederum über finanzielle Verflechtungen auf inländische Banken einwirken.

Sozusagen umgekehrt kann auch eine ausländische Bankenkrise eine Währungskrise der inländischen Valuta auslösen. Sehr direkt wäre die Beziehung, wenn die ausländischen Banken gezwungen sind, Aktiva, die auf „einheimische" Währung lauten, zu verkaufen bzw. solche Fremdwährungskredite abzubauen. Indirekter könnte bspw. eine ausländische Bankenkrise die einheimischen Banken beeinträchtigen, was dann eine Währungskrise auslöst.

Welchem dieser Transmissionskanäle in der Asienkrise welche Bedeutung zukommt, läßt sich kaum empirisch ermitteln, schon weil es an entsprechend disaggregierten Daten fehlt. Ferner ist eine Diskriminierung zwischen verwandten Kanälen schwer möglich, da häufig Antizipationseffekte ausreichen, ohne daß es zu tatsächlichen Transaktionen kommen muß. Aus empirischer Sicht scheint die Vermutung plausibel, daß es im Zuge der Asienkrise zu erheblichen internationalen Transmissionen gekommen ist. Fraglich ist demgegenüber, inwieweit es sich möglicherweise um eine fundamental gut begründete oder eben unbegründete Ansteckung handelt.

IV. Zwischenfazit

Zu den konkurrierenden finanziellen Erklärungen der Asienkrise läßt sich feststellen, daß diese Erklärungsrichtung insgesamt hohe Bedeutung für das Verständnis der Krise besitzt. Aus theoretischer Sicht bleibt damit noch erheblicher Raum an Unbestimmtheit über die relative Bedeutung einzelner Argumente, der durch vorliegende empirische Untersuchungen bisher nur ansatzweise eingegrenzt werden konnte. Die Wirtschaftspolitik kann sich deshalb zwar nicht auf eine umfassende, präzise definierte Konzeption stützen, sie kann aber sehr wohl die einzelnen Problempunkte angehen. In diesem Sinne werden im folgenden die schon eingeführten beiden Haupterklärungsstränge zu Finanzmärkten diskutiert, zuerst die Rolle der nationalen Finanzsektoren, dann diejenige internationaler Finanzmärkte.

C. Die Rolle der nationalen Finanzsektoren in der Asienkrise

In vielen Analysen wird die Asienkrise in starkem Maße als Finanzkrise Asiens dargestellt. D.h., daß die Fehler, die zu der Krise geführt haben, dort gemacht wurden und dort auch behoben werden müssen. Es ist eine brisante und möglicherweise von den entsprechenden Vertretern nicht einmal unerwünschte Implikation dieser Argumentation, daß damit das „East Asian Miracle" (*World Bank* 1993) in

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Frage gestellt wird. Wenn die jetzige Krise nur eine vorangegangene Scheinblüte entlarvt, dann gab es wohl auch kein vorangegangenes Wunder.

Der Argumentationsgang lautet etwa folgendermaßen (vgl. Schaubild 2): Den Beginn der Scheinblüte markiert eine übermäßige Kreditausweitung, die einen nicht dauerhaften Wirtschaftsboom anheizt. Folglich kommt es aufgrund des zu billigen bzw. allzu reichlich verfügbaren Kredits zu Überinvestitionen. Diese starken Aktivitäten bei neuen Investitionsgütern führen gleichzeitig zu steigenden Preisen bei Bestandsgütern, was sich in einer Asset Inflation ausdrückt. Irgendwann kommt der Punkt, wodurch auch immer ausgelöst, an dem klar wird, daß die Bewertung von Vermögenstiteln überzogen ist. Ursachen dafür können – wenn man sich bspw. das CAPM vor Augen hält – steigende Zinsen, geringere reale Ertragssteigerungserwartungen oder geänderte sonstige Rahmenbedingungen, wie eine erhöhte Unsicherheit sein. Wenn aber die Asset Preise von ihren überhöhten Niveaus deutlich und schnell zurückfallen, entsteht eine Asset Price Deflation mit entsprechenden Folgen für Real- und Finanzwirtschaft: Mit den sinkenden Vermögenspreisen sinken vermögensabhängige Konsumausgaben und die Investitionsspielräume sowie Investitionsanreize gehen zurück. Aus Sicht der Finanzinstitutionen steigt nicht nur das makroökonomische Risiko der Kreditvergabe, sondern auch die Sicherheit der Kredite im Bestand geht zurück. Dadurch kann es zu einem Credit Crunch kommen, einer Situation, in der Finanzinstitutionen nicht nur keine neuen Kredite mehr vergeben wollen, sondern sogar versuchen, ausstehende Kreditvolumina baldmöglichst zurückzufahren. So wie also die überexpansive Kreditvergabe die Realwirtschaft zu einer Scheinblüte getrieben hat, so stranguliert jetzt der krisenbedingte Credit Crunch des Finanzsektors die Realwirtschaft.

Diese Argumentation scheint nach allen vorliegenden Informationen im allgemeinen gut zu stilisierten Fakten der asiatischen Krisenvolkswirtschaften zu passen. Um das exemplarisch zu verdeutlichen: Das Kreditvolumen war über lange Zeit sehr kräftig gewachsen, so daß das Verhältnis von Kreditvolumen zu BIP – der Kreditvolumenkoeffizient (KVK) – im internationalen Vergleich ungewöhnlich hohe Werte erreichte (vgl. Schaubild 3). Für sich genommen beweist dies sicher keine „übermäßige" Kreditvergabe. Im Gegenteil gibt es auch strukturelle Gründe, warum dieser KVK möglicherweise höher als in anderen Volkswirtschaften lag. *Wade* (1998) spricht in diesem Zusammenhang andere Anlegerpräferenzen an, sowie die stark auf Fremdkapital und dabei Bankenkredite orientierte Finanzierungsstruktur. Letztere ist sicherlich vergleichsweise risikoanfällig, was staatliche Risikoabsicherung erfordert, dadurch aber zugleich Steuerungsmöglichkeiten erweitert. Auf der anderen Seite handelt es sich hier um eine Auffälligkeit, die in das Erklärungsmuster paßt.

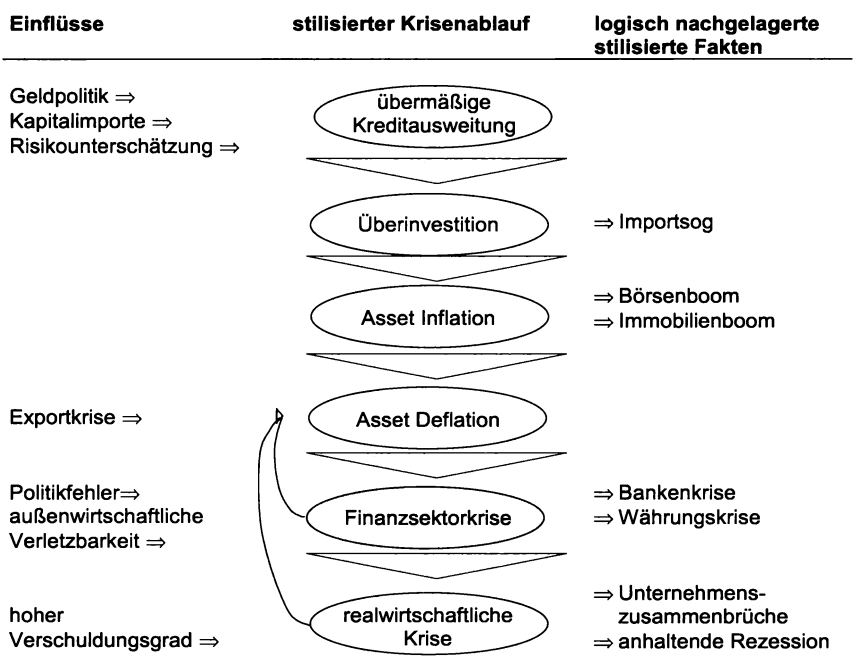
Wichtiger noch als die Höhe ist aber wohl die Qualität der vergebenen Kredite. Das steigende Volumen ist dann sicherlich „übermäßig", wenn die Qualität zurückgeht ohne daß sich dies im Preis niederschlägt. Wohlgemerkt ist also selbst eine sinkende Qualität – gemessen an einer höheren Quote ausfallender Rückzahlungen (non-performing loans) – noch kein Problem, solange der Rendite-Risiko-Trade-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

off funktioniert. Wird aber das erhöhte Risiko für die Kreditgeber nicht angemessen vergütet, entsteht eine auf die Dauer unhaltbare Situation. Dies war möglicherweise in Asien der Fall.

Schaubild 2

Elemente einer Finanzkrise Asiens



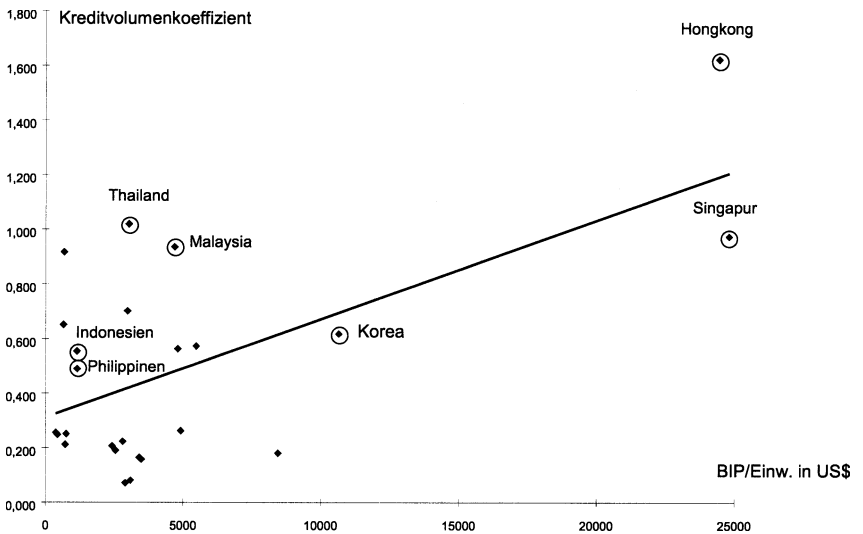
Aus theoretischer Sicht stellt moral hazard-Verhalten der Banken eine schlüssige Erklärung für solche übermäßige Risikobereitschaft dar. Danach trifft für Banken in besonderem Maße zu, was für alle Unternehmen gilt, die mit Fremdkapital arbeiten: Da das Fremdkapital mit festen Ansprüchen verknüpft ist, wird das Risiko stärker vom Eigenkapital getragen. Was in vielen Situationen erwünscht sein mag, weil dadurch das Unternehmen im Interesse des Gesamtkapitals operiert, kann – vor allem wenn es dem Unternehmen wirtschaftlich schlecht geht – auch zu einem Interessengegensatz zwischen den beiden Kapitalarten führen. Dies wird verstärkt, wenn der Eigenkapitalanteil relativ gering wird, wie bei Banken. Dann ist für die (am Unternehmen beteiligte) Unternehmensführung u.U. relativ wenig zu verlieren, aber viel zu gewinnen. Diese immanente Risikobereitschaft, die über die im „Unternehmensinteresse" und deshalb hier auch über die im volkswirt-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

schaftliche Interesse liegende hinausgeht, ist also immer ein Problem, vor allem bei Banken. Nicht zuletzt deshalb werden Banken reguliert.

Schaubild 3

Hohe Kreditvolumenkoeffizienten in Asien im Jahr 1996



Regression: $y = 0{,}313054 + 0{,}0000366x \quad R^2 = 0{,}39343$
$(T = 4{,}178) \quad (T = 3{,}862)$
$p = 0{,}004 \quad p = 0{,}008$

Datenquelle: IWF, International Financial Statistics (25 Länder mit mittlerem Einkommen; Kreditvolumen = Zeile 22d).

Diese Risikobereitschaft wird noch dadurch gefördert, daß ein möglicher Kapitalverlust durch den Staat abgefedert wird, der Staat also die tatsächliche Risikoprämie „künstlich" reduziert. Solch ein bail-out wird in erster Linie das Fremdkapital betreffen, d. h. bei Banken also die Einlagen, die im Falle eines Scheiterns vom Staat garantiert werden. Die Absicherung kann sich aber auch auf das Eigenkapital erstrecken, bspw. indem die Eigentümer zwar ihr Kapital verlieren, aber der nicht-materielle Unternehmenswert durch die staatliche Intervention erhalten bleibt und von den alten Eigentümern mit dem Rückkauf wieder genutzt werden kann. Neben der finanziellen Absicherung im Mißerfolgsfall liegt das noch größere Problem möglicherweise im fehlenden Anreiz, die Unternehmenspolitik zu kontrollieren. Einlegern kann es ziemlich gleichgültig sein, was die Bank mit ihrem Geld macht, solange sie hohe Zinsen verläßlich bietet und auch Eigenkapitalgeber,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bspw. Aktionäre, sind bei Absicherung ihres Kapitals weniger sensibel hinsichtlich eingegangener Risiken.

Hinsichtlich der Asienkrise wird nun behauptet, daß genau diese Situation der staatlichen Absicherung auf die Finanzinstitutionen zugetroffen habe, ohne daß der Staat deshalb wirklich Regulierungsauflagen durchgesetzt habe (prononciert bspw. *Krugman* 1998). In solch einem Umfeld wird also der Risikoanreiz nicht nur nicht kontrolliert, sondern ausschließlich verstärkt. Im Endergebnis erhält man verzerrte Risikoanreize der Banken und damit eine überexpansive Kreditvergabe, bei der die eingegangenen Risiken nicht mehr angemessen „bezahlt" werden.

So plausibel diese Argumentation wirken mag, so schwierig ist ihre empirische Fundierung. Idealtypisch müßte man dazu wissen, wie das Rendite-Risiko-Profil der den Banken angebotenen Projekte aus deren Sicht zum Entscheidungszeitpunkt war. Da dies nicht bekannt ist, werden ersatzweise ex post-Indikatoren für den Risikogehalt und dessen Bewertung herangezogen. Beispielhaft mag hier ein Indikator der BIZ (1998) vorgestellt werden.

Die BIZ argumentiert, daß im Vergleich zu einer Ausgangslage, in der die Banken das Rendite-Risiko-Verhältnis angemessen bewerten, nun das Kreditwachstum zunimmt. Wenn sich an der Gesamtmenge potentieller Projekte nichts geändert hat, müssen jetzt „ungünstigere" Projekte finanziert werden. Wenn die Bank nicht weniger riskante Projekte mit geringerer Rendite finanzieren will, muß sie auf riskantere Projekte ausweichen, bei denen auf sie ein größeres Risiko fällt, sie aber die erwartete Rendite beibehalten kann. In diesem Fall würde man empirisch eine Vergrößerung der Zinsspanne beobachten, ohne daß (wegen der höheren Ausfälle) die Rentabilität der Banken zunimmt. Tatsächlich aber meint die BIZ festzustellen, daß die Zinsspanne, vor allem in den expansiven Krisenländern, nicht etwa gestiegen, sondern gefallen sei (vgl. auch die Darstellung in *Menkhoff* 1999a). Dies wiederum bedeutet im Rahmen dieses Ansatzes implizit, daß es zu einer ausgeprägten Veränderung in der Risikowahrnehmung bzw. Risikohandhabung gekommen sein muß.

Dafür sind verschiedene Erklärungen denkbar:

- Moral hazard-Verhalten, wie es oben eingeführt wurde, ist nur *ein* Ansatz, der eine bewußt überzogene Inkaufnahme von Risiko postuliert. Dies wird hier durch verzerrende staatliche Anreize begründet.
- Konkurrierend ließe sich, mit Blick auf die oft unveränderte Zinsspanne, argumentieren, daß sich aus Sicht der Banken das Risiko nicht wesentlich geändert habe. Dies könnte auf einer schlichten Fehleinschätzung beruhen. Will man auf diese Irrationalität als Erklärungselement verzichten, so kann man auf geänderte Risiken verweisen, die der Liberalisierungsprozeß mit sich gebracht hat. Darauf mußten sich Banken einstellen, hatten es aber nicht ausreichend getan.
- Zu einem gewissen Teil mag die Liberalisierung auch verbesserte Möglichkeiten zur Risikodiversifikation mit sich gebracht haben, so daß die Banken tatsächlich größere Risiken ohne Kompensation bei der Rendite tragen konnten als vorher.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

- In der inländischen Zinsspanne kommt nicht zum Ausdruck, daß sich partiell das Zinsniveau erheblich gesenkt haben mag, indem zinsgünstigere Fremdwährungseinlagen und Fremdwährungskredite getätigt wurden. Dies bedeutet, daß sich auf dem ermäßigten Zinsniveau Projekte rentieren mögen, die vorher indiskutabel waren, ohne daß die Banken dafür anscheinend höhere Risiken eingehen mußten. Das versteckte Risiko lag hierbei in der unterschätzten Abwertungsgefahr.
- Schließlich mag die Datenbasis irreführend sein, weil sie nur Bankendaten erfaßt, gesamtwirtschaftlich gesehen aber auch andere Finanzierungsquellen eine Rolle spielen. Auf der einen Seite könnten diese sonstigen Quellen „teurer" gewesen sein, so daß dort eine erhöhte Risikoprämie bezahlt wird. Auf der anderen Seite kann sich aber auch eine Strukturverschiebung zulasten der Banken (und zugunsten der Kapitalmärkte) ergeben haben, so daß eine unveränderte Zinsspanne mit erhöhten Risiken einhergeht.

Zusammenfassend ist die empirische Evidenzlage unbefriedigend. Dies sollte vorsichtig stimmen, wenn manchmal von generellem moral hazard-Verhalten ausgegangen wird. Möglicherweise liegt die Problematik zwischen den Ländern teilweise unterschiedlich (vgl. Fallstudien in *Menkhoff/Reszat* 1998). Im Fall von Thailand sollte man sogar innerhalb des Landes differenzieren, wobei hier dem moral hazard-Ansatz keine übermäßige Bedeutung zukommt (vgl. *Menkhoff* 1999a).

D. Chancen und Risiken finanzieller Globalisierung in der Asienkrise

I. Chancen finanzieller Globalisierung

Der Prozeß finanzieller Globalisierung ist ausreichend beschrieben worden, so daß darauf nicht mehr im Detail eingegangen werden muß (bspw. *Siebert* 1998). Von Interesse ist hier allerdings, sich nochmals die Breite dieses Prozesses in Erinnerung zu rufen. Er betrifft keineswegs nur die Kapitalströme, die aus Anlagegründen um die Welt fließen, auf der Suche nach optimalen Rendite-Risiko-Chancen. Finanzielle Globalisierung begleitet darüber hinaus, und erleichtert insofern indirekt, auch realwirtschaftliche Transaktionen. Schließlich zählt dazu die Internationalisierung von Finanzdienstleistungen, nicht zuletzt die Niederlassungsfreiheit entsprechender Institutionen.

Da es auf der Basis marktmäßiger Entscheidungen jeweils gute Gründe für die Elemente dieses Globalisierungsprozesses gibt, kann man ex ante davon ausgehen, daß die involvierten Entscheidungsträger und damit letztlich die Länder davon profitieren (vgl. auch *Schröder* 1978).

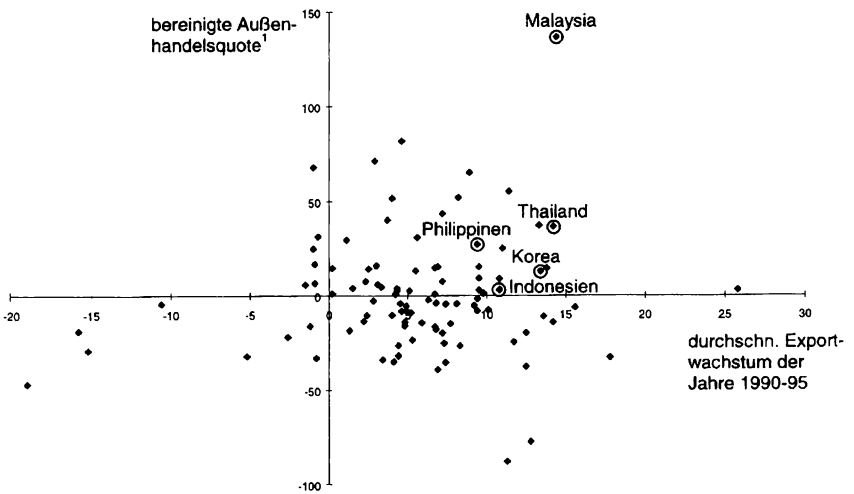
Im Fall des internationalen Güteraustauschs bedarf dies keiner weiteren Erläuterung. Für die asiatischen Volkswirtschaften mit ihrer hohen Handelsverflechtung

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

und ihrem hohen Exportwachstum ist dieses Argument von zentraler Bedeutung, wie Schaubild 4 verdeutlicht.

Schaubild 4

Außenhandelsquote und Exportwachstum in Asien 1995



[1] bereinigte Außenhandelsquote = Abweichung der Außenhandelsquote vom geschätzten durchschnittlichen Zusammenhang mit der Bevölkerungsgröße.

Quelle: Weltbank: Weltentwicklungsbericht 1997, Tabellen 3 und 11, Daten von 128 Ländern, ohne China, Indien (beide wegen der extrem großen Bevölkerung) und Hongkong (wegen der extrem starken Außenhandelsverflechtung).

Im Fall des „autonomen" Kapitalverkehrs ist die Bewertung heutzutage strittiger. Dennoch kann es keine Frage sein, daß es zumindestens den Vorteil verbesserter Rendite-Risiko-Profile gibt. Traditionell wurde aus Sicht des Entwicklungslandes auf eine Verbilligung bzw. erleichterte Verfügbarkeit von Kapital hingewiesen, worauf noch eingegangen wird.

Im Fall der Finanzdienstleistungen ergeben sich zumindestens Vorteile aus der Nutzung ansonsten nicht verfügbarer Technologien. Allerdings ist darauf hinzuweisen, daß hier auf die asiatischen Länder im Rahmen der Uruguay-Runde der Handelsliberalisierung Druck ausgeübt wurde.

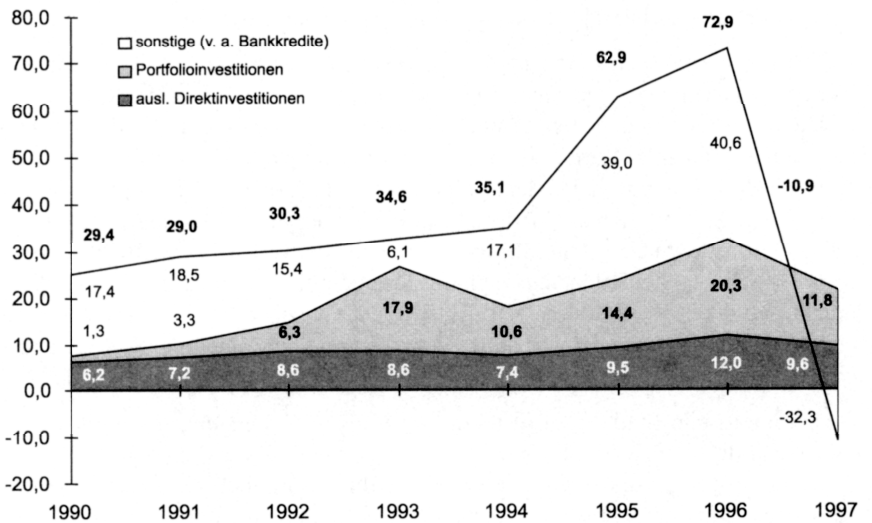
Die finanzielle Globalisierung hat für die asiatischen Volkswirtschaften in den 90er Jahren einen enormen Kapitalzufluß gebracht. Zwischen 1990 und 1996 betrug dieser Zufluß 406,6 Mrd.US$ (*IMF* 1998, Table 2.1) und in den fünf Krisenländern Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen und Thailand immerhin noch 287,7 Mrd.US$. Im groben Durchschnitt der 90er Jahre sind das für die Krisenlän-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

der etwa 5 % des BIP bzw. größenordnungsmäßig 15 % der Ersparnisse (vgl. *IMF* 1998, S. 60). In diesem Umfang stand den Volkswirtschaften zusätzliches Kapital zur Verfügung, das für Investitionen genutzt werden konnte, somit den Kapitalstock und die Wachstumsaussichten vergrößert. Zu Struktur und Dynamik dieser Zuflüsse vgl. Schaubild 5.

Schaubild 5

Private Nettokapitalzuflüsse in Krisenländer (in Mrd. US$)



Krisenländer: Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen und Thailand.

Quelle: IMF (1998), Table 2.1.

Geht man einmal davon aus, daß aufgrund des geringeren Kapitalstocks pro Beschäftigtem in diesen Ländern die Kapitalproduktivität möglicherweise über derjenigen in Industrieländern liegt, dann wird man auch einen höheren Zins erwarten können. Diese Vorstellung sinkender marginaler Kapitalproduktivität ist von der neueren Wachstumstheorie kritisiert worden, so daß sie theoretisch nicht zwingend zu erwarten ist. Tatsächlich scheint dies allerdings in Asien der Fall gewesen zu sein, jedenfalls unter Vernachlässigung von Wechselkursrisiken. Dann ergibt sich in der traditionellen Analyse ein potentieller Wohlfahrtsgewinn sowohl für das kapitalexportierende als auch für das kapitalimportierende Land.

Neben diesen statischen Vorteilen durch finanzielle Integration ist auch auf dynamische Effekte hingewiesen worden. Zu nennen sind, bezogen auf die Art der Kapitalflüsse, drei:

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

- Bei ausländischen Direktinvestitionen geht man davon aus, daß es zu einem Technologietransfer kommt, der zusätzliche Vorteile neben dem Kapitalimport mit sich bringt.
- Bei Portfolioinvestitionen (an den Börsen) kann man hoffen, daß eine internationale Öffnung aufgrund der Diversifikation die Risikoprämie senkt. Weiterhin mag sich ein verbessertes Monitoring und damit eine verbesserte Kapitalallokation ergeben.
- Diese Wirkungen von Portfolioinvestitionen treffen prinzipiell auch auf die sonstigen Kapitalflüsse zu, die in Asien im wesentlichen aus Krediten europäischer, japanischer und US-amerikanischer Banken bestehen.

Sozusagen das Metaargument der neueren Diskussion globalisierter Finanzmärkte ist beispielhaft von *Siebert* (1998) vorgebracht worden: eine Art neutrale Effizienzkontrolle staatlichen Handelns. Dabei geht es, jedenfalls idealtypisch, nicht um den Kurs der Wirtschaftspolitik im Sinne der verfolgten Präferenzen, sondern um die ökonomisch effiziente Umsetzung. Beispiele in diesem Zusammenhang sind eine inflationäre Wirtschaftspolitik, oder eine anreizfeindliche Wirtschaftspolitik, deren Kosten für die zu erwartende volkswirtschaftliche Performance durch die internationalen Kapitalmärkte unmittelbar angezeigt werden. Dies drückt sich durch Kapitalflüsse bzw. Zinsveränderungen aus. Umgekehrt kann eine effiziente Politik Kapital international attrahieren und damit die Entwicklungschancen einer Volkswirtschaft über die nationalen Ressourcen hinaus verbessern.

Die empirische Evidenz zu den Wirkungen einer Einbindung in internationale Finanzmärkte ist noch vergleichsweise dünn. Dies liegt schon darin begründet, daß es schwierig genug ist, den Grad dieser Einbindung verläßlich zu messen. Da nicht das ex post Marktergebnis bewertet werden soll, muß man dafür die ex ante Möglichkeiten des Kapitalflusses erfassen, was Einschätzungen anhand von Indikatoren erfordert. Immerhin zeigen vorliegende Studien einheitlich systematische Vorzüge der Einbindung im Hinblick auf das langfristige Wachstum auf. Am umfassendsten geht dabei *Quinn* (1997) vor, der deutliche Wachstumsvorteile nachweist (vgl. auch *Diehl/Gundlach* 1999). Doch bereits gewisse Variationen im Ansatz führen bei *Rodrik* (1998) zwar zum gleichen Vorzeichen, doch fehlender Signifikanz der Ergebnisse.

II. Risiken finanzieller Globalisierung

Auf einer sehr abstrakten Ebene ist gegen die erwähnten Vorzüge finanzieller Globalisierung wenig einzuwenden. Da es allerdings offensichtliche Probleme im Globalisierungsprozeß vor allem für Entwicklungsländer gibt, stellt sich die Frage nach der angemessenen Perspektive. Diese kann bspw. an Marktunvollkommenheiten ansetzen, von denen hier drei Bereiche weiter verfolgt werden sollen: Informationsunvollkommenheiten über das Inland, technologische Unvollkommenhei-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ten im Inland und relevante nicht-marktliche Güter (vgl. Schaubild 6). Aus diesen Unvollkommenheiten heraus ergeben sich Risiken finanzieller Globalisierung, die letztlich mit deren Chancen abgewogen werden müssen.

Schaubild 6

Risiken starker internationaler Kapitalverflechtung für Entwicklungsländer

Ursachen für Risiken	Problemfelder	Begründung
Informationsunvollkommenheiten über das Inland	Übertreibung	• ausl. Investoren mit begrenzter Information "entdecken" Unternehmenswerte/Volkswirtschaften → Herdenverhalten; Übertreibung verstärkt durch Marktenge
	Internationale Ansteckung	• ausl. Investoren bilden Cluster von emerging markets, wobei nationale, fundamentale Informationen unzureichend berücksichtigt sein können
Technologische Unvollkommenheiten im Inland	Regulierungsdefizit	• Regulierungsdefizite nationaler Finanzsektoren können deren Stabilität beeinträchtigen (bei Mengen- und Preisvolatilität)
	Steuerungsdefizit	• Steuerungsdefizite nationaler Finanzinstitutionen können deren Stabilität beeinträchtigen (bspw. bei unzureichendem Umgang mit Risiko)
Nicht-marktliche Güter	binnenwirtschaftliche Stabilisierung	• Mit zunehmender Integration in internationale Finanzmärkte sinkt der Spielraum für autonome Geldpolitik; internationale Finanzmärkte "überwachen" nationale Stabilisierungspolitik
	nationale Unternehmenskontrolle	• Öffnung der Kapitalmärkte internationalisiert das Eigentum an nationalen Unternehmen → Berücksichtigung nationaler Präferenzen problematisch (Mitbestimmung etc.)

Das Thema der Informationsunvollkommenheiten über das jeweilige Entwicklungsland hat zwei verwandte Aspekte: Zum einen besteht an allen Finanzmärkte das Risiko der Übertreibung durch die Marktteilnehmer, das hier nicht weiter ver-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tieft werden soll. Das Spezifikum der Entwicklungsländer besteht darin, daß die dortigen Märkte ausgesprochen „eng" sind, so daß Bewegungen großer Marktteilnehmer die Kurse aus Liquiditätsgründen verändern. Bei einer Marktkapitalisierung von bspw. 100 Mrd.US$ reichen Beträge von mehreren 100 Mio.US$ aus, um den Markt oder Marktsegmente zu bewegen. Dazu muß man sich vor Augen halten, daß der Gesamtmarkt nur ein fiktiver Referenzwert ist: Viele Aktien befinden sich in Dauerbesitz (bspw. börsennotierte Unternehmensbeteiligungen) und faktisch konzentrieren sich ausländische Investoren auf marktbreite Werte oder unterliegen Anlagebeschränkungen (bspw. 25 % bei thailändischen Banken), die Branchen schützen sollen.

Bezogen auf Asien läßt sich beobachten, daß ausländische Marktteilnehmer eine erhebliche Rolle an den Finanzmärkten spielen (exemplarisch bspw. *Menkhoff* 1996). Insbesondere haben Portfolioinvestitionen möglicherweise Anfang der 90er Jahre Kursbooms mitverursacht und Abzüge in der Krise die Baisse verschärft. Evidenz für den zweiten Punkt tragen *Radelet/Sachs* (1998) zusammen, die zeigen wollen, daß es keine ausgeprägte Asset Inflation gegeben habe (vgl. auch *IMF* 1998, Fig. 2.15), so daß implizit der Gedanke panikartiger Kapitalabzüge naheliegt. Auch wenn es sich aus methodischen Gründen nicht beweisen läßt, drängt sich doch der Eindruck auf, daß die internationalen Kapitalflüsse zumindestens die beiden erwähnten Extrembewegungen verstärkt haben, wobei hier die Hedge Funds nach vorläufigen Erkenntnissen keine zentrale Rolle gespielt haben (vgl. bspw. *Brown/Goetzmann/Park* 1998).

Eine zweite Informationsunvollkommenheit kann zum Tragen kommen, wenn emerging markets stärker als andere Märkte als verwandte Risiken eingeschätzt werden, so daß es bei der Anlagepolitik zu einer fundamental nicht gerechtfertigten Clusterung kommt. Im Fall einer Neubewertung von Risiken, wie bei der Asienkrise, kann dadurch möglicherweise eine überzogene internationale Ansteckung entstehen.

Auch im Fall möglicher Ansteckung erweist sich die empirische Arbeit als problematisch. Zum einen wurde bereits auf erhebliches fundamental begründetes Übertragungspotential hingewiesen (zur Außenhandelskomponente vgl. *Glick/Rose* 1998, zur Asienkrise *Alba* et al. 1998). Zum anderen gibt es gerade im Finanzmarktbereich immer enorme Bewertungsunsicherheit, man denke nur an zeitvariable Risikoprämien. Beide Gesichtspunkte zusammen machen es fast unmöglich, Ansteckung über Plausibilitätszusammenhänge hinaus wirklich nachzuweisen. Einen vielbeachteten Versuch in dieser Richtung präsentieren *Eichengreen/Rose/Wyplosz* (1996) und einen Ansatz für die Asienkrise *Fratzscher* (1998). Vorsichtige Hinweise finden sich auch bereits bei *Chuhan/Claessens/Mamingi* (1998) für die Jahre 1989 bis 1992.

Inhaltlich sind die beiden Gesichtspunkte der Übertreibung und der irrationalen Ansteckung eng miteinander verbunden, da jeweils nicht-fundamentale Kursbildung vorliegt und (fundamental unbegründete) Ansteckung als besondere Form

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

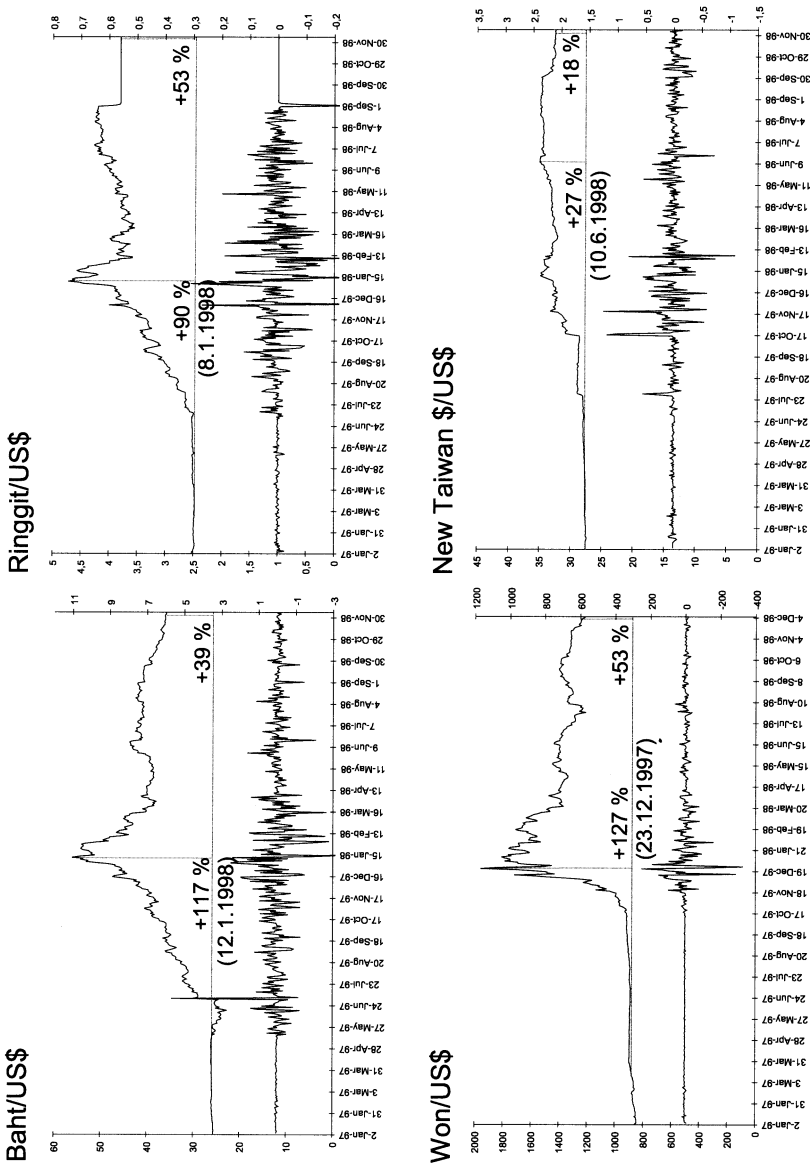
der Übertreibung aufgefaßt werden kann. Wenn man sich die Wechselkursveränderungen der Krisenländer sowie einiger Nachbarländer vor Augen hält, so liegt der Verdacht übertriebener Abwertung und der Verdacht auf Ansteckung nahe (vgl. Schaubild 7). Um hier den IWF zu zitieren: „Purely on the basis of macroeeconomic factors, it is difficult to argue that the Asian economies in 1996 were poised for the kind of turmoil that afflicted them in 1997 and 1998" (*IMF* 1998, S. 63). Die vorangegangene Überbewertung der Währungen betrug vielleicht 1 5%, so daß eine tatsächliche Abwertung um 50 % in den Krisenländern (mit Ausnahme der Philippinen) einen massiven restriktiven Schock für die Volkswirtschaften darstellte. Erst diese Massivität brachte stabilere Länder, wie bspw. Singapur in Bedrägnis, und erzeugte somit selbstverstärkende Effekte wie eine Ansteckung. In den Wechselkurszeitreihen kann man die Übertreibung ex post gut in der Korrektur der Abwertungen erkennen, die (nicht qualifizierte) Ansteckung in der Reihenfolge der Abwertungen.

Über den optischen Eindruck der Wechselkurse hinaus gibt es weitere Informationen:

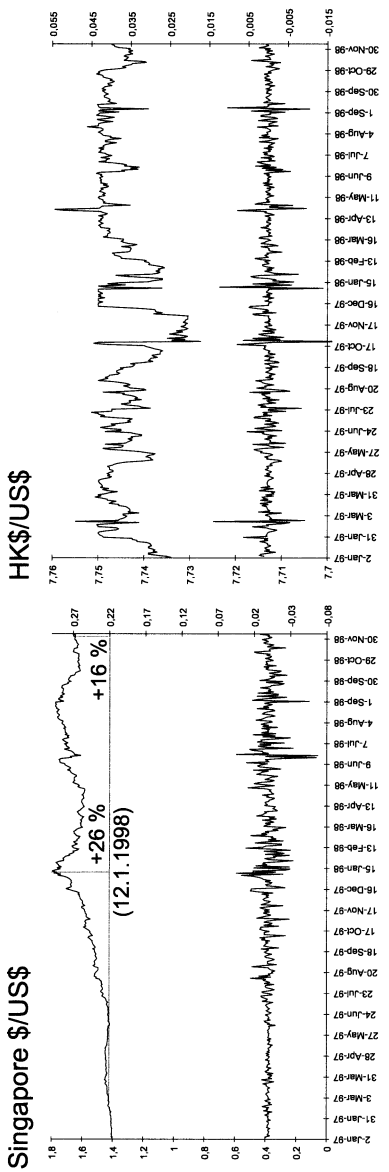
- Der jeweils untere Teil der Graphiken in Schaubild 7 zeigt den schlagartigen und noch anhaltenden Anstieg der Wechselkursveränderungen über das Vorkrisenniveau hinaus, der etwas über die entstandene Unsicherheit, die zukunftsgerichtete Entscheidungen beeinträchtigt, aussagt.
- Nach dem plötzlichen Volatilitätsanstieg im Zuge der Krise zeichnet sich eine Beruhigung mit der Zeit ab (vgl. erste Differenzen in Schaubild 7). Auf der einen Seite mag man darin eine volkswirtschaftlich hilfreiche Stabilisierung der Einschätzungen zu den betreffenden Volkswirtschaften erkennen.
- Auf der anderen Seite deutet sich möglicherweise ein eher beunruhigendes Sägezahnmuster der Risikoeinschätzung an, das man auch in längeren Zeitreihen festzustellen meint (bspw. *IMF* 1998, Fig. 2.6). Dies würde die Interpretation nahelegen, daß die Finanzmärkte Risiken nicht unabhängig voneinander wahrnehmen: Nur in Krisen werden Länderrisken neu eingeschätzt, ansonsten wiegen sich die Marktteilnehmer im Zeitablauf in eine gefährliche Sicherheit.
- Immerhin genügt der dabei unterliegende Informationsverarbeitungsprozeß gewissen Effizienzanforderungen. So könnte man bspw. beim koreanischen Won den Eindruck gewinnen, daß ein schwingungsförmiger Kursverlauf über die Zeit vorliegt (vgl. Schaubild 7). Tatsächlich zeigen Autokorrelationsberechnungen aber zumindestens in diesem Sinne keine statistisch signifikante Verletzung der Unkorreliertheit der Wechselkurse voneinander an (Schaubild 8). Wie bei anderen Wechselkurszeitreihen auch, bestehen aber Abhängigkeiten komplexerer Art, die in der Clusterung von Volatilität zum Ausdruck kommen (ARCH-Effekte).

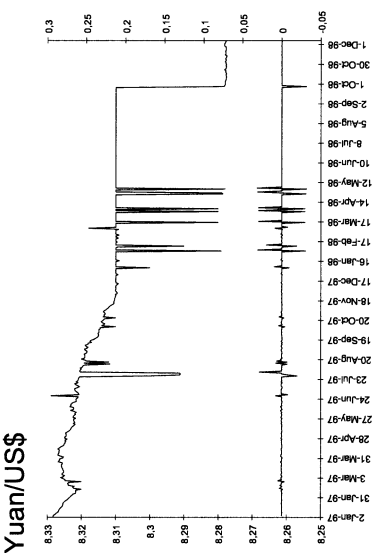
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schaubild 7: **Asiatische Wechselkurse und deren erste Differenzen (Tageswerte von 1. 1. 1997 – 4. 12. 1998)**



DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



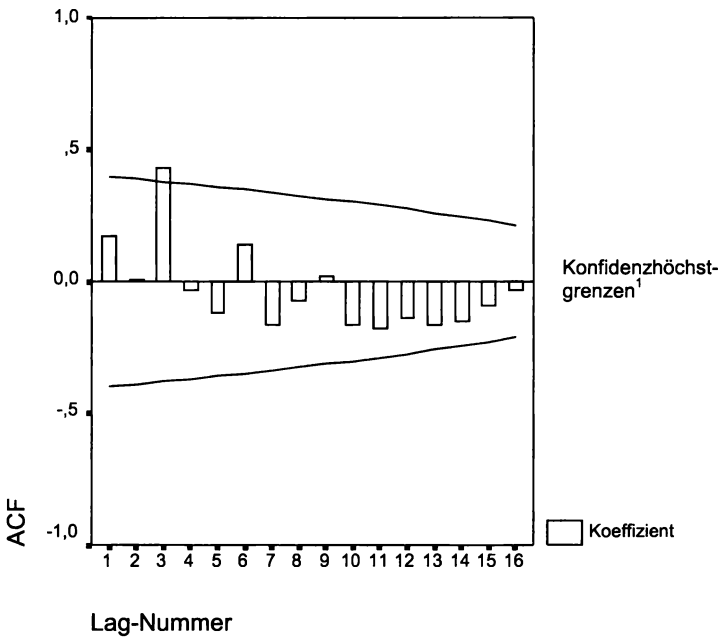


Quelle: Federal Reserve Bank of New York.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schaubild 8

Empirische Autokorrelationsfunktion des koreanischen Won (Fünftagesdifferenzen in der Periode vom 9.10. 1997 – 26.3. 1998)



[1] Asymptotisches Konfidenzintervall zum Signifikanzniveau von 95%.

Hinsichtlich der „technologischen Ausstattung" unterscheiden sich Entwicklungsländer von Industrieländern, so daß eine finanzielle Globalisierung andere, unerwünschte Auswirkungen haben kann. Im Bereich des Finanzsektors betrifft dies Regulierungs- und Steuerungsdefizite, die auf Lücken im Know-how von Aufsichts- und Marktinstitutionen zurückzuführen sind. Die Erfahrungen bei der Aufsicht von Finanzinstitutionen haben gezeigt, daß oft eine Diskrepanz zwischen formalen Regeln und faktischer Implementierung besteht. Diese Diskrepanz ist aber nicht nur auf Unwillen der Implementierung durch bspw. unfähige oder korrupte Verantwortliche zurückzuführen, sondern liegt zum Teil auch in Umsetzungsunmöglichkeiten begründet. Der Aufbau einer effektiven Bankenaufsicht dauert – nach plausiblen Angaben von Praktikern – viele Jahre, in denen diese Aufgabe gezielt und mit professioneller Unterstützung angegangen werden muß. Ähnliches gilt für notwendige Steuerungsinstrumente für Finanzinstitutionen in einem liberalisierten Umfeld. Dieser Liberalisierungsprozeß, der Bestandteil der Globalisierung ist, schafft neue, bis dahin unbekannte Risiken. Diese lassen sich zwar bewältigen, doch setzt dies Kenntnisse voraus, die schon in Industrieländern nicht immer

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

selbstverständlich sind, aber in Entwicklungsländern einfach nicht erwartet werden dürfen, auch nicht beim besten Willen der Verantwortlichen. Wenn schon Liberalisierung in Industrieländern häufig Bankenprobleme heraufbeschwört, dann muß man dies in Entwicklungsländern umso mehr erwarten (vgl. hierzu bspw. *Fischer* 1993).

Ein Hinweis auf diese Art von Defiziten in den asiatischen Krisenländern erübrigt sich hier. Für die weitere wirtschaftspolitische Argumentation bedeutsam ist jedoch die Frage der Verursachung dieser Defizite. Soweit es sich um Fahrlässigkeit handelt, könnte man in naher Zukunft korrigierend wirken. Soweit es sich jedoch um Humankapitallücken handelt, sollte man hinsichtlich des Zeitrahmens nicht allzu ehrgeizig sein: Vielmehr sollte man dann diese Restriktionen als effektive Restriktion ernst nehmen und nicht Politiken empfehlen, die zwar theoretisch überzeugend sind, doch in der praktischen Implementierung katastrophale Auswirkungen haben. Deshalb schlußfolgert der IWF, „the slow speed at which the limited supervisory and regulatory capacity of many emerging markets can be improved means that nontraditional supervisory measures may warrant consideration ..." (*IMF* 1998, S. 79).

Schließlich liegen Risiken in einem Bereich, in dem Märkte nicht unbedingt funktionsfähig sein können. Ein erstes Feld ist sicherlich das einer möglicherweise verfolgten makroökonomischen Stabilisierungspolitik. Wenn man stabilisieren will, dann schwächt finanzielle Globalisierung das Instrument der Geldpolitik spürbar, vor allem für kleinere Länder. Im Fall der asiatischen Volkswirtschaften bestand das Problem jahrelang in allzu großen Kapitalzuflüssen, deren Steuerung im Rahmen der verfolgten wirtschaftspolitischen Ziele erhebliche und nur graduell lösbare Schwierigkeiten aufwarf (vgl. z. B. *Menkhoff* 1996). Man muß sich darüber im klaren sein, daß eine finanzielle Öffnung der Volkswirtschaft hier den wirtschaftspolitischen Handlungsspielraum einschränkt. Dies gilt natürlich auch dann, wenn man die Risikoprämie für Kapitalimporte erhöht, bspw. durch Abwertungen oder Kapitalverkehrsbeschränkungen. Diese Art von erhöhtem Handlungsspielraum verursacht Kosten an anderer Stelle, nicht zuletzt für den Außenhandel.

Eingeschränkte Spielräume bringt finanzielle Globalisierung auch für die nationale Unternehmenskontrolle. Gerade in kleineren Entwicklungsländern, zumal mit kolonialer Vergangenheit, bestehen verständliche Ängste vor einer Kontrolle der heimischen Volkswirtschaft durch internationale Unternehmen. Selbst wenn dies oft nur einen Vorwand zur Abschirmung privater Interessen liefert, so hat dieses Argument – jenseits politischer Berechtigung – auch einen ökonomischen Kern. Ein Aspekt ist das infant industry-Argument, demzufolge Wirtschaftsbereiche Lernphasen für ihre Entwicklung brauchen, bevor sie einen internationalen Standard erreicht haben und damit dem internationalen Wettbewerb sinnvoll ausgesetzt werden können. Ein anderer Aspekt liegt in „weichen" – nicht-marktlichen – wirtschaftspolitischen Steuerungsinstrumenten, wie moral suasion oder anderen informellen Einflußnahmen. Diese sind bei ausländischen Eigentümern u.U. weniger zu

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gebrauchen, da es an Einbindung und damit an Verständnis bzw. letztlich Sanktionsmöglichkeiten fehlt. Allerdings gibt es hier keinen engen Bezug zur Asienkrise.

III. Zwischenfazit

Ein Zwischenfazit zu den Chancen und Risiken finanzieller Globalisierung kann auf jeden Fall darauf abstellen, daß das Potential, das sich aus der Einbindung in internationale Finanzmärkte ergibt, unter bestimmten Voraussetzungen eher realisiert werden kann (vgl. auch *Fischer* 1998). Drei Voraussetzungen sind hervorzuheben: Erstens bedarf es technologischer Voraussetzungen bei den nationalen Finanzsystemen, zweitens bedarf es gewisser Bewertungseffizienz durch die internationalen Finanzmärkte und drittens bedarf es wirtschaftspolitischer Kompetenz bzw. Handlungsfähigkeit.

Nach solchen allgemeinen Überlegungen stellt sich die eigentliche wirtschaftspolitische Entscheidung, die m.E. nur fallweise beantwortet werden kann: Sollte der Kapitalverkehr liberalisiert werden, in welchem Ausmaß, wann und wie? Für Thailand ließe sich die Antwort so konkretisieren: Eine Volkswirtschaft mit einer Sparquote von über 30 % und nachweislich effizienter Kapitalallokation (vgl. *Menkhoff* 1999a) muß sich die Frage nach den Chancen freien Kapitalverkehrs kritischer stellen als vielleicht andere Entwicklungsländer (zu einer generell skeptischen Einschätzung kommt *Rodrik* 1998). Die Restriktion begrenzten Humankapitals ist auf jeden Fall längerfristig bindend. Ferner scheint die Bewertungseffizienz internationaler Finanzmärkte aus mehreren Gesichtspunkten, was hier nicht begründet werden kann, nicht sakrosankt zu sein (vgl. in diese Richtung *Mishkin* 1998). Schließlich kommt hinzu, daß selbst ein Land mit jahrzehntelanger guter Performance in der Wirtschaftspolitik im Jahr *x*-plus-1 unerwartete Schwächen im wirtschaftspolitischen Management zeigen kann, wie Thailand in den Jahren 1995 – 97. Zusammengenommen sind hier die Vorteile vermutlich gering, doch die Risiken für eine längere Zeit erheblich.

E. Wirtschaftspolitische Maßnahmen

I. Weitgehend konsensfähige Maßnahmen

Maßnahmen der Wirtschaftspolitik sollten darauf abzielen, den Trade-off zwischen Chancen und Risiken, der sich aufgrund der Eigenarten (inter)nationaler Finanzmärkte ergibt, zu verbessern. Dazu bestehen drei größere Handlungsfelder, die hier schon verschiedentlich, bspw. indirekt als Marktunvollkommenheiten in Schaubild 6, angesprochen worden sind: nationaler Finanzsektor, internationale Finanzmärkte und nationale Wirtschaftspolitik. In diesen Feldern lassen sich – noch bevor man deutliche Akzente im Sinne der eingangs erwähnten Pessimisten

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

oder Optimisten setzt – weitgehend konsensfähige wirtschaftspolitische Maßnahmen knapp skizzieren, ohne daß dies schon eine schlüssige Konzeption ergäbe (vgl. die Problematik in Abschnitt B.IV):

Bei den nationalen Finanzinstitutionen spricht nichts dagegen, deren institutionelle Fähigkeiten zu steigern. Im Gegenteil kann man sich davon, aufgrund der Bedeutung eines funktionierenden Finanzsektors, immer eine positive Wirkung versprechen. Auf der anderen Seite sollte nachdenklich stimmen, daß dies in der Vergangenheit bereits erkannt worden war, was aber das Asiendebakel nicht verhindern konnte (vgl. die Hinweise bei *Reisen* 1998). Vielmehr scheint eine Umsetzung nicht so einfach zu sein, so daß auch die Erwartungen nicht überschießen sollten (vgl. auch generell skeptische Analysen wie *Singh* 1997 oder aus wirtschaftshistorischer Perspektive *Klump* 1999).

Bezüglich der internationalen Finanzmärkte gibt es bekanntlich Bemühungen, ihre Funktionsfähigkeit zu erhöhen, wie durch eine Verbesserung der Transparenz oder eine Internalisierung möglicher externer Effekte aus dem Verhalten privater Akteure (vgl. hierzu auch *Nunnenkamp* 1999). Wenn man davon allerdings keine Wunderdinge erwartet, dann bleibt im Prinzip immer noch abzuwägen, wie man Vor- und Nachteile einer internationalen Einbindung bewerten will. Die asiatischen Erfahrungen zeigen eine hohe Stetigkeit ausländischer Direktinvestitionen und selbst vergleichsweise der Portfolioinvestitionen. Am unstetigsten sind die Bankkredite, bei denen gewisse Volatilitätsbremsen nicht unangemessen scheinen. Selbst der IWF argumentiert hier inzwischen mit einer Internalisierung von negativen externen Effekten volatiler internationaler Kapitalflüsse (z. B. *IMF* 1998, S. 79).

Hinsichtlich der Wirtschaftspolitik in Entwicklungsländern scheinen zwei Lehren recht offensichtlich: Erstens sollte sich das Ziel stabiler Wechselkurse auf die realen und nicht etwa auf die nominalen Kurse beziehen. Zweitens muß die Geldpolitik allzu starker Kreditexpansion einen Riegel vorschieben, wobei es eine – auch in Industrieländern nicht bewältigte – Herausforderung bleibt, inwieweit dies auf anderem Wege als über vergleichsweise brachiale restriktive Geldpolitik geschehen könnte.

II. Strittige wirtschaftspolitische Maßnahmen

Der oben angeführte Kanon an Maßnahmen scheint in der aktuellen Diskussion weitgehend „abgehakt" zu sein. Daneben gibt es weitere, höchst strittige Vorschläge, die hier nicht umfassend abgehandelt werden sollen. Allerdings kehren zwei Gedanken in der Debatte immer wieder, die zugleich einen engen Bezug zur Rolle der Finanzmärkte haben: auf die nationalen Märkte bezogen Fragen der Bankenregulierung und auf die internationalen Märkte bezogen Fragen möglicher Kapitalverkehrsregulierungen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Hinsichtlich der Bankenregulierung lautet eine verbreitete Einschätzung, daß eine schärfere Kontrolle der lokalen asiatischen Banken die Krise hätte verhindern oder jedenfalls merklich abschwächen können. Tatsächlich sind auch ausländische Finanzinstitutionen in bekanntlich erheblichem Ausmaß in die Kreditvergabe an die Krisenländer verwickelt. Man muß fast sagen, daß sie gar nicht genug Kapital in diesen Ländern plazieren konnten, wie anekdotische Aussagen, aber auch manche Statistiken zeigen (vgl. für Thailand bspw. *Menkhoff* 1999a). Diese Institutionen waren jedoch nach geltenden Standards reguliert. Daraus folgt im Umkehrschluß, daß es wenig Anhalt für die Vermutung gibt, allein internationale Regulierungsstandards würden Bankenkrisen wie in Asien vermeiden helfen. Im Gegenteil liegt damit die Frage auf der Hand, wo die Mängel der geltenden Bestimmungen liegen (vgl. *Terberger-Stoy* 1999).

Hinsichtlich der internationalen Kapitalverkehrsregulierung gibt es gute Gründe, darauf wurde oben hingewiesen, die Kapitalallokation auch auf internationaler Ebene dem Wettbewerb auszusetzen. Die Asienkrise hat aber auch gute Gründe für eine bessere Ordnung des Wettbewerbs geliefert. Die Problempunkte auf makroökonomischer Ebene sind bekannt: Erstens möglicherweise unbegründete Ansteckung zwischen den Volkswirtschaften, zweitens eine jedenfalls ex post erstaunliche Schwankung der Risikoprämien, d. h. sehr veränderliche Finanzmarktpreise. Dem kann man drei mikroökonomische Probleme hinzufügen, die im Zuge eines Liberalisierungsprozesses temporär auftreten mögen: Erstens bewirken neue Risiken eine Verschlechterung des Informationsgehalts der Finanzmarktpreise, zweitens reduziert sich damit für das Entwicklungsland die Diversifikation der volkswirtschaftlichen Risiken (vgl. als Fallstudie *Eichengreen/Rose* 1998) und drittens steigt mit diesen Entwicklungen das systemische Risiko im Finanzsektor der Ökonomie. Letztlich gilt es, Nutzen und Kosten sorgfältiger abzuwägen, was m.E. zu einer erheblichen zeitlichen Streckung der Öffnungsphase führen wird.

III. Fazit

Alles in allem ist die Asienkrise zwar eine Krise der Finanzmärkte, doch in weitem Maße reflektieren diese Finanzmärkte auch Mängel in anderen Bereichen (vgl. bspw. *Menkhoff* 1999). Trotzdem verbleiben ursächliche Schwächen zu konstatieren, die sowohl die nationalen Finanzinstitutionen als auch die internationalen Finanzmärkte betreffen. Es erscheint allerdings allzu optimistisch, daß allein die derzeit präferierte Strategie verbesserter Transparenz und einer Durchsetzung geltender Aufsichtsstandards zukünftige Krisen dieses Typs weitgehend vermeiden könnte, wie es die aktuellen Dokumente im *G7*-Abstimmungsprozeß nahelegen. Dagegen sprechen zwei Überlegungen:

Im Kern ist die Asienkrise keine Geschichte fehlender Daten, denn sowohl die außenwirtschaftlichen Informationen als auch die Wachstumsabschwächung waren wohl dokumentiert. Schwächen der Wirtschaftspolitik und leerstehende Bürotürme

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

müssen ebenfalls jedem wachen Beobachter klar geworden sein. Wenn dennoch internationales Kapital zufloß oder zumindestens ausharrte, dann eher wider besseres Wissen als ahnungslos, was im übrigen beides nicht beruhigend wäre.

Die Asienkrise ist aber vermutlich auch keine Geschichte schlechter Regulierung des Finanzsektors, jedenfalls nicht in dem Sinne, daß eine Regulierung nach geltenden BIZ-Standards den Ausbruch hätte verhindern können. Diese Standards decken weder Wechselkursrisiken bei den Kreditnehmern noch Schocks ab, wie sie in Asien auftraten, die sowohl Vermögenspreise als auch gesamtwirtschaftliche Stromgrößen betreffen.

Die Tatsache, daß dennoch keine weitergehenden Konsequenzen aus der Rolle (internationaler) Finanzmärkte in der Asienkrise gezogen werden, beruht also möglicherweise nicht so sehr auf entsprechenden Einsichten, sondern auf entsprechenden Interessenlagen. Man kann diese sehr pointiert als „Wall Street-Treasury Complex" (*Bhagwati* 1998, S. 10) bezeichnen oder einfach auch als divergierende Interessen zwischen den wichtigen internationalen Akteuren beschreiben (vgl. *Eichengreen* 1999).

Literatur

Alba, Pedro / *Bhattacharya,* Amar / *Claessens,* Stijn / *Ghosh,* Swati / *Hernandez,* Leonardo (1998): Volatility and Contagion in a Financially Integrated World, Lessons from East Asia's Recent Experience, World Bank Policy Research Paper 2008, November.

Bhagwati, Jagdish (1998): The Capital Myth, The Difference between Trade in Widgets and Dollars, in: Foreign Affairs, Vol. 77, No. 3, S. 7 – 12.

BIS (Bank for International Settlements) (1998): „68th" Annual Report, Basel.

Brown, Stephen J. et al. (1998): Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997, working paper, Yale School of Management, May.

Chuhan, Punam / *Claessens,* Stijn / *Mamingi,* Nlandu (1998): Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of Global and Country Factors, in: Journal of Development Economics, Vol. 55, No. 2, S. 439 – 463.

Corsetti, Giancarlo / *Pesenti,* Paolo / *Roubini,* Nouriel (1998): Paper Tigers? A Preliminary Assessment of the Asian Crisis, homepage von Roubini, October.

Demirgüc-Kunt, Asli / *Detragiache,* Enrica (1998): The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries, in: IMF Staff Papers, Vol. 45, No. 1, S. 81 – 109.

Diehl, Markus / *Gundlach,* Erich (1999): Capital Mobility and Growth, in: Economics Letters, Vol. 62, S. 131 – 133.

Dieter, Heribert (1998): Die Asienkrise – Ursachen, Konsequenzen und die Rolle des Internationalen Währungsfonds, Metropolis, Marburg.

Eichengreen, Barry (1999): Toward a New International Financial Architecture, A Practical Post-Asia Agenda, Washington, D.C.: Institute for International Economics.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Eichengreen, Barry / *Rose,* Andrew (1998): Staying Afloat when the Wind Shifts: External Factors and Emerging-Market Banking Crises, CEPR Discussion Paper No. 1828, April.

Eichengreen, Barry / *Rose,* Andrew / *Wyplosz,* Charles (1996): Contagious Currency Crises: First Tests, in: Scandinavian Journal of Economics, Vol. 98, No. 4, S. 463 – 484.

Fischer, Bernhard (1993): Success and Pitfalls with Financial Reforms in Developing Countries, in: Savings and Development, Vol. 17, No. 2, S. 111 – 135.

Fischer, Stanley (1998): Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF, in: Peter B. Kenen (Hrsg.), Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?, Essays in International Finance, No.207, May, S. 1 – 10.

Fratzscher, Marcel (1998): Why Are Currency Crises Contagious? A Comparison of the Latin American Crisis of 1994 – 95 and the Asian Crisis of 1997 – 98, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 134, No. 4, S. 664 – 691.

Glick, Reuven / *Rose,* Andrew K. (1998): Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional?, working paper, University of California, Berkeley.

G7 (G7 Finanzminister und Notenbankgouverneure) (1998): Erklärung der G7 Finanzminister und Notenbankgouverneure vom 30. 10. 1998, in: Deutsche Bundesbank Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 65, S. 1 – 4.

Hardy, Daniel C. / *Pazarbasioglou,* Ceyla (1998): Leading Indicators of Banking Crises: Was Asia Different?, IMF working paper, WP / 98 / 91, June.

IMF (International Monetary Fund) (1997): World Economic Outlook, Interim Assessment, December, Washington, D.C.

– (1998): International Capital Markets, September, Washington, D.C.

Kaminsky, Graciela / *Lizondo,* Saul / *Reinhart,* Carmen M. (1998): Leading Indicators of Currency Crises, in: IMF Staff Papers, Vol. 45, No. 1, S. 1 – 48.

Klump, Rainer (1999): Korreferat zum Beitrag von Christoph Rieger, in: Schubert, R. (Hrsg.): Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – Das Beispiel der Asienkrise, S. 40 – 47.

Krugman, Paul (1998): What Happened to Asia?, homepage von Krugman.

Menkhoff, Lukas (1996): Die Einbindung von Entwicklungsländern in internationale Finanzmärkte, das Beispiel Thailand, in: Hans-Bernd Schäfer (Hrsg.), Die Entwicklungsländer im Zeitalter der Globalisierung, Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Bd. 245, Duncker & Humblot, Berlin, S. 53 – 81.

– (1999): Nicht nur ein asiatisches Finanzdebakel, Zu konkurrierenden Erklärungsansätzen für die Asienkrise, in: Entwicklung und Zusammenarbeit, Vol. 40, No. 3, S. 69 – 71.

– (1999a): Bad Banking in Thailand? An Empirical Analysis of Macro Indicators, Journal of Development Studies, erscheint demnächst.

Menkhoff, Lukas / *Reszat,* Beate (1998) (Hrsg.): Asian Financial Markets – Structures, Policy Issues, and Prospects, in: Veröffentlichungen des HWWA Bd. 44, Nomos, Baden-Baden.

Miller, Victoria (1998): The Double Drain with a Cross-Border Twist: More on the Relationship Between Banking and Currency Crises, in: American Economic Review, Vol. 88, No. 2, S. 439 – 443.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Mishkin, Frederic S. (1998): International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability, in: Dieter Duwendag (Hrsg.), Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik, in: Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Bd. 261, Duncker & Humblot, Berlin, S. 11 – 40.

Nunnenkamp, Peter (1999): Der IWF als Krisenursache? IWF Kredite, Moral Hazard und die Reform der internationalen Finanzarchitektur, in: Schubert, R. (Hrsg.): Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – Das Beispiel der Asienkrise, S. 219 – 240.

Quinn, Dennis (1997): The Correlates of Change in International Financial Regulation, in: American Political Science Review, Vol. 91, No. 3, S. 531 – 551.

Radelet, Steven / *Sachs,* Jeffrey (1998): The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects, in: Brookings Papers on Economic Activity, No.1, S. 1 – 90.

Reisen, Helmut (1998): Domestic Causes of Currency Crises: Policy Lessons for Crisis Avoidance, in: OECD Development Centre Technical Papers No.136, June.

Rodrik, Dani (1998): Who Needs Capital-Account Convertibility?, in: Peter B. Kenen (Hrsg.), Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?, Essays in International Finance, Vol. 207, May, S. 55 – 65.

Schnatz, Bernd (1998): Determinants of Speculative Attacks in Emerging Markets: The Role of Macroeconomic Fundamentals, Manuskript, November.

Schröder, Jürgen (1978): Kapitalbewegungen, internationale II: Theorie und Politik, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaft, Bd. 4, Gustav Fischer et al., Stuttgart et al., S. 389 – 404.

Siebert, Horst (1998): Disziplinierung der nationalen Wirtschaftspolitik durch die internationale Kapitalmobilität, in: Dieter Duwendag (Hrsg.), Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik, in: Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Bd. 261, Duncker & Humblot, Berlin, S. 41 – 67.

Simonis, Udo E. (Hrsg.) (1983): Entwicklungsländer in der Finanzkrise, Probleme und Perspektiven, in: Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Bd. 136, Duncker & Humblot, Berlin.

Singh, Ajit (1997): Financial Liberalisation, Stock Markets and Economic Development, in: Economic Journal, Vol. 107, S. 771 – 782.

Terberger-Stoy, Eva (1999): Bankenaufsicht und Asienkrise, in: Schubert, R. (Hrsg.): Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – Das Beispiel der Asienkrise, S. 102 – 123.

Wade, Robert (1998): The Asian Debt-and-Development Crisis of 1997 – ?: Causes and Consequences, in: World Development, vol. 26, No. 8, S. 1535 – 1553.

World Bank (1993): The East Asian Miracle, Oxford University Press, Oxford et al.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Korreferat zum Beitrag von Lutz Menkhoff

Von *Andreas Hauskrecht,* Berlin

A. Einleitung

Zeitpunkt und Tiefe der asiatischen Finanzkrise haben Wissenschaft wie Politik überrascht; auch heute noch herrscht ein breites Durcheinander der Erklärungsansätze der Ursachen wie Remeduren zur Heilung der Krise. Diese zu konstatierende Aporie der Wissenschaft ist in der Andersartigkeit der Krisenursachen in Spiegelung zu tradierten Mustern, wie sie ausführlich für Krisenländer Lateinamerikas und Afrikas der 80er Jahre analysiert wurden, begründet. Denn die unmittelbar von der Krise betroffenen Länder, allen voran Indonesien, Malaysia, Philippinen und Thailand, wiesen eher staatliche Budgetüberschüsse denn –defizite aus, die Inflationsraten waren durchweg einstellig, die Märkte, allen voran die Finanzmärkte weitgehend liberalisiert, die internen Sparraten hoch, die Arbeitslosigkeit gering.[1] Somit waren Krisendeutungen entlang dem Muster spekulativer Attacken der ersten und zweiten Generation wenig hilfreich. Ebenso versagt jeglicher Versuch der Erklärung der asiatischen Krisenphänomene anhand der Ersparnislückentheorie, die einen Transfer von Ersparnis aus der Ersten in die Dritte Welt als Entwicklungsnotwendigkeit postuliert. Denn wie oben dargstellt, lagen die Ersparnisquoten in den genannten Ländern auf oder gar über dem Niveau der Industrieländer.[2]

Im folgenden wird argumentiert, daß gerade die für Entwicklungsländer bisher als segensreich empfundenen Nettokapitalimporte eine gravierende Rolle für die Entstehung der Krise spielten und maßgeblich zu einem Verlust an monetärer Steuerungsfähigkeit der Zentralbanken dieser Länder führten. Letztendlich resultierte dieser Verlust an volkswirtschaftlicher Steuerungsfähigkeit in der Marktkonstellation einer Konsumentenökonomie, ausgedrückt durch steigende Leistungsbilanzdefizite. Wie weiter zu zeigen ist, hatten die fraglichen Länder keine andere Wahl, als die nominale Ankoppelung ihrer Währungen an den USD, um einer Substitution der eigenen Währung entgegen zu wirken. Nicht der Übergang zu

---

1 Die Analyse beschränkt sich auf die genannten asiatischen Tiger der zweiten Generation. Demgegenüber wird der Fall Südkorea, einem Tiger der ersten Generation auf dem Sprung zum Industrieland, nicht weiter verfolgt.

2 Zur Fragwürdigkeit eines Kapitaltransfers in die Dritte Welt als Apriorie eines Prozesses nachholender wirtschaftlicher Entwicklung siehe *Riese,* H. (1986).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

flexiblen Wechselkursen, sondern die Einräumung der Möglichkeit von Kapitalimportbeschränkungen für emerging economies ist ein probates Instrument, die Gefahr einer Wiederholung der Ursachen der asiatischen Krisenursachen zukünftig zu minimieren.

Zunächst werden die Konsequenzen der versuchten Sterilisierung der Geldmengenwirkung von Nettokapitalimporten auf die Steuerungsfähigkeit der Zentralbanken analysiert. In einem zweiten Schritt wird der Frage nach dem geeigneten Wechselkursregime nachgegangen.

B. Nettokapitalimporte und ihre Wirkungen auf das Steuerungspotential einer Zentralbank

Ein spezifisches Kennzeichen der asiatischen Krisenländer ist die recht umfangreiche Liberalisierung insbesondere auch der Finanzmärkte ab Beginn der 80er Jahre (in Malaysia bereits ab 1978, in Thailand erst eine Dekade später). Zins- und Kreditobergrenzen wurden weitgehend abgeschafft und Instrumente der indirekten Geldmengensteuerung eingeführt.[3] Parallel dazu bemühten sich die genannten Ökonomien, den nominalen Wechselkurs gegenüber dem USD zu stabilisieren.[4] Diese Veränderungen der wirtschaftspolitischen Ausrichtung gingen einher mit einem dramatischen Anstieg der privaten internationalen Kapitalbewegungen in emerging economies, insbesondere ab Beginn der 90er Jahre. Während noch in den 80er Jahren ausländische Direktinvestitionen dominierten, wurden diese in den 90er Jahren immer stärker durch Portfolioinvestitionen und Interbankkredite verdrängt. Das Wechselkursversprechen zum USD und die boomenden Wirtschaften machten die asiatischen Krisenländer zu ersten Adressen der Kapitalströme (siehe Tabelle 1 im statistischen Anhang).

Die Differenz (der spread) zwischen einheimischem Zinsniveau und Dollarzinssätzen machte eine Kreditaufnahme im Ausland aus Sicht der Empfänger attraktiv, die Geber realisierten hohe Erträge, zumindest solange der Anker zum USD hielt. Erst der Ausbruch der Krise machte deutlich, daß die Märkte das Risiko einer Investition in der Region nicht ausreichend in der geforderten Verzinsung berücksichtigt hatten.

Der gemessen am Bruttosozialprodukt enorme Zustrom an ausländischem Kapital, der von einzelnen Ländern trotz hoher inländischer Ersparnis sogar noch gefördert wurde, führte bald zu Problemen der Geldmengensteuerung.[5] Denn die Wech-

---

3 Siehe hierzu die umfangreiche Analyse bei *Carlington,* R. G. (1994).

4 Dies gilt für die Länder nicht in gleichem Maße. Während beispielsweise Thailand den Kurs des Baht zum USD nominal fixierte, praktizierte Indonesien eine nominale Ankoppelung mit geringer jährlicher Abwertung gegenüber dem USD.

5 So wurden in den Philippinen Erträge aus Fremdwährungsgeschäften mit einem geringeren Steuersatz belegt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

selkursanbindung verlangte eine Orientierung der inländischen Geldpolitik am externen Ziel der nominalen Wechselkursstabilität. Notwendig hierfür war die Neutralisierung des hereinströmenden Kapitals, um eine unsachgemäße Ausweitung der monetären Basis zu vermeiden.[6]

Die Aktiva einer Zentralbankbilanz lassen sich in zwei Komponenten unterscheiden: die borrowed base und die unborrowed base. Erstere ensteht über die Refinanzierung der Geschäftsbanken durch Kredit wie Diskontierung, Lombardierung und Pensionsgeschäfte. Die Verträge sind mit einer geringen Laufzeit und einem Zinssatz auf die zeitlich begrenzte Überlassung von Zentralbankgeld versehen. Es entsteht hieraus eine Gläubigerposition der Zentralbank gegenüber den Geschäftsbanken. Über eine Veränderung ihrer Refinanzierungskonditionen ist die Zentralbank in Zeiten einer erwünschten monetären Kontraktion in der Lage, unmittelbar auf den Geldmarktzinssatz und darüber vermittelt auf den Kreditmarkt einzuwirken.[7]

Die unborrowed base-Komponente entsteht über Outright-Geschäfte, also den Ankauf von Fremdwährung, Gold und Schuldtiteln. Naturgemäß existiert hier keine Fristigkeit der Transaktion oder ein dem Vorgang zugrunde liegender Zinssatz.

Während in Zeiten einer erwünschten Expansion der monetären Basis das Verhältnis beider Komponenten irrelevant ist, ändert sich dies, sobald eine monetäre Kontraktion herbeigeführt, oder aber die Expansion der monetären Basis unkontrolliert verläuft und dem entgegengesteuert werden soll. Dann gilt, daß das Steuerungspotential einer Zentralbank positiv mit dem relativen Anteil der borrowed base an den Gesamtaktiva der Zentralbank korreliert.[8]

---

[6] Manche Autoren addieren zu den beiden Zielen Wechselkurs- und Preisstabilität noch das dritte Ziel Konvertibilität, so auch *Diel,* M. / *Schweikert,* R. (1998). Hierbei handelt es sich um ein Mißverständnis, das sich aus dem herrschenden Dezisionismus der Wirtschaftswissenschaft erklären läßt. Denn aus Sicht des Marktes sind Aufrechterhaltung der Konvertibilität wie des nominalen Wechselkurses Synonyme. Siehe hierzu auch *Bloomfield,* A. (1959) sowie *Hauskrecht,* A. (1999).

[7] Auch wenn Pensionsgeschäfte terminologisch zu Offenmarktgeschäften gezählt werden, gehören sie eindeutig zur borrowed base. Allein das Federal Reserve Board betreibt eine tatsächliche Offenamarktpolitik im Sinne einer – zumindest partiellen – Liquiditätssteuerung (in Abgrenzung zu einer Zinssteuerung).

[8] Es sei an dieser Stelle daran erinnert, daß die Deutsche Bundesbank gegen Ende des Wechselkursregimes von Bretton Woods enorme Probleme darin sah, daß der erzwungene Ankauf von USD zur Stabilisierung des DM / USD-Kurses die unborrowed base-Komponente dramatisch erhöhte und das Liquiditätsmanagement der Zentralbank zunehmend erschwerte. Siehe hierzu auch *Emminger,* O. (1986).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schaubild 1

1. Borrowed Base – Kredite	Notenemission Reservehaltung Eigenkapital
2. Unborrowed Base – Fremdwährung – Gold – Offenmarktpapiere	

Das obige Schaubild verdeutlicht die möglichen Optionen einer Zentralbank bei hohen Nettokapitalimporten. Um eine Geldmengenausweitung zu verhindern und gleichzeitig den Wechselkurs konstant zu halten, also eine Aufwertung zu vermeiden, kann sie entweder einen Aktivtausch von unborrowed base-Komponenten vornehmen, oder aber die borrowed base entsprechend reduzieren. Letzteres Vorgehen führt aber, wie oben ausgeführt, zu einer Schwächung ihres Steuerungspotentials.

Das Grundproblem für die betroffenen Krisenländer bestand darin, daß die Kapitalmärkte noch stark unterentwickelt waren und zudem aufgrund der ausgeglichenen oder gar positiven Staatshaushalte keine oder kaum staatliche Wertpapiere existierten. Dies erschwerte die Möglichkeit eines reinen Aktivtausches, also einer Beibehaltung des Verhältnisses von borrowed base- zu unborrowed base-Komponente. Die fraglichen Länder entwickelten daher kreative und zeitweise durchaus wirkungsvolle Wege der Sterilisierung. In Malaysia bediente man sich der Einlagen des Staates im Geschäftsbankensektor, indem diese bei Bedarf partiell auf die Zentralbank umgebucht wurden, was einer Verkürzung der monetären Basis entspricht. Ebenso wurden finanzielle Mittel der Pensionsfonds an die Zentralbank mit dem selben Effekt weitergeleitet. In den Philippinen teilte der Staatshaushalt der Zentralbank direkt staatliche Wechsel für reine Offenmarktoperationen mit der impliziten Garantie zur Verfügung, diese nicht später zu Zwecken der Budgetfinanzierung zu verwenden (also eine Zahlung durch die Zentralbank zu verlangen). Es handelte sich somit um eine künstliche Verlängerung der Zentralbankbilanz mit dem Ziel, dieser zusätzliches Material zu Sterilisierungszwecke einzuräumen.[9] Soweit aufgrund der positiven Haushaltslage in den Ökonomien überhaupt staatliche Schuldpapiere emittiert wurden, bildeten sich jedoch keine tiefen Sekundärmärkte heraus.[10]

---

[9] Vor der Einführung des Euro verfügte die Deutsche Bundesbank über ähnliche Papiere, die sogenannten Mobilisierungs- und Liquiditätspapiere (ab 1. 1. 1995 nur noch, wenngleich quantitativ aufgestockt, Liquiditätspapiere).

[10] Sekundärmärkte bewerten Schuldtitel (gemäß der Bonität des Emittenten und den Ausgestaltungen des Titels) und erleichtern daher die Festlegung von zentralbankfähigen Titeln. Existieren nur primärauktionierte Titel, fehlt diese Marktbewertung. Die fehlende Tiefe der Kapitalmärkte – auch der Börse – machte diese extrem sensitiv gegenüber einer Umdrehung der Kapitalströme.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Letztlich reichten die aufgeführten Instrumente nicht mehr aus, die weiter wachsenden Nettokapitalimporte zu sterilisieren. Zwei Instrumente wurden verstärkt eingesetzt: zum ersten emittierten die betroffenen Zentralbanken Wechsel und andere Schuldtitel auf eigenen Namen, um über ein weiteres Instrument zur Sterilisierung zu verfügen. Im Gegensatz zu einem reinen Aktivtausch verändert sich hierüber jedoch die laufende Nettogläubigerposition gegenüber dem Geschäftsbankensystem. Wenn man so will, kann man von einer negativen borrowed base-Komponente sprechen, die folglich das Steuerungspotential der Zentralbank untergräbt. Zum zweiten wurde verstärkt das Instrument der Mindestreservevorschriften eingesetzt. Auf der einen Seite wurde hierüber der Geldmengenmultiplikator wirksam reduziert, andererseits stellt die erzwungene Reservehaltung einen Kostenfaktor der Geschäftsbanken dar, der im Falle der Weitergabe an die Kreditnehmer den Zinsunterschied von Krediten in heimischer Währung gegenüber Fremdwährungskrediten weiter erhöht. Dies ist dahingehend von Belang, daß vor Ausbruch der Krise die inländischen Banken sich kurzfristig in Fremdwährung verschuldeten und nach Währungswechsel hochverzinste Kredite in Landeswährung vergaben. Diese Praxis war ein wichtiger Grund für die Koinzidenz von Währungs- und Bankenkrise in der Region.

Doch auch dieser phantasievolle Einsatz geldpolitischer Instrumente war in Hinblick auf das Ziel der Sterlisierung von Nettokapitalimporten nicht ausreichend. In der Folge blieb als letztes verbleibendes Mittel die Reduzierung der borrowed base-Komponente, aus Sicht der Zentralbank also die eigene Entmachtung.

Wie aus den Graphiken 1 – 4 (im statistischen Anhang) ersichtlich, wurde die ohnehin geringe borrowed base in allen vier Ländern seit Beginn der 90er Jahre dramatisch reduziert und betrug durchgehend weniger als 10 % an den Gesamtaktiva der Zentralbank, im Falle Thailands sogar nahe Null Prozent. Eine weitere Sterilisierung hereinströmenden Kapitals war nunmehr kaum mehr möglich.

Spätestens jetzt wurde die Geldmengenentwicklung in den Kapitalempfängerländern eine abhängige Variable des Saldos der Zahlungsbilanz, was an der hohen Volatilität der Wachstumsraten der monetären Basis sichtbar wird (siehe Graphiken 5 – 8). Von monetärer Steuerung konnte nicht mehr die Rede sein.

Grundsätzlich existieren zwei mögliche Transmissionskanäle bei hohen Nettokapitalzuflüssen ohne Sterilisation, eine Preis- oder eine Mengenwirkung.

Wie aus den Graphiken 9 – 13 ablesbar, entwickelte sich der Großhandelspreis-, resp. Produzentenpreisindex der betroffenen Länder weiterhin moderat, die reale Aufwertung der Währungen gegenüber den wichtigsten Absatzmärkten Japan und Europa blieb gering.

Die weiterhin geringen Inflationsraten legen den weiteren Verlauf der Analyse nahe. Offensichtlich wurde ein erheblicher Teil der Nettokapitalimporte nicht dauerhaft geldmengenwirksam, sondern zu Importzwecken verwandt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Wie die Graphiken 13 – 16 deutlich dokumentieren, führten die zunehmend defizitären Leistungsbilanzen zu einem Aufbau der Nettoverschuldung der betroffenen Ökonomien gegenüber dem Ausland. Es war somit nur noch eine Frage der Zeit, bis die ersten Investoren eine Wechselkurskorrektur als einziges Mittel ansahen, die Leistungsbewegungen unter Kontrolle zu bekommen. Es ist hier nicht weiter von Bedeutung, ob der auf den Finanzmärkten beobachtbare Herdentrieb oder das noise trading letztlich als Auslöser für die abrupte Umkehr der Kapitalbewegungen verantwortlich zu machen sind. Ursächlich waren die hohen Nettokapitalimporte, welche die Länder in die Marktkonstellation einer Konsumentenökonomie manövrierten und über den Markt eine Umkehr der Kapitalbewegungen erzwangen.

Ex post wurde offenbar, daß die inländischen Geschäftsbanken hohe offene Fremdwährungspositionen aufwiesen und zudem nicht nur einen Währungswechsel (Verschuldung in billigen USD, Kreditvergabe in teurer inländischer Währung), sondern zudem eine große Fristentransformation vorgenommen hatten, was dazu führte, daß die Wechselkurskrise in einer Bankensolvenzkrise mündete. Gleichwohl darf nicht übersehen werden, daß auch ohne diese bankbetriebswirtschaftlichen Todsünden, die auf eine mangelnde Bankenaufsicht hindeuten, das Grundproblem einer hohen Auslandsverschuldung und deren Aufwertung im Zuge einer Währungsabwertung unabhägig davon besteht.

C. Der nominale Wechselkursanker gegenüber dem US-Dollar

Aus Sicht zahlreicher Kritiker waren die hohen Nettokapitalimporte in die Region auf die Ankoppelung an den USD zurückzuführen. Dieses Wechselkursversprechen habe Kapitalimporte in die Region erst atttaktiv gemacht. Folgerichtig wird ein Übergang zu einem Regime flexibler Wechselkurse empfohlen. Und wenn schon Währungsankoppelung, dann hätte man nicht den USD, sondern vielmehr an einen handelsgwichteten Korb von Währungen, dominiert vom Yen, als Referenz wählen sollen.

Das Plädoyer für flexible Wechselkurse übersieht, daß der Wechselkurs nicht allein als relativer Preis, sondern als Vermögenspreis aufzufassen ist. Gerade emerging economies sehen sich aber mit der Schwierigkeit konfrontiert, über in Hinblick auf die Wertaufbewahrungsfunktion ohnehin schwache Währungen zu verfügen; eine Schwäche, die durch relativ höhere Zinssätze für die zeitliche Überlassung von Geld denominiert in heimischer Währung kompensiert werden muß. Man kann demnach den Prozeß einer nachholenden Entwicklung auch als den Versuch der Etablierung eines eigenständigen Währungsraumes begreifen. Ein flexibler Wechselkurs birgt die Gefahr der Vermögensentwertung in heimischem Geld in sich. Abwertungserwartungen führen zur Gefahr sich gegenseitig aufschaukelnder Prozesse von Inflations- und Abwertungsspiralen. Dieser Prozeß mündet in einer

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zunehmenden Verdrängung der heimischen Gelder durch eine Leitwährung, wie insbesondere in Lateinamerika und der dort grassierenden Dollarisierung seit Dekaden beobachtbar ist.[11]

Die Empfehlung für flexible Wechselkurse geht analytisch von nationalen Geldern mit identischen Qualitäten hinsichtlich ihrer Wertaufbewahrungsfunktionen aus. Allein kurzfristige Wechselkurserwartungen werden anhand divergierender Zinssätze kompensiert. Demzufolge wäre ein Anleger indifferent ob der Frage, in USD oder aber indischen Rupien sein Vermögen anzulegen. Übersehen wird der enorm hohe Substitutionsdruck durch Leitwährungen, der auf Schwachwährungen lastet. Letztlich existieren nur einige wenige Währungen, die sich einen flexiblen Wechselkurs leisten können, ohne in Gefahr einer Währungssubstitution zu laufen, allen voran der USD und der Euro. Für Entwicklungsländer existiert diese Option nicht. Man kann es auch so formulieren, daß ein Entwicklungsland unabhängig von der institutionellen Ausgestaltung eines Währungsregimes immer vor der Aufgabe steht, die Vermögensqualität seiner Währung zu stabilisieren.

Sicherlich hat die Aufwertung des USD gegenüber Yen und DM im Vorfeld der Asienkrise zur Stagnation der Exporte und einer Verschlechterung der Leistungsbilanzen beigetragen. Dies nicht zuletzt, da die genannten Länder insbesondere enge Handelsbeziehungen mit Japan und der EU pflegen. Sie wurden über die direkte oder indirekte Ankoppelung ihrer Währungen an den USD gleichsam Opfer der Entwicklung der Cross Rates. Es ist allerdings Vorsicht geboten, hieraus einen währungspolitischen Fehler seitens der asiatischen monetären Autoritäten abzuleiten. Anders formuliert, die Wahl des USD als Ankerwährung ist und war nicht politisch, sondern vielmehr über den Vermögensmarkt determiniert. Der USD übt den größten Substitutionsdruck auf diese Währungen auf, nicht der Yen und auch nicht die DM (der Euro). So waren während der heftigen Schwankungen des Wertes des USD zur DM und dem Yen in den 90er Jahren keinerlei Portfolioshifts aus dem USD in diese Währungen konstatierbar. Während also die Cross Rate-Entwicklung der Weltwährungen durchaus Wirkungen auf die asiatischen Leistungsbewegungen zeitigte, war dies hinsichtlich der Denomination von Vermögenstiteln nicht beobachtbar.

Die Empfehlung, die Ankerwährung zu wechseln, unterstellt offensichtlich erneut identische nationale Gelder, bzw. identische Substitutionselastizitäten von Währungen. Diese sind aber nicht gegeben. Nicht zufällig existiert kein Land, daß in der Vergangenheit seine Währung z. B. an den Yen gekoppelt hätte; eine Schwächeperidode des Yen gegenüber dem Dollar hätte eine Flucht aus der heimischen Währung in den USD ausgelöst.[12]

---

[11] Zur Asymmetrie von Weltwährungssystemen siehe auch *Fratianni,* M. / *Hauskrecht,* A. (1998).

[12] Zur derzeitigen Stellung des Yen im Weltwährungsgefüge siehe auch *Fratianni,* M. / *Hauskrecht,* A. / *Maccario,* A. (1998).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

D. Schlußfolgerungen

Die obige Analyse macht deutlich, wie exzessive Kapitalzuflüsse die Steuerungsfähigkeit der Zentralbank aushöhlten und letztlich die Grundlagen für eine zukünftige Umdrehung der Kapitalströme als Auftakt der Finanzkrise legten. Auch wenn die Ankoppelung der asiatischen Währungen an den USD zur Attraktivität der Kapitalanlagen beigetragen haben, muß ein Übergang zu flexiblen Wechselkursen an den Funktionsbedingungen einer internationalen Währungskonkurrenz scheitern. Gleichwohl eine verbesserte Transparenz und einheitliche Standards von Rechnungslegung und Bankenaufsicht richtige Schritte in Richtung der Annäherung an optimale Finanzmärkte sind, bleibt das Grundproblem der Verwundbarkeit durch hohe Kapitalimporte für Entwicklungsländer virulent. Es ist daher kein Zufall, daß neuerdings nationale Kapitalverkehrskontrollen, wie sie z. B. von Chile als Lehre aus der – der asiatischen nicht unähnlichen – Finanzkrise zu Anfang der 90er Jahre eingeführt wurden, als probates Instrument diskutiert werden.

Literatur

Bloomfield, A. (1959): Monetary Policy under the International Gold Standard, New York.

Carlington, R. G. (1994): Reform of Monetary Instruments in Southeast Asia; in: Baliño, T. J. T. / Cottarelli, C. (eds.): Frameworks for Monetary Stability, IMF, Washington.

Diehl, M. / *Schweikert,* R. (1998): Currency Crisis: Is Asia Different? Reihe Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 309. Institut für Weltwirtschaft, Kiel

Emminger, O. (1986): D-Mark, Dollar, Währungskrisen. Deutsche Verlagsanstalt, Stuttgart.

Fratianni, M. / *Hauskrecht,* A. (1998): From the Gold Standard to a Bipolar Monetary System; Open economies review 9: S1, S. 609 – 635.

Fratianni, M. / *Hauskrecht,* A. / *Maccario,* A. (1998): Dominant Currencies and the Future of the Euro; Open economies review 9: S1, S. 97 – 121.

Hauskrecht, A. (1999): Die asiatische Krise und der Internationale Währungsfonds. DIW, Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, Heft 1, 68. Jahrgang, S. 118 – 125.

Riese, H. (1986): Entwicklungsstrategie und ökonomische Theorie – Anmerkungen zu einem vernachläßigtem Thema; in: Entwicklungsländer und Weltmarkt. Ökonomie und Gesellschaft, Jahrbuch 4, Frankfurt a.M. / New York.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Statistischer Anhang

Tabelle 1

Emerging Market Economies: Net Capital Flows

Total in Bill. of Dollars	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**
Net private capital flows	123,80	119,30	181,90	152,60	193,30	212,10	149,10
Net direct investment	31,30	35,50	56,80	82,70	97,00	115,90	142,70
Net portfolio investment	36,90	*51,10*	113,60	105,60	41,20	80,80	66,80
Other net investment	55,60	32,70	11,50	– 35,8	55,00	15,40	– 60,4
Net official flows	36,50	22,30	20,10	1,80	26,10	– 0,8	24,40
Change in reserves	– 61,5	– 51,9	– 75,9	– 66,7	– 120,2	– 109,1	– 61,2
Current account	– 85,1	– 75,6	– 116	– 72	– 91	– 91,8h	– 87,1
Africa							
Net private capital flows	8,90	6,90	8,70	4,80	6,80	7,60	16,30
Net direct investment	2,00	1,70	1,90	3,40	4,20	5,50	7,60
Net portfolio investment	– 1,5	– 0,6	1,00	0,80	*1,50*	– 0,2	2,90
Other net investment	8,40	5,80	5,80	0,70	1,20	2,30	5,80
Net official flows	7,80	*10,50*	7,80	14,00	10,80	3,70	– 4,5
Change in reserves	– 2,5	0,80	0,80	– 4,7	– 1,7	– 7,4	– 12,3
Current account	– 7,4	– 10,4	– 11	– 11,8	– 16,4	– 5,7	– 6,1
Asian Crisis countries							
Net private capital flows	26,80	26,60	31,90	33,20	62,50	62,40	– 19,7
Net direct investment	6,10	6,30	6,70	6,50	8,70	9,50	12,10
Net portfolio investment	3,40	5,30	16,50	8,30	17,00	20,00	12,60
Other net investment	17,30	*15,00*	8,70	18,40	36,90	32,90	– 44,5
Net official flows	4,40	2,00	0,60	0,30	0,70	4,80	25,00
Change in reserves	– 8,3	– 18,1	– 20,6	– 6,1	– 18,3	– 13,6	37,70
Current account	– 25,2	– 16,1	– 13,5	– 23,2	– 40,5	– 53,4	– 27
Other Asian emerging markets							
Net private capital flows	7,20	– 8,7	25,50	33,20	32,60	38,10	22,80
Net direct investment	8,30	8,50	26,30	38,70	41,10	45,60	*50,50*
Net portfolio investment	– 2	2,60	4,50	1,10	– 6,1	– 7,5	– 11,8
Other net investment	0,90	– 19,7	– 5,4	– 6,6	– 2,4	0,10	– 15,8
Net official flows	6,50	8,30	7,90	*5,10*	3,80	5,30	3,30
Change in reserves	– 31,4	– 7,6	– 17,2	– 47,7	– 26,2	– 42,5	– 46,3
Current account	23,70	14,00	– 8,5	17,10	9,40	17,00	37,50

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

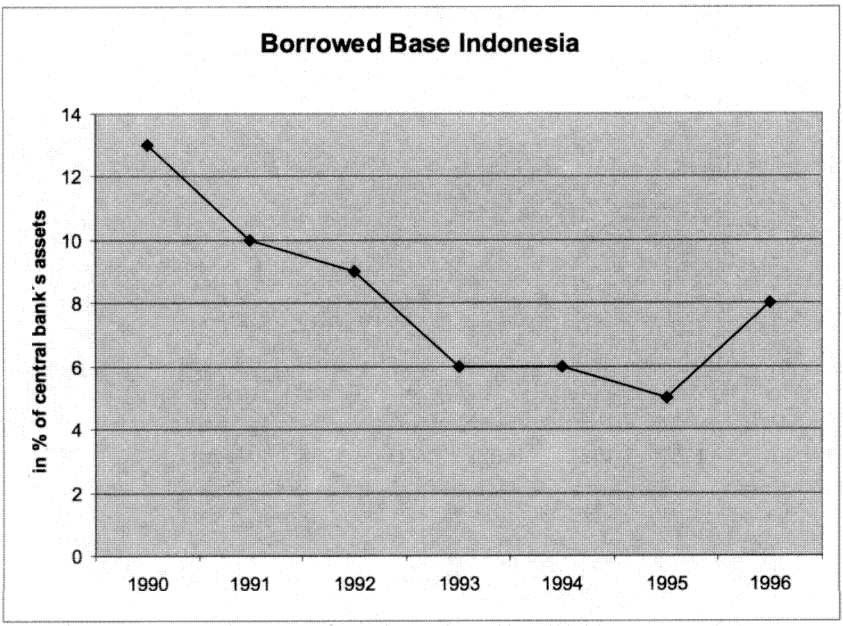
Fortsetzung Tabelle 1:

Total in Bill. of Dollars	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Middle East and Europe							
Net private capital flows	68,60	35,10	33,70	15,40	10,10	6,80	16,70
Net direct investment	1,20	0,90	3,90	3,80	3,70	2,40	3,30
Net portfolio investment	22,30	13,50	21,80	13,60	9,40	4,10	4,30
Other net investment	45,10	20,70	8,00	– 2	– 3	0,40	9,10
Net official flows	3,90	– 1,3	2,30	– 1,3	– 1,4	– 0,7	– 1
Change in reserves	– 3,3	1,20	– 4,8	– 3,6	– 12,7	– 16,2	– 20,4
Current account	– 64,2	– 26,7	– 31,1	– 7,2	– 5,2	5,40	2,90
Western Hemisphere							
Net private capital flows	24,10	55,90	62,60	47,50	38,30	82,00	87,30
Net direct investment	11,30	13,90	12,00	24,90	26,10	39,30	50,70
Net portfolio investment	14,70	30,30	61,10	60,80	1,70	40,00	39,70
Other net investment	– 2	11,70	– 10,6	– 38,2	10,60	2,70	– 3,1
Net official flows	2,70	– 1,7	0,60	– 4,1	20,60	– 13,7	– 7,8
Change in reserves	– 17,4	– 22,6	– 21,3	4,20	– 25,5	– 28,3	– 14,6
Current account	– 16,9	– 34,5	– 45,7	– 50,9	– 35,9	– 38,9	– 65,1
Countries in transition							
Net private capital	– 11,7	3,50	19,60	18,50	42,90	15,10	25,70
Net direct investment	2,40	4,20	6,00	5,40	13,40	13,50	18,50
Net portfolio investment	–	0,10	8,80	21,00	17,80	24,40	19,00
Other net investment	– 14,1	– 0,7	4,80	– 8	11,70	– 22,8	– 11,9
Net official flows	11,10	4,50	0,90	– 12,2	– 8,5	– 0,2	9,30
Change in reserves	13	– 5,6	– 12,8	– 8,7	– 35,8	– 1	– 5,3
Current account	4,80	– 1,7	– 6,3	3,90	– 2,4	– 16,2	– 29,3

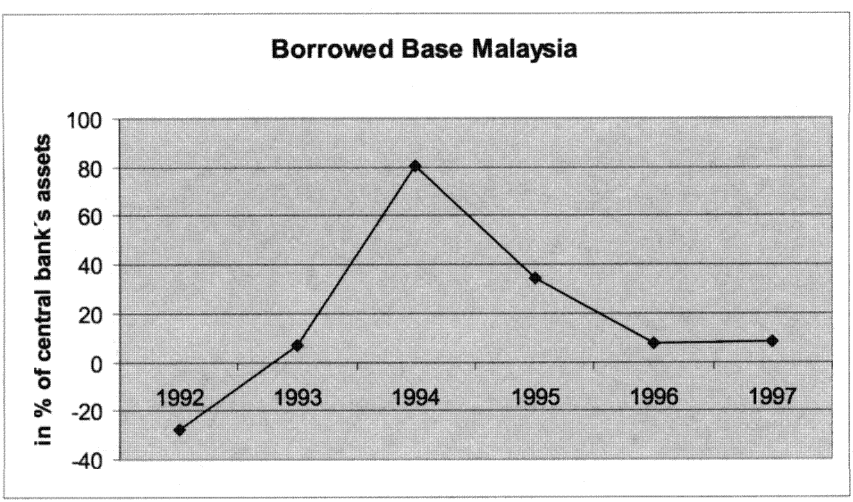
Source: World Economic Outlook, *IMF*, May 1999.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Graphik 1



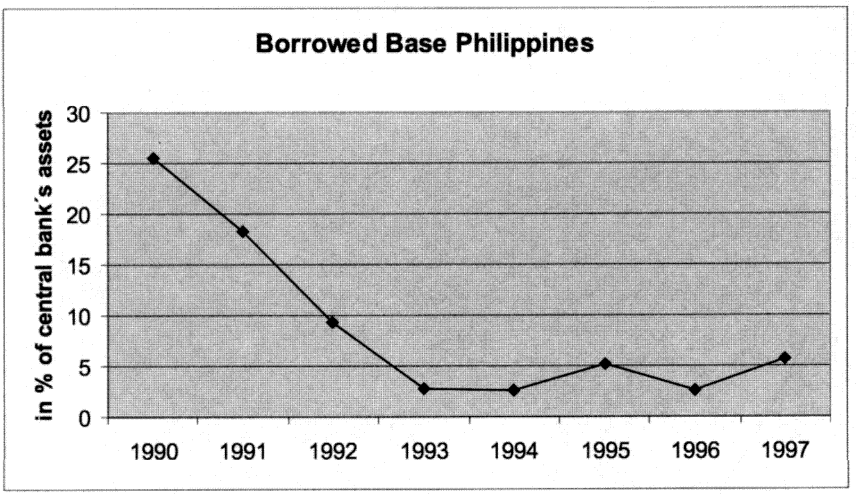
Graphik 2[13]



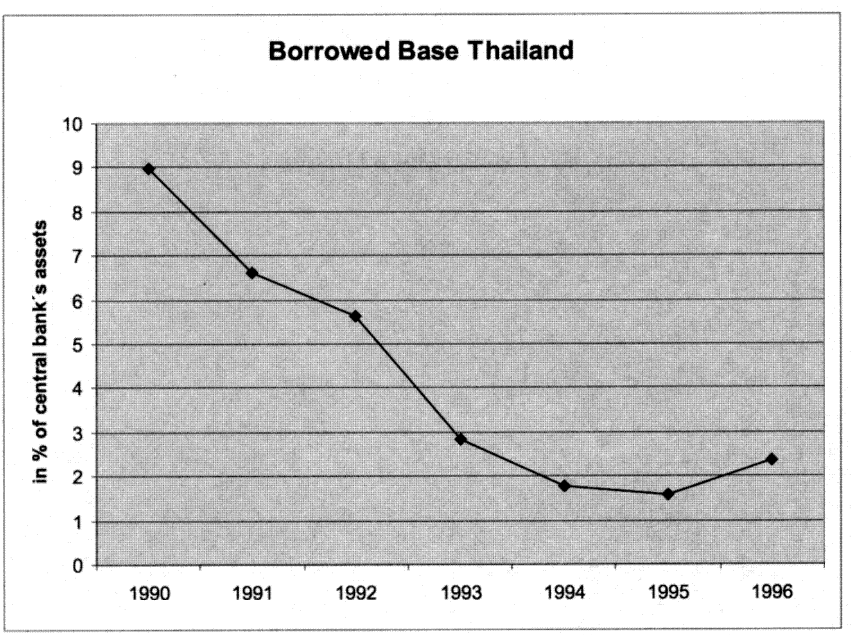
[13] Vor 1993 befand sich die malayische Zentralbank in einer Nettoschuldnerposition gegenüber dem Geschäftsbankensektor, was einer negativen borrowed base entspricht.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Graphik 3

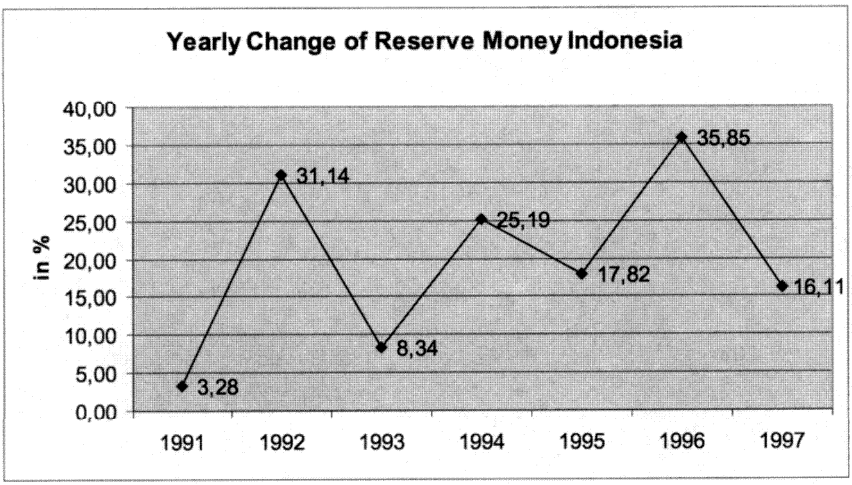


Graphik 4

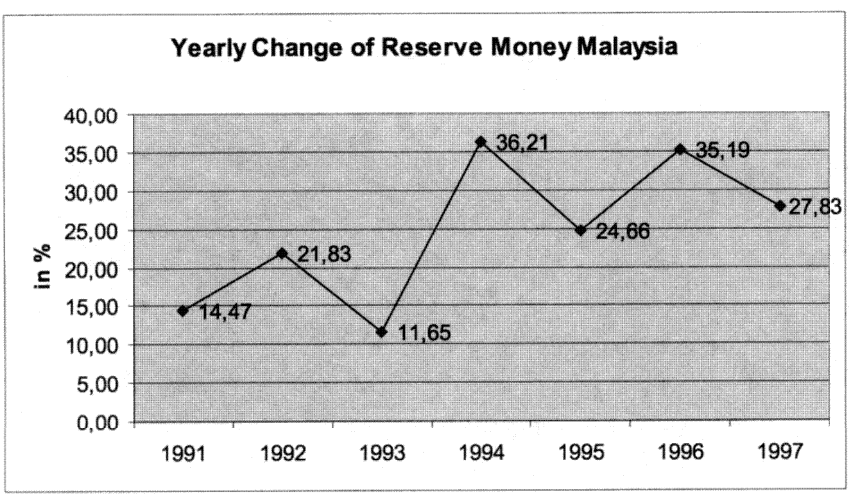


DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Graphik 5

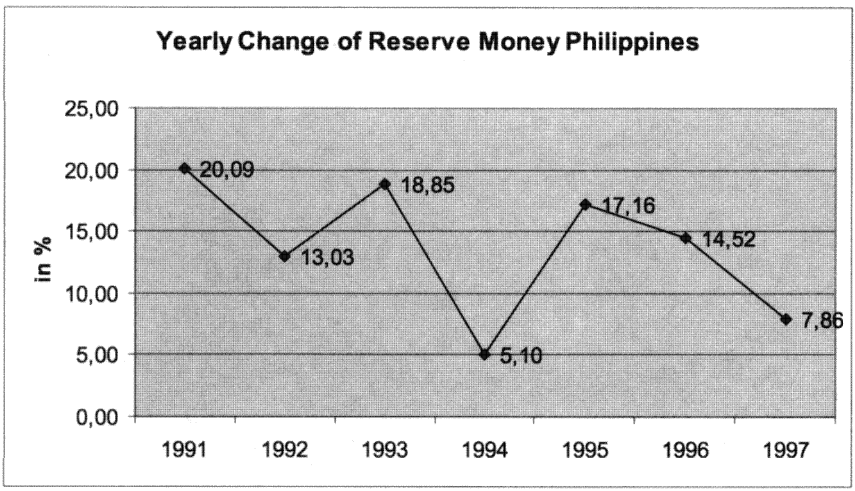


Graphik 6

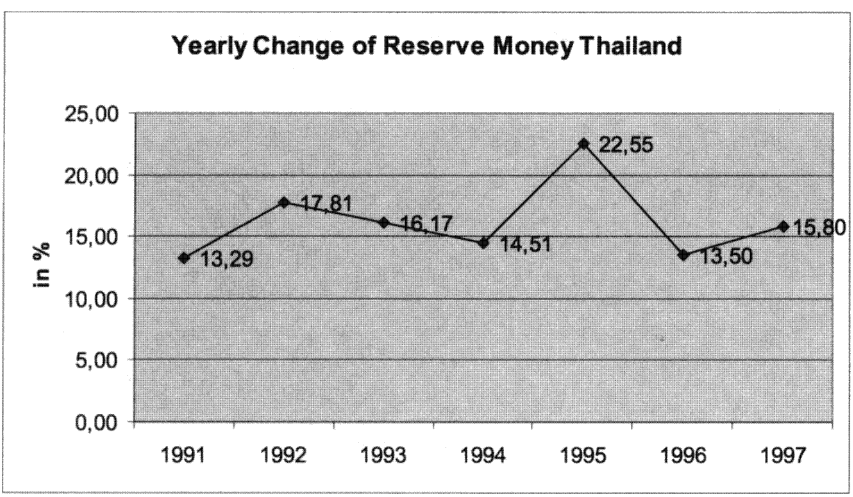


DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Graphik 7

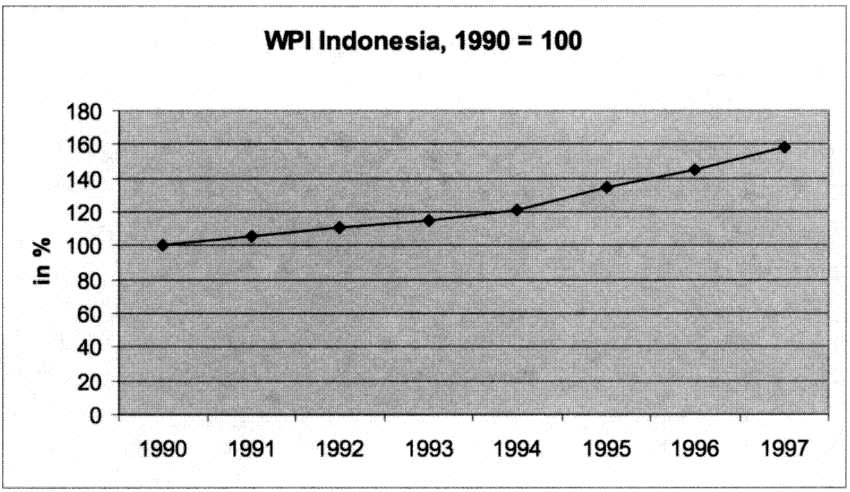


Graphik 8

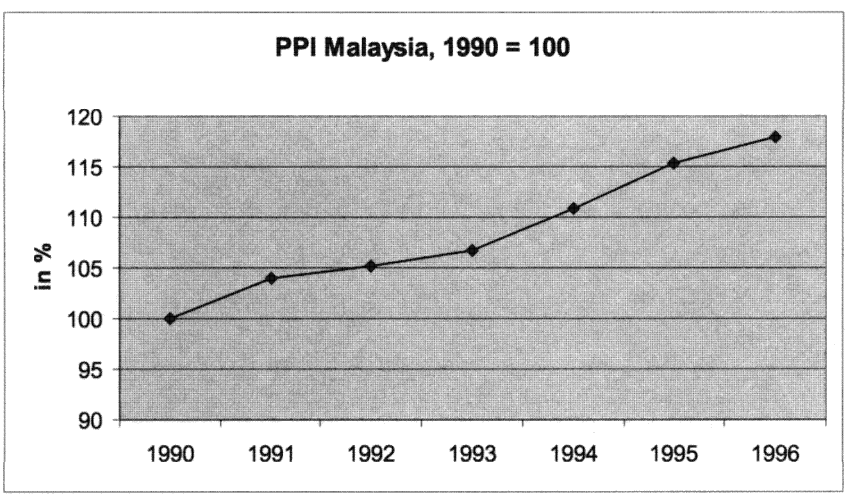


DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Graphik 9



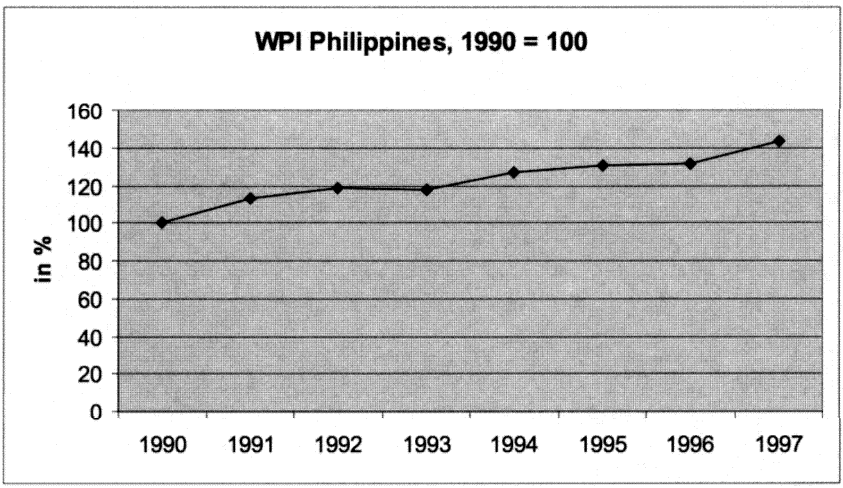
Graphik 10[14]



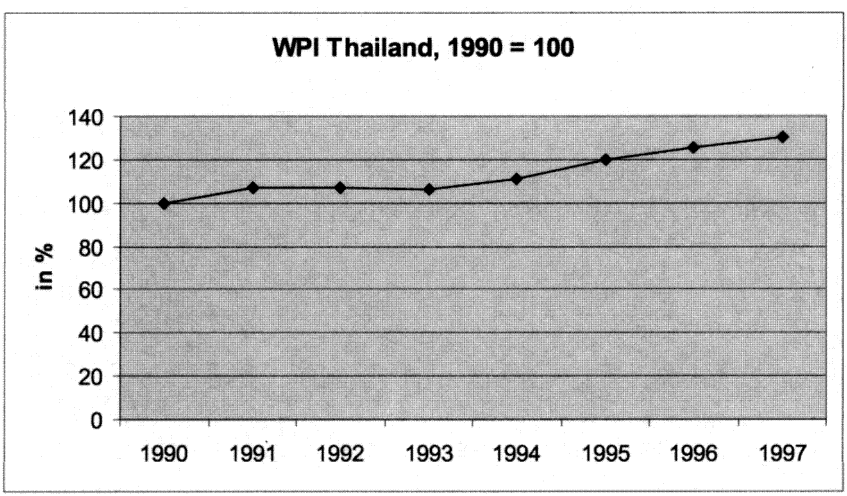
[14] Für Malaysia lag nur der Producer Price Index vor.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Graphik 11

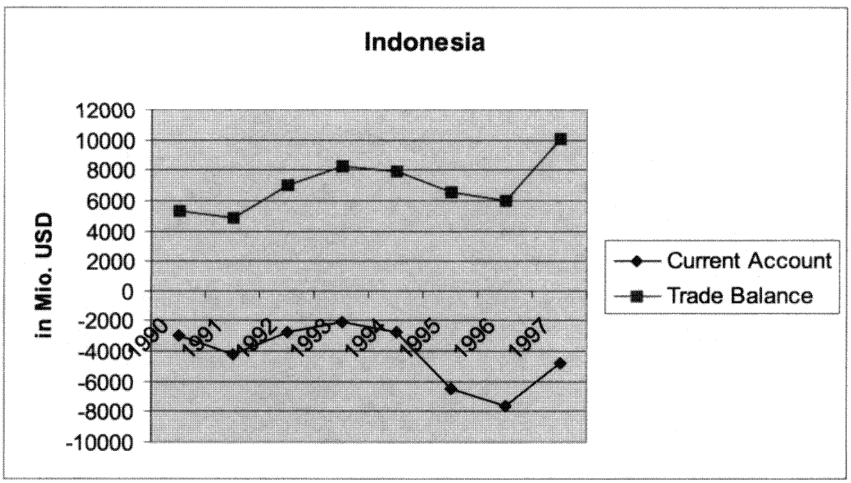


Graphik 12

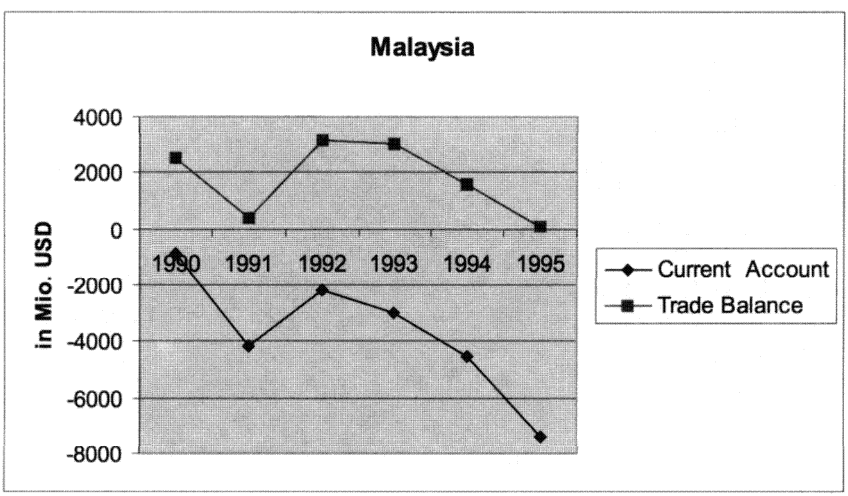


DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Graphik 13

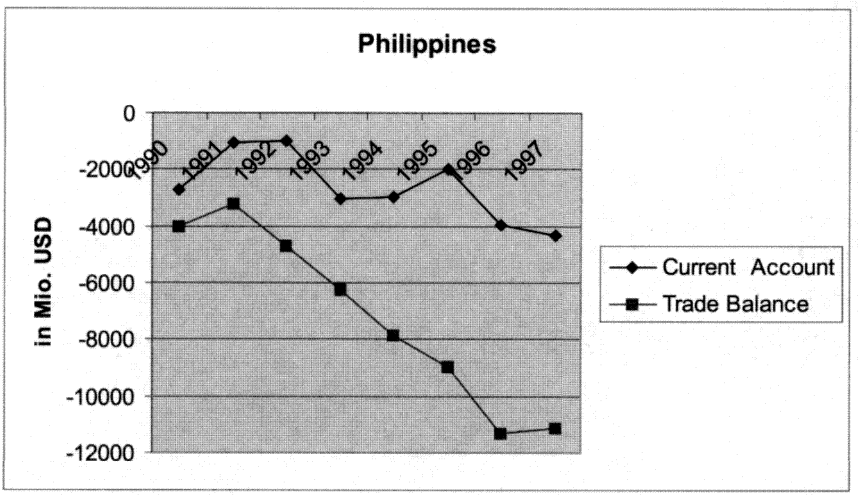


Graphik 14

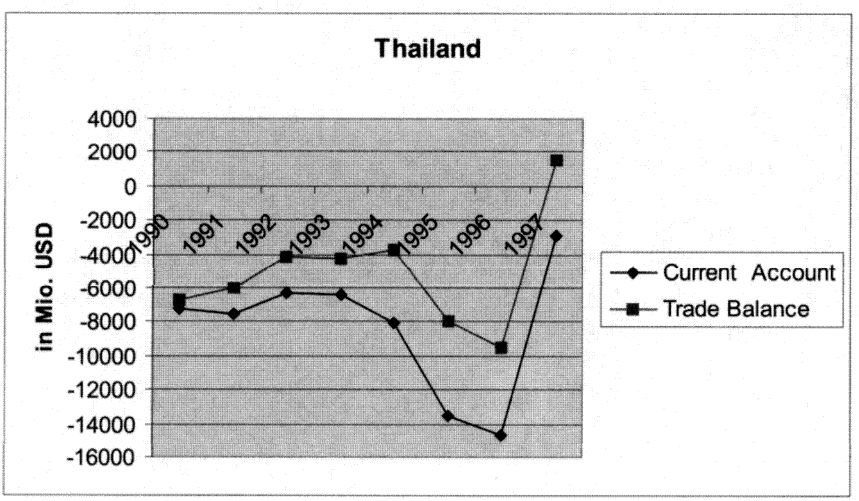


DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Graphik 15



Graphik 16



Graphiken 1 – 16: (*Quelle:* IFS, *IMF,* mehrere Jahrgänge).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bankenaufsicht und Asienkrise

Von *Eva Terberger-Stoy,* Heidelberg

A. Die Asienkrise – Anlaß zum Nachdenken (auch) über die Bankenaufsicht

Etwa zwei Jahre sind seit dem 2. Juli 1997, dem Tag des offenen Ausbruchs der Asienkrise, vergangen. An diesem Tag konnte die thailändische Notenbank der Spekulation gegen die heimische Währung nicht mehr standhalten und gab den festen Wechselkurs des thailändischen Baht gegen den Dollar auf. In wenigen Wochen griff die Krise auf Malaysia, Indonesien, die Philippinen und schließlich auf Südkorea über. Auch diese Länder sahen sich durch die Entwicklung auf den Devisenmärkten gezwungen, ihre Währungen vom Dollar abzukoppeln. Die Kredite auf Dollarbasis, die von international operierenden Firmen und vor allem von den Banken dieser Länder als vermeintlich „billiges" Kapital aufgenommen worden waren, wandelten sich quasi über Nacht zu einer schweren finanziellen Last. Doch nicht nur die Wechselkurse, sondern auch die Immobilienpreise und Aktienkurse brachen ein. Hinzu kam ein massiver Abzug von kurzfristigem ausländischen Kapital, das zuvor in Strömen in die Emerging Markets dieser Länder geflossen war. Das Vertrauen in die Wirtschaft und insbesondere die Finanzsysteme dieser Länder war erschüttert; zahlreiche Finanzinstitutionen brachen zusammen.

Auch heute, zwei Jahre nach dem Ausbruch der Krise, kann diese noch nicht als bewältigt gelten. Der Titel eines jüngst im TIME Magazine erschienenen Artikels von Paul Krugman bringt dies mit „Recovery? Don't Bet on It." (*Krugman* 1999) treffend zum Ausdruck. Die Situation hat sich zwar deutlich beruhigt. Insbesondere hat sich die immer wieder geäußerte „schlimmste" Befürchtung, die Krise könne auch Japan und China mit in ihren Strudel ziehen, bisher nicht bewahrheitet. Dennoch, die Wirtschaft der betroffenen Länder erholt sich langsamer als zunächst erwartet, und Schlagzeilen wie diejenigen um den konkursbedrohten koreanischen Daewoo-Konzern legen deutliches Zeichen von anhaltenden Nachwehen der Krise ab.

Nicht nur die wirtschaftliche Realität in der Region belegt, daß die Krise nachwirkt, sondern auch die anhaltende Diskussion in Politik und Wissenschaft. Die Flut der Veröffentlichungen, die sich mit den Ursachen, Folgen und Maßnahmen zur Bewältigung der Asienkrise auseinandersetzt, will nicht verebben. Ein ernsthaftes Nachdenken über weitreichende politische Konsequenzen hat eingesetzt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Der Umbau der internationalen Finanzarchitektur wird gefordert. Was sind die Gründe für diese nachhaltige Reaktion und Reflexion?

Ein wesentlicher Grund liegt vermutlich in der Überraschung (vgl. auch *Radelet/Sachs* 1999, S. 18), mit der die Asienkrise nicht nur die breite Öffentlichkeit, sondern auch Experten der Wirtschafts- und Finanzwelt traf, zumal die Krise gerade in der Region ausbrach, die über Jahre als das Musterbeispiel erfolgreicher wirtschaftlicher Entwicklung galt. Im Nachhinein wurden zwar zahlreiche Vorboten der Krise ausgemacht. Erwähnt sei die Exportschwäche der koreanischen Wirtschaft und der Zusammenbruch der hochverschuldeten koreanischen Mischkonzerne Hanbo Iron and Steel und Sammi Steel oder die Skandale um faule Immobilienkredite in Thailand. Auch nahm der IWF für sich in Anspruch, die thailändische Regierung frühzeitig in vertraulichen Gesprächen auf die besorgniserregende wirtschaftliche Entwicklung des Landes hingewiesen zu haben. Die Öffentlichkeit habe nicht von dem Inhalt dieser Gespräche informiert werden können, weil dies das Vertrauensverhältnis zwischen nationalen Regierungen und dem IWF zerstört und damit die zukünftige Arbeit des Fonds belastet hätte. Doch diese Gespräche sind kein Beleg dafür, daß der IWF das Ausmaß der bevorstehenden Krise im asiatischen Raum tatsächlich vorhersah; und verhindern konnte er sie, wie die vergangene Entwicklung zeigt, mit Sicherheit nicht. Insofern, auch wenn es Frühwarnsignale gegeben hat, so wurden sie entweder nicht als solche erkannt, oder aber es fehlte an geeigneten Mitteln, um den Ausbruch der Krise abzuwenden. Vermutlich gilt beides.

Die Welt wurde von der Asienkrise überrascht, obwohl seit den letzten schweren Finanzkrisen wie etwa in Mexiko erst wenige Jahre vergangen waren, und dies machte erneut Unwissenheit und Hilflosigkeit bewußt. Unwissenheit bezüglich der Früherkennung von Finanzkrisen, denn die Asienkrise schien mit dem Muster früherer Währungs- und Finanzkrisen wenig gemein zu haben. Unwissenheit aber auch bezüglich der Krisenprävention und nicht zuletzt bezüglich ihrer Bewältigung, denn auch die Politik zur Gesundung, die der zur Hilfe gerufene IWF den betroffenenen Ländern zunächst verschrieb, war alles andere als unumstritten (vgl. *Corsetti/Pesenti/Roubini* 1998b, S. 15–21). Unwissenheit offenbarte sich vielleicht sogar hinsichtlich der grundsätzlichen Funktionsweise von Wirtschaftssystemen. Wie ließe es sich sonst begreifen, daß das „asiatische Modell" als Motor des Wirtschaftswunders in Fernost und entwicklungspolitisches Vorbild gepriesen wurde, um das diesem Modell eigene besondere staatliche Engagement wenig später als „crony capitalism"[1] zu disqualifizieren, bei dem politisch motivierte Kreditvergabe die Fehlallokation von Kapital herbeiführt?

Die Bestrebungen, Unwissenheit abzubauen und aus den Ereignissen der Asienkrise zu lernen, halten an. Viele der grundsätzlichen Fragen, die die Krise aufgeworfen hat, sind noch immer offen. War die Asienkrise die Folge von Überinvesti-

[1] *Paul Krugman,* der diese Position vertritt, hat allerdings schon 1994 auf „the myth of Asia's miracle" hingewiesen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tionen und fundamentalen Schwächen der Wirtschaft (*Krugman* 1998) oder das Ergebnis einer finanziellen Panik (*Radelet/Sachs* 1998)? War die Liberalisierung der Kapitalmärkte eine wichtige Voraussetzung für die wirtschaftliche Entwicklung dieser Länder, oder wären Kapitalverkehrskontrollen förderlicher gewesen, die den schnellen Abfluß von Kapital verhindert hätten (*Corsetti/Pesenti/Roubini* 1998b, S. 21–26)? Sollte zukünftig eine stärkere Einbindung privater Gläubiger in die Krisenbewältigung erfolgen, um Moral Hazard zu Lasten des IWF und Fehlanreizen durch staatliche Garantien vorzubeugen, oder wirkt sich dies schädlich auf die Möglichkeiten der Finanzierung von Entwicklungs- und Schwellenländern auf internationalen Kapitalmärkten aus? (*Nunnenkamp* 1999) Dies sind nur einige der Fragen, über die nachgedacht und kontrovers diskutiert wird.

Einer der wenigen Punkte jedoch, über die relative Einigkeit zu bestehen scheint, ist, daß die mangelnde Aufsicht über das Finanzsystem und insbesondere das Bankensystem eines der gemeinsamen Merkmale der Krisenländer war, das maßgeblich zum Ausbruch und zum Ausmaß der Krise[2] beigetragen hat. Auch wenn das Tempo kritisiert wurde, mit dem der IWF auf die Schließung bankrotter Banken und eine Sanierung der Bankensysteme drängte (*Corsetti* et al. 1998b, S. 16–20), wird das Ziel der Einführung von „prudent regulation", wie sie in den Bankensystemen nahezu aller Industrieländer sowie zahlreicher Schwellen- und Entwicklungsländer gilt, einhellig befürwortet und in allen Krisenländern politisch in Angriff genommen.

Die Sinnhaftigkeit einer Aufsicht über das Bankensystem soll hier keineswegs bezweifelt werden. Dennoch gibt m.E. die Asienkrise Anlaß, grundsätzlicher über die Architektur und Wirksamkeit internationaler bankaufsichtsrechtlicher Standards nachzudenken, und zwar aus mindestens zwei Gründen:

- Zum einen war es spätestens seit dem fehlgeschlagenen Versuch einer radikalen Liberalisierung der Finanzmärkte in den südlichen Ländern von Lateinamerika zu Beginn der achtziger Jahre „common knowledge", daß eine vorsichtige Liberalisierung, die auf den Aufbau funktionsfähiger Institutionen zur Beaufsichtigung des Finanzmarktes achtet, für eine stabile Entwicklung liberalisierter Finanzmärkte entscheidend ist (*World Bank* 1989, *Diaz-Alejandro* 1985). Es war weitgehend bekannt, daß die Länder der Asienkrise über solche Institutionen nicht verfügten, und dennoch haben internationale Investoren ihr Kapital unbedenklich in diese Region fließen lassen.
- Zum zweiten blieben Japan und China, die beiden großen Nachbarländer, um die während der Krise gebangt wurde, bisher von einem Zusammenbruch verschont, obwohl sich ihr Bankensystem in einem kaum besseren Zustand befindet als die Bankensysteme der befallenen Länder. Das schwache Bankensystem kann folglich nicht der entscheidende Faktor für den Ausbruch der Krise gewe-

[2] Eine gewisse Ausnahme bilden hier *Radelet/Sachs* (1999), S. 5: „Thus, weak financial systems provide part of the story in Asia, but do not fully explain the Asian crisis ...".

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sen sein. Hinzu kommt, daß sich diese beiden Nachbarländer in bezug auf die vorhandenen bankaufsichtsrechtlichen Institutionen grundsätzlich unterscheiden. Während sich im Transformationsland China der Aufbau solcher Institutionen erst in rudimentären Anfängen befindet, wurde in der Industrienation Japan eine Bankenaufsicht nach internationalen Standards bereits im Jahr 1988 gesetzlich verankert. Es war also auch nicht die Bankenaufsicht, die diesen Ländern Schutz vor der Asienkrise bot.

Ein Blick nicht nur auf die Krisenländer, sondern auch auf diese Nachbarstaaten soll helfen, die Verunsicherung, die die Asienkrise auch über die Wirksamkeit der Bankenaufsicht auslösen sollte, besser zu verstehen.

B. (Fehlende) Bankenaufsicht und das Vertrauen der Einleger

I. Bankenaufsicht: Der Basle Accord und seine ökonomische Begründung

Der internationale bankaufsichtsrechtliche Standard wird durch die Empfehlungen des „Basle Committee on Banking Supervision" bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) kodifiziert. Das Herzstück dieser Empfehlungen ist der sogenannte Basle Accord von 1988, der von Banken eine angemessene Unterlegung ihrer Risiken mit Eigenmitteln fordert. Als angemessen werden die Eigenmittel dann angesehen, wenn sie 8 % der Summe der gewichteten Risikoaktiva nicht unterschreiten, wobei als Gewichtung standardisierte Faktoren dienen, die die Risikoklasse der jeweiligen Aktiva repräsentieren sollen. Seit 1988 wurde der Basle Accord mehrfach ergänzt, um der Komplexität des Bankgeschäfts besser gerecht zu werden und insbesondere, um neben Adressenausfallrisiken auch Marktrisiken zu erfassen. Dennoch kann das Credo, das sich in der capital adequacy rule von 1988 widerspiegelt, bis heute als unverändert angesehen werden: „The primary cushion against losses and a driving force promoting better governance is bank capital." (*Hawkins/Turner* 1999, S. 84)

Dieses Zitat aus dem jüngsten Policy Paper der BIZ faßt die ökonomische Rationalität, die hinter der Eigenkapitalnorm steht, treffend zusammen. Bankenaufsicht dient dem Ziel, die Funktionsfähigkeit des Bankensystems zu sichern. Damit Banken ihre Aufgaben als Finanzintermediär erfüllen können, sind sie auf das Vertrauen der Einleger angewiesen. Sparer, so die Vorstellung, stellen ihr Kapital nur dann dem Bankensystem zur Transformation in betragsmäßig größere, längerfristige und riskantere Kredite zur Verfügung, wenn sie sich darauf verlassen können, daß ihr Geld solide angelegt ist. Müßte jeder Einleger sich eigenhändig über das Risiko der Geschäftspolitik „seiner" Bank informieren, würde dies prohibitiv hohe Informationskosten verursachen. Insofern machen vertrauensbildende Institutionen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Sinn, die den Einlegern die Überwachung der Banken abnehmen. Zu diesen vertrauensbildenden Institutionen zählt ein System der Einlagensicherung. Da dieses jedoch, wie jede andere Versicherung, Anreize zu riskantem Verhalten der einzelnen Bank auf Kosten der Versichertengemeinschaft setzen könnte, reicht eine Einlagensicherung allein nicht aus. Sie muß durch eine (staatliche) Beaufsichtigung der Banken ergänzt werden, die darauf achtet, daß Banken keine exzessiven Risiken zu Lasten der Einleger bzw. der Einlagensicherung eingehen, sondern ihre Aufgabe als „delegated monitor" (*Diamond* 1984), der die Endkreditnehmer überwacht, adäquat wahrnehmen (*Dewatripont/Tirole* 1994, S. 13–59; *Hartmann-Wendels/Pfingsten/Weber* 1998, S. 349–432).

Der Ansatz zur Beaufsichtigung von Banken, der mit dem Kernstück der Baseler Empfehlungen, der Eigenkapitalnorm, verfolgt wird, ist ein indirekter: Statt bestimmte Risiken zu verbieten, wird ein Eigenkapital gefordert, das den eingegangenen Risiken angemessen ist. Da Verluste zunächst die Position der Eigenkapitalgeber treffen, erfüllt Eigenkapital die Funktion eines „cushion against losses", eines Risikopuffers. Die Einlagen einer Bank sind solange sicher, solange das potentielle Verlustrisiko nicht größer ist als das Eigenkapital. Solange Risiken allein durch die Eigenkapitalgeber getragen werden, partizipieren sie gleichermaßen an den Erfolgen und Mißerfolgen ihrer Bank. Deshalb ist „good governance" im Eigeninteresse der Bankeigentümer. Sie werden das Bankmanagement adäquat kontrollieren. Wird die angemessene Höhe des Eigenkapitals allerdings unterschritten, so tragen die Gläubiger der Bank potentielle Risiken mit, ohne an potentiellen Chancen gleichermaßen teilzuhaben. Als Mechanismus dem Insolvenzauslöser Überschuldung vergleichbar, nur früher ansetzend, bringt die Unterschreitung der angemessenen Eigenkapitalgrenze eine Warnglocke zum Läuten: Es ist Zeit für die Bankenaufsicht, das geschäftspolitische Geschehen der Bank schärfer zu überwachen und gegebenenfalls einzuschreiten, um für die Sicherheit der Einlagen und damit für den Erhalt des Vertrauens in das Bankensystem zu sorgen.

Zwar kann es die Formel des Basle Accord sicherlich nicht leisten, das „wahre" potentielle Risiko einer Bank zu messen, um entsprechend die „wahrhaft" angemessenen Eigenmittel festzulegen. Die praktische Umsetzbarkeit der Norm verlangt nach Standardisierung in der Messung von Risiken, Standardisierung in der Messung von Eigenmitteln und nach Pragmatismus in der Festlegung des Maßstabs für Angemessenheit. Dennoch entbehrt die ökonomische Begründung, die hinter dem Ansatz steht, zunächst nicht der Überzeugungskraft.

Folgt man ihr, so ist es verständlich, daß an der Grundkonzeption des Basle Accord festgehalten wird (vgl. etwa *Meister* 1998) und sich die Bemühungen zur Verbesserung sowohl in den Jahren vor wie auch in den Jahren nach der Asienkrise darauf konzentrieren, die Messung von Risiken und die Messung von Eigenkapital zu verbessern oder aber den Prozentsatz der Unterlegung mit Eigenmitteln situationsgerechter zu gestalten, indem etwa für Emerging Markets ein höherer Prozent-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

satz als 8% empfohlen wird. Sowohl die Ergänzung des Basle Accord, die eine Quantifizierung von Marktrisiken durch bankeigene Value at Risk-Modelle erlaubt, läßt sich als eine Bestrebung einordnen, sich der Messung des „wahren" Risikos anzunähern, wie auch die jüngst angekündigten – nicht zuletzt durch die Asienkrise initiierten – Neuerungen. Letztere fordern höhere Risikogewichtungsfaktoren im Gewerbeimmobilienkreditgeschäft, um einem zu hohen Engagement der Banken in diesem Sektor entgegenzuwirken, und vor allem sollen die standardisierten Risikogewichtungsfaktoren zur Erfassung von Adressenausfallrisiken ersetzt werden durch solche, die von dem externen Rating des Kreditnehmers abhängen, sei es ein Land, eine Bank oder ein Unternehmen. Informationen, die am Markt über die Bonität eines Kreditnehmers vorhanden sind, werden so für die Risikomessung nutzbar gemacht. In vergleichbarer Weise läßt sich die – ebenfalls im Zuge der Asienkrise immer wieder erhobene – Forderung nach strengen und transparenten Rechnungslegungsnormen begründen, denn ohne sie ist eine bilanzielle Messung von Eigenkapital zum Scheitern verurteilt.

Doch wenn die Bankenaufsicht für die Funktionsfähigkeit von Bankensystemen so wichtig ist, und wenn die Grundkonzeption des Basle Accord so überzeugend ist, daß auch nach der Asienkrise lediglich Nachbesserungen im Detail vonnöten scheinen, warum hat diese vertrauensbildende Institution dann in den Ländern der Asienkrise weitgehend gefehlt?

II. „Prudential Regulation" – in den Krisenländern vernachlässigt

Wie für Finanzsysteme von Emerging Markets typisch, spielen auch in den durch die Asienkrise getroffenen Ländern Banken die dominierende Rolle bei der Finanzierung der Wirtschaft, während die direkte Finanzierung über die Ausgabe von Wertpapieren noch vergleichsweise wenig entwickelt ist (*IMF,* 1998b, S. 89, 93, 94). Die Banken der betroffenen Länder befanden sich vor Ausbruch der Krise, wie wiederum für Länder mit einem liberalisierten Kapitalmarkt typisch, überwiegend in Privatbesitz. Indonesien mit einem Anteil der staatlichen Banken an den gesamten Bankaktiva von knapp unter 50% wies den bei weitem höchsten staatlichen Anteil auf (*Hawkins/Turner* 1999, table 21, S. 79).

Trotz (oder gerade wegen?) eines liberalisierten Finanzmarktes waren die vertrauenssichernden Institutionen vergleichsweise unterentwickelt. Ein System der Einlagenversicherung war in all diesen Ländern nicht vorhanden. Existent war zwar jeweils eine mit der Bankenaufsicht betraute Institution. Faktisch waren diese Institutionen jedoch kaum zur Überwachung des – nicht zuletzt durch ausländische Kapitalzuflüsse – rasch expandierenden Bankensystems in der Lage. Normen, wie diejenige des Basle Accord, auf deren Einhaltung die Bankenaufsicht hätte drängen können, waren nicht vorhanden. Eine Ausnahme bildete lediglich Indonesien, das zumindest auf dem Papier die Regel der 8%-igen Unterlegung mit Eigenmitteln kannte. Gegen Banken, die gegen diese Regel verstießen, wurde jedoch nicht

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

vorgegangen (*Corsetti/Pesenti/Roubini* 1998a, S. 40). Strenge Rechnungslegungsnormen, die eine objektivierte Ermittlung des haftenden Eigenkapitals erlaubt hätten, gab es in all diesen Ländern ebenfalls nicht. Insbesondere die Abschreibung notleidender Kredite wurde ausgesprochen großzügig gehandhabt; nennenswerte Wertberichtigungen wurden erst vorgenommen, wenn ein Kredit mehr als sechs Monate nicht bedient worden war; und umgeschuldete Darlehen wurden überhaupt nicht erfaßt (*IMF Staff Team* 1998, Annex III, insb. Table 35). Zuverlässige Daten darüber, wie stark das Eigenkapital als Verlustpuffer der Banken bereits vor dem offenen Ausbruch der Krise in Mitleidenschaft gezogen war, sind deshalb schwerlich zu erhalten.

Mit Sicherheit wurde jedoch das Eigenkapital der meisten Banken im Zuge der Asienkrise mehr als aufgezehrt. In Thailand etwa wird der Prozentsatz der notleidenden Kredite heute auf 50 % des gesamten Kredit-Portfolios geschätzt, die Kosten der Sanierung des Bankensystems werden vom IWF auf etwa 43 Mrd. US$ beziffert, das entspricht ca. 32 % des Bruttoinlandsprodukts. Für Indonesien sind die Schätzungen teilweise noch weit höher (vgl. *Hawkins* 1999, S. 200). In Korea liegen die geschätzten Kosten für die Sanierung des Bankensystems mit 60 Mrd. US$ am höchsten, doch dies entspricht „lediglich" 17,5 % des Bruttoinlandsprodukts. Es sei dahingestellt, inwieweit die Hauptursache der Asienkrise in einer Überreaktion der Finanzmärkte lag, so daß der Berg von notleidenden Krediten erst durch die Währungsabwertung und einen panikartigen Abfluß des kurzfristigen ausländischen Kapitals anwuchs, oder aber inwieweit die Verluste ursächlich auf eine riskante Kreditvergabepolitik in einem durch spekulative Blasen, „crony capitalism" oder Korruption geprägten Umfeld zurückzuführen sind. Beide Varianten der „Geschichte" der Asienkrisen, die sich zudem gegenseitig ergänzen könnten, führen bezüglich der potentiellen Risiken zu dem gleichen Ergebnis: Die Verlustrisiken waren weit größer als das „cushion against losses", das in den Krisenländern in Form von Bankeigenkapital vorhanden war.

Dennoch: Bis zum Ausbruch der Krise wurde den Banken der Krisenländer von ihren Einlegern vertraut, obwohl nicht einmal sichergestellt war, daß sie über den nach internationalen Standards minimalen Puffer gegen Verluste verfügten. Dies gilt nicht nur für die inländischen Kleinsparer, sondern gleichermaßen für große ausländische institutionelle Investoren, die sicherlich nicht zum Typ des uninformierten Kleinanlegers gehören.

Für dieses Anlageverhalten von ausländischen Investoren, das vermutlich die Blasenbildung in den Vermögenspreisen und die Finanzierung von Fehlinvestitionen noch anheizte, verbleibt nur eine Erklärung: Sie hielten ihre Einlagen trotz des Fehlens solvenzsichernder Institutionen für hinreichend sicher. Zum einen gewährte ihnen die Kurzfristigkeit, mit der sie ihr Kapital zur Verfügung stellten, einen gewissen Schutz, denn bei Zugang von neuen Informationen konnten sie, wie sich zeigte, ihr Kapital schnell abziehen. Zum anderen, und dies ist vielleicht noch wichtiger, konnten sie ihre Einlagen für sicher halten, weil sie – unabhängig

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

von der Solidität der betriebenen Kreditpolitik – auf eine implizite Garantie des jeweiligen Staates für die Einlagen bauten.

Tatsächlich hat sich im Zuge der Asienkrise erneut bestätigt, daß ein Staat, der um den Zusammenbruch des Finanzsystems fürchtet und diesen in letzter Minute abzuwenden sucht, die Garantie für die Einlagen übernimmt. Die Bestätigung erfolgte gleich in mehrfacher Hinsicht. Zum einen sprachen die Regierungen aller Krisenländer eine solche Garantie aus, zum anderen scheiterte der Versuch Indonesiens, es nicht zu tun. In Indonesien wurden zunächst im November 1997 auf Drängen des IWF sechszehn bankrotte Banken geschlossen, und gleichzeitig wurde bekannt gegeben, daß für größere Einlagen keine Garantie übernommen würde. Als daraufhin ein massiver Run auf die privaten indonesischen Banken – und massive Kritik an dem rigorosen Vorgehen des IWF zur Sanierung des Bankensystems – einsetzte, wurde die Politik revidiert. Eine generelle Garantie für die Einlagen wurde ausgesprochen, und die Vorgehensweise zur Sanierung des Bankensektors wurde nicht nur in Indonesien, sondern auch in allen anderen Krisenländern wesentlich behutsamer gehandhabt. (*Radelet/Sachs* 1999, S. 15, 16)

Inzwischen haben alle Krisenländer Eigenkapitalnormen eingeführt, die den Basler Empfehlungen nachkommen, und der Aufbau von Einlagensicherungssystemen wurde ebenfalls in Angriff genommen. Alle Krisenländer bekennen sich zu dem Ziel von mehr Transparenz in der Rechnungslegung; die Abschreibungsvorschriften für notleidende Kredite wurden verschärft und internationalen Standards angeglichen. Auf die Schließung von Banken wurde jedoch weitgehend verzichtet, auch wenn sie den neuen Eigenkapitalstandard nicht erfüllen konnten. Stattdessen gelten Übergangsvorschriften, es wird auf eine Verbesserung des Bankmanagements, auf die Fusion mit gesünderen Instituten, teilweise auf die Übernahme durch ausländische Banken und auf die Ausgliederung von faulen Krediten in staatliche Auffanginstitutionen (Asset Management Companies) zur Bereinigung der Bankbilanzen gesetzt (*Hawkins/Turner* 1999, *Kim* 1999, *Hawkins* 1999). Auch für die Neugewinnung des Vertrauens in den Bankensektor scheinen damit die typischen vertrauensbildenden Institutionen nicht entscheidend zu sein, auch wenn ihr kontinuierlicher Auf- und Ausbau in allen Krisenländern vorangetrieben wird.

Ist es vor diesem Hintergrund wirklich ausreichend, daß sich die internationalen Bemühungen zur Verbesserung der Bankenaufsicht im jüngsten „Guide to Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System" in puncto Verbesserung der Qualität der Bankenaufsicht auf folgende „specific proposals" beschränken? „Address the gaps in existing standards on banking supervision. Help countries achieve compliance with the Basle Committee's Core Principles for Effective Bank Supervision. Review the 1988 Basle Accord." (*IMF* 1999, S. 4/5)

Die Lehren, die bisher für den Basle Accord aus der Asienkrise gezogen wurden, bestätigen den Tenor der obigen Aussage. An der Grundkonzeption wird festgehalten, die Details werden überdacht: Die Asienkrise hat gezeigt, daß das Geschäft mit Gewerbeimmobilienkrediten viel riskanter ist, als daß ein Risikogewich-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tungsfaktor von 50% angemessen wäre; insofern ist dieser Faktor zu erhöhen. Die standardisierten Risikofaktoren erlauben es nicht, die Informationen des Marktes über die individuelle Bonität eines Kreditnehmers zu verarbeiten; insofern sollten externe Ratings, wenn vorhanden, die Basis für die Risikogewichtung bilden. Doch laufen diese Versuche zur Annäherung an das „wahre" Risiko nicht an dem eigentlichen Problem vorbei, nämlich daß die implizite Garantie des Staates viel entscheidender für die Funktionsfähigkeit des Bankensystems zu sein scheint als die bankaufsichtsrechtlichen Institutionen? Und wenn es letztlich der Staat ist, der gezwungenermaßen für die Risiken im Bankensystem haften muß, warum fehlte es ihm dann an Interesse, diese Risiken frühzeitig zu begrenzen?

Dies sind Fragen, die um so berechtigter erscheinen, wenn man die von der Asienkrise weniger hart getroffenen Nachbarländer Japan und China betrachtet.

C. Ein Blick in die Nachbarländer Japan und China – Was bot Schutz vor der Asienkrise?

I. Japan – Schutz durch Bankenaufsicht oder Schutz durch implizite staatliche Garantien?

Die These, daß der Schutz der Einleger durch staatliche Garantien weit wichtiger ist für die Funktionsfähigkeit eines Bankensystems als die Bankenaufsicht, bestätigt sich, wenn man den Blick nach Japan wendet.

Zwar verfügt Japan seit Ende der achtziger Jahre über bankaufsichtsrechtliche Normen, die dem internationalen Standard des Basle Accord von 1988 entsprechen; doch dies scheint weniger auf die Besorgnis um die Funktionsfähigkeit des Bankensystems als auf politische Hintergründe zurückzuführen zu sein (vgl. *Bonn* 1997, S. 222). Die internationale Gemeinschaft zeigte sich in den achtziger Jahren besorgt über die starke Expansion des japanischen Finanzsektors, die sie nicht zuletzt auf Wettbewerbsvorteile wegen weicher bankaufsichtsrechtlicher Regelungen zurückführte. „It is common knowledge that the agreement on new capital adequacy regulations at the Bank of International Settlement in 1988 was designed primarily to hold down the expansion of Japanese banks." (*Fingleton* 1991).

Noch in demselben Jahr wurden die Baseler Empfehlungen in japanisches Recht umgesetzt. Die international operierenden Banken mußten bis zum Jahr 1993 8% ihrer risikogewichteten Aktiva mit haftendem Eigenkapital unterlegen, während für national operierende Banken weiterhin die Alternative blieb, sich den bisher gültigen, weicheren Regelungen zu unterwerfen. Der Boom am Aktienmarkt, der die japanische Wirtschaft zum Ende der achtziger Jahre prägte, half den Banken, sich sogar schneller als gefordert an die neuen, strengeren Vorschriften bezüglich ihres Eigenkapitals anzupassen. Die günstigen Emissionsbedingungen an der Börse nutzten die japanischen Banken, um ihr bilanzielles Eigenkapital aufzustocken.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Der umfangreiche Aktienbesitz der japanischen Banken, der zu dieser Zeit ca. 25% des heimischen Aktienkapitals ausmachte (*Engelen* 1992), half ebenfalls bei der Erfüllung der strengeren Eigenkapitalnormen, denn 45 % der Kursgewinne dürfen als sogenannte Neubewertungsreserven dem haftenden Eigenkapital neben dem bilanziellen Kernkapital als Ergänzungskapital zugerechnet werden, solange das Ergänzungskapital das Kernkapital nicht überschreitet. Schon vor 1989 hatten die japanischen Banken die neuen Solvenzvorschriften mehr als erfüllt (vgl. *Bonn* 1998, S. 222 – 228). Das Ziel, welches man mittels der Normen zu erreichen hoffte, nämlich das Wachstum der japanischen Banken zu bremsen, wurde verfehlt.

Auch über ein Einlagensicherungssystem verfügte Japan. Die JDIC – bereits im Jahre 1971 eingeführt und 1986 durch eine Neufassung des Deposit Insurance Law reformiert – garantiert Einlagen bis zu einer Höchstgrenze von jeweils 10 Mio. Yen gegen eine jährliche Prämie von 0,012 % der versicherten Einlagen (vgl. *Bonn,* S. 216).

Abgesehen von diesen drastischen Unterschieden in der Ausgestaltung der vertrauensbildenden Institutionen des Bankensektors wies die Ökonomie Japans zum Zeitpunkt der Einführung der Baseler Eigenkapitalnorm durchaus Ähnlichkeiten mit der Ökonomie Südkoreas, aber auch Thailands vor dem Ausbruch der Krise auf. Der Boom am Aktienmarkt wurde von einem Boom am Immobilienmarkt begleitet, der die Banken dazu veranlaßte, sich mehr und mehr in der Vergabe von Hypothekarkrediten zu engagieren. Auch die für Südkorea charakteristischen Verflechtungen von Staat und Wirtschaft und der Wirtschaftsunternehmen untereinander fehlten in Japan nicht, denn schließlich war es das Modell der „Japan AG", das der wirtschaftlichen Entwicklung Koreas als Vorbild diente.

Nicht nur die japanische Ökonomie zeigt Ähnlichkeiten zu den Krisenländern, sondern auch die Geschehnisse, die sich in Japan zu Beginn der neunziger Jahre, also sieben Jahre vor Ausbruch der Asienkrise, ereigneten. Die Blase am Aktien- und Immobilienmarkt platzte, ausgelöst durch den Wechsel zu einer restriktiveren Geldpolitik. Der Crash der japanischen Börse im Jahr 1990 führte zu einem drastischen Schrumpfen der Neubewertungsreserven und damit des Eigenkapitals der Banken. Der Verfall der Immobilienpreise, der wenige Monate später einsetzte, sorgte nicht nur dafür, daß sich die für spekulative Immobilienprojekte vergebenen Kredite zu Problemkrediten entwickelten, er sorgte auch für einen Wertverfall der zur Abdeckung dieser Risiken dienenden Kreditsicherheiten. Trotz der Existenz von Einlagensicherung und Bankenaufsicht stürzte das japanische Bankensystem in eine der massivsten Krisen seiner Geschichte, die auch heute noch nicht als überwunden gelten kann.

Doch das Ausmaß der Krise wurde erst allmählich klar, denn der japanische Staat tat zunächst alles, um das wahre Ausmaß der Probleme zu verschleiern.

Statt bankaufsichtsrechtlich hart durchzugreifen, wurde dafür gesorgt, daß die Banken die geltenden Eigenkapitalnormen zumindest noch auf dem Papier erfüllen konnten. Hier sind zum einen Maßnahmen der Banken selbst zu nennen, die

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bekannte Schwächen von Eigenkapitalnormen ausnutzten: Kredite an den Staat gelten nach dem Basle Accord – zumindest solange die jüngsten Reformvorschläge noch nicht umgesetzt sind – als risikolos und sind deshalb mit einem Risikogewichtungsfaktor von Null versehen. Umschichtungen des Portfolios von höher gewichteten Anlagen auf Staatsanleihen boten sich deshalb japanischen Banken als eine völlig legale Maßnahme zur Entlastung der angespannten Eigenkapitalsituation an. Daß die japanischen Banken diese Möglichkeit vor allem einmal im Jahr – nämlich zum Ende ihres Geschäftsjahres – nutzten, um wenige Tage später zur alten Bilanzstruktur zurückzukehren (*Sender* 1998, S. 13), ist jedoch ein Indiz dafür, daß die Erfüllung der Eigenkapitalnorm während des Jahres nicht so ernst genommen werden mußte. Zur Hilfe kamen zum anderen die herrschenden Rechnungslegungsnormen. Strenge Vorschriften, die eine schnelle Abschreibung von notleidenden Krediten gefordert hätten, existierten in Japan genauso wenig wie in den Krisenländern. Durch die Restrukturierung von Krediten konnte die Abschreibung – ebenfalls wie in den Krisenländern – völlig umgangen werden. Dies machte sich insbesondere bei den Krediten an „Near Banks" bemerkbar. Hierzu gehörten die auf die Vergabe von Immobilienkrediten spezialisierten „Jusen", an denen die japanischen Großbanken zum einen Beteiligungen hielten und die sich zum anderen maßgeblich durch Bankkredite refinanzierten. Bei den Jusen häuften sich die Problemkredite, ohne daß sich dies in den Bilanzen der davon mittelbar schwer betroffenen refinanzierenden Banken bemerkbar gemacht hätte (*Bonn* 1998, S. 249).

Der Staat hatte offenbar keinerlei Interesse daran, die Öffentlichkeit von diesen Problemen zu informieren und die Bankeinleger über das schon vorhandene Maß hinaus zu beunruhigen. Zunächst wurden nur bewußt geschönte, aggregierte Zahlen über das Problemkreditvolumen ausgewiesen; erst seit 1993 ist jede einzelne der international operierenden Banken zu Angaben über ihren Abschreibungsbedarf verpflichtet. Die offiziellen Zahlen über das Problemkreditvolumen wuchsen bis zur Mitte der neunziger Jahre auf ca. 13.000 Mrd. Yen an, inoffizielle Schätzungen lagen jedoch mit ca. 600 Mrd US$ etwa viermal so hoch, da in den offiziellen Zahlen der gesamte Near Bank-Sektor fehlte (*Bonn* 1998, S. 249/259). Es kommen Zweifel auf, ob der japanische Staat jemals an eine Durchsetzung bankaufsichtsrechtlicher Vorschriften dachte, denn über die Mängel in den Rechnungslegungsvorschriften, die bankaufsichtsrechtliche Eigenkapitalnormen zur Fassade machten, mußte er sich schon bei Einführung der strengeren Eigenkapitalnormen im Klaren gewesen sein.

Die Zweifel an dem Durchsetzungswillen des Staates werden durch weitere Indizien bestärkt. Neben der Duldung und Förderung von Intransparenz leistete die Regierung den Banken auch wirtschaftspolitische Schützenhilfe zur „Wiederauferstehung". Der „Schutzschirm" einer künstlichen Niedrigzinspolitik wurde erneut aufgespannt, um den Banken günstige Refinanzierungskonditionen zu sichern (*Bonn* 1998, S. 266). Die Einlagensicherung wurde zweckentfremdet, indem ihre Gelder nicht zur Auszahlung versicherter Einlagen, sondern zur Leistung finanzieller Zuschüsse an insolvente Banken verwendet wurden. Noch gesunde Banken

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

wurden angehalten, sich an der Rettung maroder Institute durch Übernahmen zu beteiligen. Problemkredite, auch diejenigen der Jusen, wurden in verschiedenste Auffanggesellschaften eingebracht, die die Bankbilanzen von Teilen ihrer problematischen Engagements bereinigten, die Lösung des Problems aber in der Regel nur auf die Zukunft verschoben (*Bonn* 1998, S. 271–289). Offensichtlich sah der Staat den erfolgversprechendsten Weg aus der Krise darin, die Banken dabei zu unterstützen, sich aus der Krise herauszuverdienen.

Doch all diese Maßnahmen haben nicht ausgereicht, um das japanische Bankensystem tatsächlich aus der Krise zu führen. Eine Umkehr in der japanischen Politik zur Bewältigung der Bankenkrise bahnt sich seit Juli 1998 an. Der neue Plan, als „Financial Big Bang" angekündigt, verspricht „disclosure", „disposal of nonperforming loans" und „effective use of public funds to promote the smooth solution of the nonperforming-loan problem" (*Bank of Japan* 1998) – also ganz ähnliche Maßnahmen, wie sie auch in den Krisenländern angekündigt wurden. Inzwischen scheint die Bankenaufsicht tatsächlich schärfer zu überwachen; und inzwischen werden auch offiziell Problemkredite von über 700 Mrd. US$ zugegeben. Als saniert kann jedoch das japanische Bankensystem bis heute nicht gelten, zumal die japanischen Banken zusätzlich die Auswirkungen der Asienkrise zu verkraften haben, denn mehr als jedes andere Land waren die japanischen Banken in eine Refinanzierung von Banken und Unternehmen in Südkorea und Thailand engagiert (*Radelet / Sachs* 1998, table 3, 4).

Bezüglich seiner zweifelhaften Solvenz steht insofern Japans Bankensystem trotz Bankenaufsicht den Bankensystemen der Krisenländer wenig nach – und dies schon seit mehr als sieben Jahren. Dennoch haben die Einleger der japanischen Banken das Vertrauen nicht verloren; ein massiver Einlagenabzug, der den Zusammenbruch der Finanzsysteme in den Krisenländern herbeiführte, fand in Japan nicht statt. Zu verzeichnen waren allerdings Umschichtungen, insbesondere bei den inländischen Einlegern, die ihr Geld nun bevorzugt bei der staatlichen Postbank anlegen. Die Funktionsfähigkeit des Kreditgewerbes blieb jedoch – trotz gravierender Solvenzprobleme – erhalten.

Liegt der entscheidende Unterschied zwischen dem japanischen Bankensystem und dem der Krisenländer vielleicht darin, daß die implizite Garantie des Staates einen besseren Funktionenschutz bot? Japan ist kein Emerging Market, sondern eine große Industrienation. Japan ist Nettoauslandsgläubiger und verfügt über ein System flexibler Wechselkurse. Der japanische Staat als Schuldner genießt trotz der anhaltenden Wirtschafts- und Bankenkrise eine gute Bonität. Die These, die *Burnside, Eichenbaum* und *Rebelo* über die Ursache der Asienkrise aufstellen und empirisch zu stützen suchen, paßt in dieses Bild: Sie argumentieren, daß die für vergangene Währungskrisen typischen hohen staatlichen Defizite und niedrigen Währungsreserven, die das Vertrauen von Investoren erschüttern, in den Krisenländern zwar fehlten. „This evidence notwithstanding, we argue that the Southeast Asian currency crises were caused by fundamentals: large *prospective* deficits

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

associated with implicit bailout guarantees to failing banking systems." (*Burnside / Eichenbaum / Rebelo* 1998, S. 3)

Hohe staatliche Defizite aufgrund impliziter Garantien für das Bankensystem drohen ebenfalls in Japan, auch wenn dieses Problem noch nicht zu einem Vertrauensverlust führte. Die Wende in der japanischen Politik zur Bewältigung der Bankenkrise deutet darauf hin, daß dieses Problem ernst genommen wird. Doch scheint die Wende weniger abrupt auszufallen als zunächst angekündigt. Die anhaltende Rezession in Japan liefert offenbar gute Gründe, um den „großen finanziellen Knall" zu vermeiden und die Kosten für die Sanierung des Bankensystems zumindest teilweise in die Zukunft zu verschieben.

Der Blick nach China zeigt, daß – trotz aller Unterschiede zu Japan – die Probleme im Bankensystem durchaus Parallelen aufweisen.

II. China – (Noch) funktionsfähiges Bankensystem trotz Insolvenz der Banken

China läßt auf den ersten Blick kaum eine Gemeinsamkeit weder mit Japan noch mit den Krisenländern erkennen. China als das bevölkerungsreichste Transformationsland der Welt befindet sich seit nunmehr fast zwanzig Jahren auf dem durch graduelle Änderungen und regionale Experimente gekennzeichneten „chinesischen Weg" zu einer sozialistischen Marktwirtschaft. Dem Finanzsystem wurde auf diesem Weg zunächst recht wenig Aufmerksamkeit gewidmet. Zwar wurde das für Planwirtschaften charakteristische einstufige Bankensystem schon 1984 in ein zweistufiges, das zwischen Zentralbank und Geschäftsbanken trennt, überführt. Doch es dominierte weiterhin die Lenkung der Kreditvergabe über einen zentralen Plan. Erst in Folge des 14. Parteikongresses von 1992, der die Transformation zur sozialistischen Marktwirtschaft erstmals offiziell zum Ziel erklärte, wurde ein umfangreiches Reformpaket für den Finanzsektor verabschiedet, das u. a. die Einführung von echtem „commercial lending" zum Ziel hatte. Die Bankenlandschaft sollte vielfältiger werden, um Wettbewerb einzuführen. Aus den vier großen staatlichen Spezialbanken, die die verschiedenen Bereiche der Wirtschaft mit Krediten versorgten, sollten wirkliche Geschäftsbanken werden, die Kredite nach bankmäßigen Kriterien vergeben. Im Zuge dessen wurden sogenannte „Policy Banks" gegründet, die die durch öffentliche Aufgaben motivierte Kreditvergabe übernehmen sollten. Das Geschäft der zu „commercial banks" erkorenen ehemaligen Spezialbanken wurde durch das Geschäftsbankengesetz von 1995 auf eine neue Grundlage gestellt. „Efficiency, security and liquidity" sollten fortan die Prinzipien sein, die die Geschäftspolitik leiten. (*Ma* 1996, *Arnst* 1999, S. 53 – 58)

Doch auch nach diesen Reformen blieb der Geschäftsbankensektor fest in staatlicher Hand. Ca. 80 % der Financial Assets des Bankensystems entfallen auch heute noch auf die staatlichen Banken, die wiederum mit ca. 80 % ihrer Ausleihun-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gen den Staatssektor bedienen. Der Löwenanteil des Geschäfts wird durch die sogenannten „Big Four", die vier großen staatlichen Geschäftsbanken, abgewickelt, die ca. 75% der gesamten Financial Assets des Bankensystems auf sich vereinen. Die Bedeutung der einzigen rein privaten chinesischen Geschäftsbank, die im Jahr 1995 zugelassen wurde, ist dagegen verschwindend gering. Und ob die neuen geschäftspolitischen Prinzipien in den staatlichen Geschäftsbanken tatsächlich befolgt werden, ist angesichts der hohen Ausleihungen an den staatlichen Sektor höchst zweifelhaft. Eine entscheidende Wende gab es in der chinesischen Bankpraxis durch die Reformen nach 1992 offenbar nicht. (Far Eastern Economic Review 1998, S. 58/59, *Arnst* 1999, S. 53–60)

Der Ausbruch der Asienkrise jedoch sollte dies ändern, zumindest, wenn man den Worten des damaligen chinesischen Finanzministers Glauben schenkt: „The Asian Financial Crisis has offered us a very good lesson, we did not realize how serious the problem of bad loans can be. They do not just upset banks, they can upset governments too." (Financial Times, Oct. 16 1998, S. 6) Das Jahr 1997 wurde von der chinesischen Presse zum „Financial Crisis Prevention Year" erkoren, denn – wenn auch aus ganz anderen Gründen – das chinesische Bankensystem leidet ebenso wie das japanische, das thailändische und das koreanische unter einem Berg fauler Kredite. Dieser Berg ist so groß, daß er den Economist im Mai 1998 dazu veranlaßte, das chinesische Bankensystem als „Worst Banking System in Asia" zu bezeichnen. Und hierin liegt auch der wesentliche Grund dafür, daß immer wieder gefragt wird: „China – Asia's next domino?" (*Kynge,* J./*Ridding,* J. 1999).

Niemand weiß genau, wie groß das „Bad Loan-Problem" in China wirklich ist. Von offizieller Seite wird inzwischen eingeräumt, daß etwa 20% aller Kredite nicht ordnungsgemäß bedient werden. Allerdings seien nicht mehr als ca. 6 bis 7% des Portfolios uneinbringlich. Damit würden die Verluste noch immer durch das Bankeigenkapital gedeckt sein, das – an internationale Standards erinnernd – nach § 39 des Geschäftsbankengesetzes von 1995 8% der Bilanzsumme ausmachen muß. Nach Schätzungen von Kennern des chinesischen Bankensystems umfassen die uneinbringlichen Kredite jedoch eher 20 bis 30% des Kreditportfolios, und dies dürfte der Wahrheit näher kommen. (Economist 1998a,b, Beijing Review 1998) Genaue Zahlen sind vorerst nicht zu erwarten, zum einen, weil – wiederum Japan vergleichbar – die chinesische Regierung trotz Bekenntnis zu mehr Transparenz sicherlich kein Interesse hat, das wahre Ausmaß des Problems der Öffentlichkeit zu offenbaren. Zum anderen liegen exakte Zahlen vermutlich noch gar nicht vor, denn im April 1999 waren die chinesischen Banken nach eigenen Aussagen noch damit beschäftigt, ihr Kreditportfolio gemäß den neuen Vorgaben der Zentralbank, der People's Bank of China, in fünf Bonitätsklassen von „regulär bedient" bis „uneinbringlich" einzustufen. Der jeweiligen Einstufung entsprechende Abschreibungsvorschriften existieren bis heute nicht. Im Gegenteil, die Banken sind nach den gültigen, steuerrechtlich motivierten Vorschriften dazu verpflichtet, nicht vereinnahmte Zinsen auf unbediente Kredite für mindestens ein Jahr als Erträge zu verbuchen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bis zur Transparenz und der angekündigten Einführung von Internationalen Accounting Standards ist es in China offensichtlich noch ein weiter Weg. Doch die vorhandenen Informationen reichen aus, um zu folgern: Wenn 20 % der Kredite uneinbringlich sind, so entspricht dies bezogen auf das Portfolio von 1997 allein bei den Big Four einem Betrag von etwa 145 Mrd. US$. Dies wäre eine Summe, die das 1997 bilanzierte Eigenkapital um etwa das Dreifache übersteigt. Die „Big Four" dürften insolvent sein „three times over" (Economist 1998a, S. 63 – 65).

Auch wenn China sich, den Krisenländern vergleichbar, zu mehr Transparenz, der Einführung von Internationalen Accounting Standards und der Sanierung des Bankensystems bekennt, ist nicht damit zu rechnen, daß die Situation sich seither verbessert hat oder in absehbarer Zeit verbessern wird, denn bei den faulen Krediten handelt es sich nicht ausschließlich um Altlasten, die durch die Finanzierung der Defizite von verlustbringenden Staatsunternehmen in der Vergangenheit entstanden. Vielmehr kommen, da eine grundlegende Reform der Staatsunternehmen in China noch aussteht, fortwährend Lasten durch neue vermutlich uneinbringliche Kredite an den staatlichen Sektor hinzu. Maßnahmen wie die einmalige Bereinigung der Bankbilanzen, die auch von China im April 1999 mit der Gründung einer Asset Management Company in Angriff genommen wurde (*Terberger-Stoy* 1999), versprechen unter solchen Umständen wenig Erfolg. Zum einen werden die Verluste nicht beglichen, sondern nur von einer staatlichen Gesellschaft in die nächste verschoben. Zum anderen wird es nicht lange dauern, bis sich bei den Banken neue notleidende Kredite angesammelt haben werden, wenn die Kreditvergabepolitik nicht geändert wird. Und damit ist kaum zu rechnen, weil es sich der chinesische Staat nicht leisten kann, verlustbringende Staatsunternehmen zu schließen. Solange ein die Auffangfunktion staatlicher Unternehmen ersetzendes soziales Netz fehlt, brächte eine drastisch steigende Arbeitslosigkeit eine viel zu große Gefahr sozialer Unruhen und einer Instabilität des gesamten politischen Systems mit sich (*Stiglitz* 1998, *Fernald/Babson* 1999, S. 10).

Doch warum wird diesem Bankensystem – trotz seiner anhaltenden Insolvenz – weiter vertraut? Warum wurde China von der Asienkrise bisher wenig in Mitleidenschaft gezogen? Die Beschränkung des Kapitalverkehrs, die das chinesische Finanzsystem vor unkontrollierten Kapitalzu- und abflüssen schützt, bei gleichzeitig hohen Devisenreserven ist nur ein Teil der Erklärung. Ein wichtiger Schlüssel, insbesondere auch für die heimischen Sparer, liegt wiederum in der Garantie, die der Staat – bei den „Big Four" sogar explizit – für die Einlagen übernimmt. Dieser Garantie wird vertraut, und nicht ohne Grund: Die chinesische Wirtschaft weist immer noch hohe Wachstumsraten auf, nicht zuletzt vielleicht deshalb, weil der chinesische Staat – trotz der marktwirtschaftlichen Reformen – das Finanzsystem fest in der Hand hält.

Durch die Kontrolle des Staates war und ist es für chinesische Banken unmöglich, dem Beispiel derjenigen in den Krisenländern zu folgen und sich exzessiv im Ausland zu verschulden. Deshalb können sie auch nicht durch einen „run" auslän-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

discher Einleger in eine Liquiditätskrise geraten, der eine Solvenzkrise folgt, oder umgekehrt, in eine Solvenzkrise, der ein „run“ ausländischer Einleger und eine Liquiditätskrise folgt. Der Konkurs der GITIC (Guandong International Trust and Investment Company) im Jahr 1998, bei der die chinesische Zentralregierung die Haftung für alle Einlagen ablehnte und die inländischen Einleger bevorzugt befriedigte, scheint diesem Bild auf den ersten Blick zu widersprechen. Auf den zweiten Blick ist dieses Verhalten jedoch genau aus dem Motiv heraus, die Kontrolle zu behalten, erklärlich. (Asia Bridge 1999) Die GITIC wie auch die anderen International Trust and Investment Companies, die seit dem GITIC-Konkurs scharf überwacht oder aber geschlossen wurden, waren Instrumente der Provinzregierungen, um am formellen Bankensystem vorbei Finanzmittel u. a. im Ausland zu beschaffen. ITICs betrieben sämtliche Bankgeschäfte, waren jedoch offiziell keine Banken, die durch die Zentralregierung hätten genehmigt werden müssen. Diese Selbständigkeit der Provinzregierungen, die sich mit ihren eigenen Finanzinstitutionen der Kontrolle der Zentralregierung über den Finanzsektor entzogen, wurde von der Zentralregierung seit geraumer Zeit mißbilligt. Die Schieflage der GITIC und die Weigerung des Staates, die volle Haftung zu übernehmen, kann somit als bewußter Schachzug gedeutet werden, die alleinige Kontrolle über den Finanzsektor zurückzugewinnen. Ausländische Anleger sind nur dann sicher, wenn sie ihr Geld den durch die Zentralregierung genehmigten Banken anvertrauen. Die inländischen Kleinanleger dagegen wurden geschützt, denn wenn sie ihr Geld verlören, so wäre dies für die Funktionsfähigkeit auch des formellen Finanzsektors gefährlich. Warum?

Inländische Einleger haben, so sollte man meinen, zur Anlage ihrer Ersparnisse bei den Banken ohnehin keine großen Alternativen. Sie sind quasi gezwungen, den Banken zu vertrauen, ob sie wollen oder nicht. Einiges spricht jedoch gegen die These des unfreiwilligen Vertrauens. Zwar ist es den Inlandschinesen nicht legal möglich, ihr Kapital ins Ausland zu transferieren, doch Alternativanlagen im Inland sind – wenn auch begrenzt – vorhanden. Zum einen kann das Geld in heimischen Aktien angelegt werden – eine bei (städtischen) Kleinanlegern sehr beliebte Investition, die allerdings oftmals aus spekulativen Motiven zu erfolgen scheint. Zum zweiten gibt es für Privatanleger die Möglichkeit, in Wohneigentum zu investieren, eine Anlage, die derzeit durch den chinesischen Staat sogar gefördert wird, indem die Banken dazu angehalten werden, sogenannte „Konsumkredite“ langfristig auszulegen. Die Inanspruchnahme dieser Kredite ist jedoch wenig zufriedenstellend. Die Chinesen bevorzugen das Sparen gegenüber der Verschuldung zum Erwerb von Wohnungseigentum und gegenüber den vielfältig vorhandenen Möglichkeiten zum Konsum. Alle Bemühungen der chinesischen Regierung, die private inländische Nachfrage zu steigern, bleiben bisher weitgehend vergeblich. Die chinesischen Bürger wollen, weil sich ihr soziales System im Wandel befindet, für die Zukunft vorsorgen, indem sie sparen. Und sie sparen nicht in Realgütern, sondern bei den Banken (Far Eastern Economic Review 1998). Trotz Insolvenz der Banken müssen sich die Einleger nicht um die Sicherheit ihrer Einlagen sorgen,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

solange der Staat „seine" Banken fest im Griff hat und sie im Fall der Fälle mit Liquidität versorgen wird (*Fernald/Babson,* S. 7 – 12).

Eine radikale Reform und Sanierung des Finanzsektors ebenso aufzuschieben wie die Reform der Staatsunternehmen scheint das Erfolgsgeheimnis der chinesischen Regierung zu sein, mit dem sie die Wirtschaft ihres Landes vor einer Rezession bislang schützen und ein Übergreifen der Asienkrise verhindern konnte. Doch wie lange diese Gratwanderung erfolgreich weiterverfolgt werden kann, ist offen. „Chinese leaders appear to find the political risk of a short term contraction greater than the risks from a long-term slowdown in growth... Hence, even if China avoids a near-term slowdown, one cost of the Asian crisis for China is a slower pace of enterprise and banking reforms. Without such reforms, China's long-term prospects become worse." (*Fernald/Babson* 1999, S. 23).

Dieses Zitat müßte nur leicht abgewandelt werden, um auf die vergleichbare „Zwickmühle" gemünzt zu sein, in der sich Japan seit geraumer Zeit befindet.

D. Der Basle Accord – Überzeugendes bankaufsichtsrechtliches Konzept auch nach der Asienkrise?

Welche Lehren lassen sich aus der Asienkrise für die Wirksamkeit einer Bankenaufsicht nach internationalem Standard und insbesondere für die Wirksamkeit der Eigenkapitalnorm des Basle Accord ziehen? Eine abschließende Antwort auf diese Frage läßt sich sicherlich nicht geben, jedoch zeichnen sich einige Probleme, die mit dem Grundansatz des Basle Accord verbunden sind, durch die Erfahrungen der Asienkrise deutlicher ab.

I. Basle Accord und Krisenbewältigung

Das offensichtlichste und derzeit drängendste Problem liegt darin, daß der internationale bankaufsichtsrechtliche Standard wenig Hilfestellung bietet, wenn es darum geht, ein in die Krise geratenes Bankensystem aus der Krise herauszuführen. Gleich, ob man den Blick in die Krisenländer oder in die Nachbarländer Japan und China lenkt, die von der „asiatischen Grippe" (noch) nicht angesteckt wurden: In keinem dieser Länder sah die Regierung in der strengen Durchsetzung von Eigenkapitalstandards, die die Schließung zahlreicher Banken impliziert hätte, einen gangbaren Weg zur Sanierung des Bankensystems. Selbst der IWF, der zunächst zu dieser Strategie drängte, mußte nach harscher Kritik und katastrophalen Folgen für die Wirtschafts- und Finanzsysteme der betroffenen Länder davon Abstand nehmen. Stattdessen setzten und setzen alle Länder auf die Wirkung einer expliziten oder impliziten Garantie des Staates für die Einlagen, um das Vertrauen auch in solche Banken, deren Eigenkapital mehr als aufgezehrt ist, aufrechtzuerhalten – eine Garantie, die, je nach Bonität des staatlichen Garanten, mehr oder

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

weniger wirksamen Schutz vor dem Zusammenbruch der Finanzsysteme und der Asienkrise bot.

Die Erfahrungen in Asien unterstreichen damit eine Befürchtung hinsichtlich der Wirkung der Eigenkapitalnorm, die auf der Basis einer wirtschaftstheoretischen Analyse, angestoßen durch die savings and loan-Krise in den U.S.A., bereits 1995 geäußert wurde: „Capital adequacy regulation for banks may reinforce macroeconomic fluctuations if negative shocks to aggregate demand reduce the ability of firms to service their debt to banks, this reduction in debt service lowers bank equity, and because of capital adequacy requirements, this in turn reduces bank lending and industry investment." (*Blum/Hellwig* 1995, S. 739)

Um diese prozyklische, die kontraktiven Folgen eines negativen Schocks verstärkende Wirkung des Basle Accord zu verhindern, wurde von staatlicher Seite dafür gesorgt, daß Banken trotz Insolvenz ihre Türen offenhalten konnten. Die Kapitalversorgung des realen Sektors sollte nicht gerade dann eingeschränkt werden, wenn er ohnehin unter Liquiditätsschwierigkeiten und rezessiven Einflüssen leidet. Eine schnelle Sanierung des Bankensektors durch Zuführung von frischem Eigenkapital als Alternative zur staatlichen Garantie für insolvente Banken scheidet aus. Private Investoren werden kaum bereit sein, bankrotte Banken im Zuge von Kapitalerhöhungen zu sanieren (*Hellwig* 1995, S. 731/732). Und auch der Staat sieht sich angesichts des Ausmaßes der Mittel, die für eine Sanierung notwendig wären, nicht in der Lage, sein Budget durch den Sofortausgleich der Verluste zu belasten. Die Mittel würden in anderen Bereichen fehlen; die kontraktive Wirkung, die gerade verhindert werden soll, wäre nicht zu vermeiden. Der Staat muß auf weniger kapitalintensive Alternativen bauen, um den Zusammenbruch der Kapitalversorgung der Wirtschaft zu verhindern; und diese zumindest kurzfristig weniger kapitalintensive Alternative liegt in der staatlichen Garantie für die Einlagen, der Bereinigung der Bankbilanzen von faulen Krediten durch die Verschiebung in Asset Management Companies und in der Hoffnung, daß sich Banken durch eine Erholung der Wirtschaft aus der Krise herausverdienen können. Diese Hoffnung hat in Japan getrogen. Ein überzeugender Weg aus der Krise von Bankensystemen, der den kurzfristigen „credit crunch" vermeidet, ohne die potentiellen Lasten für die Zukunft zu erhöhen, ist noch nicht gefunden. Die Suche nach diesem Weg stellt derzeit eine der wichtigsten Herausforderungen für die Wissenschaft und die Praxis der Bankenaufsicht dar.

Doch wenn der Basle Accord zu den Problemen der Krisenbewältigung wenig beitragen kann, taugt er dann wenigstens zur Krisenprävention?

II. Basle Accord und Krisenprävention

Der Versuch, aus der Asienkrise Lehren für die Tauglichkeit der Eigenkapitalnorm des Basle Accord zur Krisenprävention zu ziehen, gestaltet sich schwierig, nicht zuletzt weil die Krisenländer über entsprechende bankaufsichtsrechtliche

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Vorschriften nicht verfügten. Dennoch ergeben sich aus dem Verlauf der Asienkrise wie auch aus dem Umgang mit der Bankenkrise in Japan und China zumindest einige Fragen, die die Präventivwirkung betreffen. Und diese Fragen lassen es zweifelhaft erscheinen, ob die Lehren, die bisher aus den Ereignissen für die Umgestaltung des bankaufsichtsrechtlichen Standards als Krisenpräventionsinstrument gezogen wurden, ausreichend sind.

Die bereits in Angriff genommenen Änderungen des Basle Accord setzen auf bessere Risikomessung, die mit Transparenz durch strenge Accounting Standards gepaart sein muß. Auf diese Weise soll das Verlustpolster (und die Selbstbindung der Eigner) den „wahren" Risiken besser angepaßt werden. Und um den besonderen Risiken von Emerging Markets gerecht zu werden, wäre eventuell ein höherer Prozentsatz als die Minimalunterlegung mit 8 % angemessen.

Bei den Ereignissen, die die Asienkrise auslösten, handelte es sich genauso wie bei den Ereignissen, die die Bankenkrise in Japan verursachten, um Risiken, die das gesamte System betrafen. Systemische Risiken lassen sich jedoch schwerlich anknüpfend an bankindividuelle Risikoaktiva messen. Die Geschichte der Bankenkrise in Japan liefert hierfür das beste Beispiel: Der Boom des Aktienmarktes führte zunächst dazu, daß die Banken ihr Eigenkapital sowohl durch Neubewertungsreserven wie auch durch die Emission von Aktien mühelos erhöhen und an den internationalen Standard anpassen konnten. Die gestiegenen Immobilienpreise führten zu steigendem Finanzierungsbedarf in diesem Sektor, der aufgrund des gestiegenen Werts der Kreditsicherheiten und der mühelos zufließenden Refinanzierung auch befriedigt wurde. Der Preisverfall am Aktien- und Immobilienmarkt löste die Krise aus. Nach diesem Schock konnten die international operierenden japanischen Banken die Eigenkapitalnorm nicht mehr erfüllen. An dieser Tatsache hätten auch strengere Abschreibungsvorschriften nichts geändert, sie hätten das Problem lediglich transparenter gemacht.

Wäre die Krise weniger gravierend gewesen, wenn die höheren Risikogewichtungsfaktoren für den Gewerbeimmobiliensektor und eine an externe Ratings anknüpfende Bonitätsbeurteilung der Kreditnehmer gegolten hätte? Auszuschließen ist dies nicht. Die japanischen Banken hätten bei gegebenem Eigenkapital ihre Kreditvergabe weniger stark in den kritischen Sektoren expandieren können. Dennoch hätten die Verluste vermutlich ausgereicht, um die Eigenkapitalnorm zu unterschreiten. Von Risikogewichtungsfaktoren, die über die Zeit konstant bleiben und insofern unabhängig von der makroökonomischen Situation festgelegt sind, kann nicht erwartet werden, daß sie Über- oder Unterbewertungen des Marktes korrigierend einfangen. Risikogewichtungsfaktoren, die für den gesamten Bankensektor eines Landes gleichermaßen gelten, können die Anfälligkeit der Wirtschaft und des Bankensystems dieses Landes für Schocks wohl niemals widerspiegeln, denn das Verhalten der Banken wird durch die gültigen Risikogewichtungsfaktoren in die gleiche Richtung beeinflußt. Erinnert sei hier an das Argument, das Hellwig bezüglich Zinsänderungsrisiken vorbrachte: Wenn eine Bank das Zinsänderungs-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

risiko meidet, indem sie es an ihre Kreditnehmer über variabel verzinsliche Kredite weitergibt, kann sie sich dennoch vor Zinsänderungen nicht sicher fühlen. Zinsänderungsrisiken, und dies ist allen systemischen Risiken gemein, lassen sich nicht diversifizieren. Deshalb fällt das Zinsänderungsrisiko lediglich in anderer Form, d. h. in Form eines erhöhten Kreditausfallrisikos der Kreditnehmer, auf die Banken zurück (*Hellwig* 1994, 1995). Auch dieses Argument verdeutlicht: Es sind berechtigte Zweifel anzumelden, ob das individuelle Geschäftsrisiko einer Bank, wie genau es auch immer durch Risikogewichtungsfaktoren oder bankeigene Risikomeßmodelle eingefangen sein mag, geeignet ist, um Rückschlüsse auf das Risiko des gesamten Systems zu ziehen.

Dies mag ein Grund dafür sein, warum für Emerging Markets, bei denen das systemische Risiko besonders hoch einzustufen ist, eine höhere Unterlegung mit Eigenmitteln für angemessen erachtet wird. Doch werden Eigenkapitalgeber bereit sein, diesen zusätzlichen Risikopuffer zur Abfederung von makroökonomischen Risiken zur Verfügung zu stellen? Geht man davon aus, daß der Basle Accord tatsächlich eine bindende Norm darstellt, die ohne den bankaufsichtsrechtlichen Zwang nicht eingehalten würde, so würde eine Verschärfung dieser Norm bewirken, daß es für private Eigenkapitalgeber weniger attraktiv wäre, das Bankgeschäft zu betreiben, es sei denn, sie würden für das zusätzliche Risiko, das sie gezwungen wären zu übernehmen, entgolten. Hier erscheint die Frage berechtigt, ob dies tatsächlich die wünschenswerteste Lösung ist, um das Bankensystem gegenüber Schocks abzufedern, zumal die Asienkrise zeigt, daß die Zuführung von neuem Eigenkapital gerade nicht als Lösung zur Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Kreditgewerbes bevorzugt wurde. Warum sollten Bankeigenkapitalgeber diejenigen Akteure sein, die am besten geeignet sind, makroökonomische Risiken, die das Bankensystem treffen, zu tragen?

Alternative Vorschläge existieren und könnten einer (Verschärfung der) Eigenkapitalnorm vorzuziehen sein. Zum einen ist an eine direkte Beteiligung von Depositen an makroökonomischen Risiken zu denken (*Hellwig* 1994, 1995; *Gersbach* 1999). Dies würde der impliziten Haftung des Staates für solche Risiken entgegenwirken. Die Konfliktsituation „closure of banks" versus „regulatory forbearance", der sich der Regulator bei Unterschreitung der Eigenkapitalnorm durch makroökonomische Schocks ausgesetzt sieht, würde vermieden. Zu bedenken wäre ebenfalls der vom damaligen Chefökonomen der Weltbank, J. Stiglitz, propagierte Vorschlag, der auf eine Kombination von Eigenkapitalnormen mit Höchstzinsvorschriften für Depositen zielt (*Hellmann/Murdock/Stiglitz* 1996). Dieser als „financial restraint" bezeichnete Ansatz, der die Vertiefung der Finanzintermediation durch Wettbewerbsbeschränkungen anstrebt und nicht zuletzt durch die rasante wirtschaftliche Entwicklung der Emerging Markets in Asien angeregt wurde, hat zudem den Vorteil, daß Eigenkapitalgeber mehr zu verlieren haben, wenn sie die Existenz der Bank durch eine zu riskante Geschäftspolitik aufs Spiel setzen. Denn Höchstzinsvorschriften auf Depositen erhöhen die Margen und damit den Wert der Banklizenz, den sogenannten Charter- oder Franchise Value.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Auch ohne Erhöhung des eingesetzten Eigenkapitals würde somit die Selbstbindung der Eigner gestärkt und „Moral Hazard" zu Lasten der Einleger, der Einlagenversicherung oder zu Lasten des implizit haftenden Staates vermindert.

Doch kann man sich auf die Selbstbindungswirkung des Eigenkapitals, die eine der Säulen der mikroökonomischen Begründung des Basle Accord darstellt, verlassen? Ein im Zusammenhang mit der Asienkrise immer wieder vorgebrachtes Argument lautet, daß die Banken in den Krisenländern bewußt Risiken eingegangen wären, weil sie sich genauso wie die inländischen und die ausländischen Einleger auf die implizite Haftung des Staates verlassen hätten. Auf den ersten Blick wirkt dieses Argument überzeugend. Wie kann die Eigenkapitalnorm disziplinierende Wirkung entfalten, wenn absehbar ist, daß der Staat im Fall der Fälle für die Verluste eintreten und auf eine Schließung der Bank verzichten wird. Dieses Argument gilt insbesondere, wenn die Bank als „too big to fail" eingestuft wird, so daß die Insolvenz dieser Bank – sei es aufgrund von Interbankverflechtungen oder sei es aufgrund von „unbegründetem" Vertrauensverlust der Einleger – Kettenreaktionen im ganzen Banksystem auslösen könnte. Und laut eines humoristischen „dictionary of new financial speak" der Financial Times (21. 12. 1998, S. 10) ist „Too Big To Fail – The modern definition of virtually any bank".

Auf den zweiten Blick ist dieses Argument mit Vorsicht zu genießen, denn der Verzicht auf die Schließung einer Bank muß nicht gleichzeitig bedeuten, daß die Eigner nicht bestraft werden (*Hellmann/Murdock/Stiglitz* 1998, S. 173). Die Bank kann sehr wohl fortgeführt werden, aber von neuen Eignern. Die Alteigner verlieren das investierte Kapital, und sie verlieren das Recht auf den „Charter Value", wenn ein solcher vorhanden ist. Hier soll nicht bezweifelt werden, daß in Asien – nachdem die Krise ausgebrochen und das Eigenkapital aufgezehrt war – von Banken „gambling for resurrection" auf Kosten der impliziten Staatsgarantie betrieben wurde. Doch dies ist nicht der Punkt. Wie oben ausgeführt, wird ein Bankensystem kaum vor systemischen Risiken durch eine Eigenkapitalnorm gänzlich zu schützen sein, und wenn das Eigenkapital erst einmal aufgebraucht ist, kann es mit Sicherheit keine disziplinierende Wirkung mehr entfalten. Hier geht es um die Präventivwirkung, d. h. das Verhalten einer Bank, bevor die Krise ausbricht, wenn das Recht auf das Betreiben der Bank noch auf dem Spiel steht. In einer Vor-Krisensituation ist zunächst einmal davon auszugehen, daß eine disziplinierende, Moral Hazard begrenzende Wirkung des Eigenkapitals noch vorhanden ist, soweit die Risiken tatsächlich auf der Ebene der einzelnen Bank steuerbar sind – es sei denn, der Verlust des Kapitals und der Eigentümerposition reicht als Strafandrohung nicht aus oder aber den Eigentümern fehlt der Einfluß, um die Geschäftspolitik der Bank in ihrem Sinne zu beeinflussen.

Hierin scheint in den Krisenländern, in Japan, in China und in vielen anderen Ländern der Welt das sehr viel größere Hindernis zu liegen, das die Wirkung von Eigenkapital als „a driving force promoting better governance" in Frage stellt. Wie soll dieser Mechanismus wirksam werden, wenn entweder Banken in Staatseigen-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

tum sind, wie etwa in China, und der Staat ganz andere Ziele als das erwerbswirtschaftliche Ziel eines „shareholders“ verfolgt, oder aber die Verflechtungen zwischen Wirtschaft, Bankensystem und Staat so groß sind, wie etwa in Japan und Korea, daß der Verlust der guten Beziehungen zum Staat eine viel größere Gefahr für die Bankeigner bedeutet als der Verlust des Bankeigenkapitals? Die Begründung für die disziplinierende Kraft von Eigenkapital leitet sich aus dem erwerbswirtschaftlichen Kalkül von Bankeignern ab; in allen genannten Ländern waren jedoch ganz andere Kräfte am Werk. Der Finanzsektor wurde und wird durch die Instanzen, die ihn beaufsichtigen, in den Dienst eines höheren Ziels gestellt: Banken sollen „volkswirtschaftliche Verantwortung“ für die Entwicklung der Wirtschaft übernehmen (vgl. kritisch *Hellwig* 1999); und das gesamtwirtschaftliche Interesse rangiert vor dem Interesse privater Kapitalgeber, sollten diese als nicht deckungsgleich erachtet werden.

Man sollte das Fragezeichen, das unter solchen Umständen hinter das Argument der Selbstbindungswirkung zu machen ist, nicht auf die asiatischen Länder beschränken. Auch in der westlichen Welt gibt es zahllose Beispiele aus der Vergangenheit und Gegenwart, die die Nutzung des Bankensystems für „übergeordnete“ staatliche Ziele illustrieren können (*Hellwig* 1999). Hier sei auch daran erinnert, daß in Deutschland noch heute ein maßgeblicher Anteil des Bankenmarktes auf öffentlich-rechtliche Institute entfällt.

Doch selbst bei denjenigen Instituten, die tatsächlich in privatem Eigentum sind und die in einem marktwirtschaftlich geprägten Umfeld agieren, sind berechtigte Zweifel daran anzumelden, ob private Eigner tatsächlich einen spürbaren Einfluß auf die Geschäftspolitik ihrer Bank ausüben können. Privatbankiers, die ihre Bank leiten, gehören weitgehend der Vergangenheit an. Häufig befindet sich das Bankeigenkapital, das von Privatpersonen gehalten wird, in breitem Streubesitz. Die Steuerung der Bank obliegt einem professionellen Management, das weitgehend unbeeinflußt von den Eignern die Geschicke der Bank lenkt.

Es ist insofern das Management, dem Anreize zu „good governance“ gesetzt werden müssen, und vermutlich sind Verluste, die das Bankeigenkapital mindern, für Bankmanager nur mittelbar eine Strafe, die es zu vermeiden gilt. Das sehr viel größere Drohpotential liegt in dem Verlust des Arbeitsplatzes. Doch wird der Basle Accord gebraucht, um dieses Drohpotential zu nutzen? Hilft er dabei, gute Manager von schlechten zu scheiden?

Sicherlich, der Verlust von Eigenkapital, der zu einer Unterschreitung der Angemessenheitsgrenze führt, könnte als einfaches Maß für die Performance des Managements dienen, allerdings nur, wenn das Interesse der Eigner und / oder des Regulators tatsächlich vorrangig im Erhalt des angemessenen Eigenkapitals liegt, und um den Preis, daß Manager auch mit solchen Risiken belastet würden, die sie nicht zu verantworten hätten, nämlich etwa systemischen. Und noch eine weitere Einschränkung ist hinzuzufügen: Die Verletzung der Eigenkapitalnorm wäre nur dann als Auslöser für eine Bestrafung des Managements geeignet, wenn Bilanzen tat-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sächlich die Wahrheit sagen. Bankmanager sind Insider, die an der Erstellung der Bilanz mitwirken und vermutlich den besten Überblick über die wahren Risiken der Bank haben. Wenn sie die harte Strafe des Arbeitsplatzverlustes bei Verletzung der Norm fürchten müssen, würden sie dann nicht alles tun, um Verluste zu verschleiern und Intransparenz aufrechtzuerhalten? Sie hätten vielleicht gar ein stärkeres Motiv, den wahren Zustand der Bank zu verheimlichen, als der Regulator in Japan oder China, der den desolaten Zustand des Bankensystems so lange wie möglich vor der Öffentlichkeit zu verbergen suchte. Die Situation des Managements einer Bank, die Eigenkapital verliert und den Basle Accord nicht mehr erfüllen kann, wäre derjenigen des Managements eines Nicht-Bank-Unternehmens vergleichbar, dem der Konkurs durch Überschuldung droht, nur daß diese Situation, weil es sich eben um eine Bank handelt, die dem Basle Accord unterliegt, früher eintritt. Konkursverschleppung und „gambling for resurrection" ist als eines der zentralen Probleme der „Corporate Governance" eines Unternehmens bekannt. Harte Strafen im Falle des Konkurses erhöhen zwar die Anstrengung, einen solchen zu vermeiden, harte Strafen bewirken aber gleichzeitig, daß im Falle einer Schieflage alles getan wird, um diese nicht aufzudecken (*Aghion/Bolton/Fries* 1999). Dieses Problem würde unter Umständen bei Banken verschärft, falls die Warnglocke der Verletzung des Basle Accord zu drastischen Konsequenzen für das Management führte. Und daß die Geschäfte einer Bank noch lange fortgeführt werden können, auch wenn sie überschuldet ist oder lediglich den Basle Accord verletzt, solange es nur niemand merkt, ist durch die Asienkrise hinlänglich belegt.

Was verbleibt vom Basle Accord als „driving force for good governance", wenn Transparenz über die wahre Höhe des Eigenkapitals und die wahre Höhe der Risiken schwer herzustellen ist? Vielleicht ist die Eigenkapitalnorm des Basle Accord ja ein Instrument, um eine sanfte Behandlung des Bankmanagements durch die korrigierend eingreifende Bankenaufsicht unter Aufrechterhaltung der Unwissenheit bei Eignern und Öffentlichkeit zu ermöglichen, bevor der Konkurs wirklich eingetreten ist. Durch Intransparenz nach außen wird der Anreiz des Managements zur ehrlichen Berichterstattung gegenüber der Bankenaufsicht gefördert, weil harte Strafen (noch) nicht zu befürchten sind. Unter dieser Auslegung des Basle Accord, die lediglich zum Nachdenken anregen soll, würde allerdings die allseits erhobene Forderung nach Transparenz für *alle* wenig Sinn machen. Vielmehr hätten spezielle Rechnungslegungsvorschriften für Banken, wie die im deutschen Recht verankerten Möglichkeiten zu einer für den Bilanzleser nicht nachvollziehbaren Bildung und Auflösung stiller Reserven, ihre Berechtigung.

Die Fragen um den Basle Accord als Präventivinstrument sind zahlreich. Und vermutlich gibt die nächste Finanzkrise, die sicherlich trotz Abänderung des Basle Accord und seiner nahezu weltweiten Implementierung als bankaufsichtsrechtliche Norm nicht ausbleiben wird, neuen Stoff zum Nachdenken.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Literatur

Aghion, P. / *Bolton,* P. / *Fries,* S. (1999): Optimal Design of Bank Bailouts: The Case of Transition Economies, in: Journal of Institutional and Theoretical Economics, vol. 155, S. 51 – 70).

Arnst, B. (1999): The Chinese Banking System in Transition – A Transition from Plan to Market without Instability?, Unpublished Thesis, Department Oosterse en Slavische Studies, Katholieke Universiteit Leuven.

Bank of Japan (1998): Issues Regarding the Japanese Financial System and Monetary Policy, http://165. 76. 125/cgi-bin/nsear.

Blum, J. / *Hellwig,* M. (1995): The macroeconomic implications of capital adequacy requirements for banks, in: European Economic Review, vol. 39, S. 739 –749.

Bonn, J. K. (1998): Bankenkrisen und Bankenregulierung, Gabler, Wiesbaden.

Burnside, C. / *Eichenbaum,* M. / *Rebelo,* S. (1998): Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis, NBER Working Paper No. 6758.

Corsetti, G. / *Pesenti,* P. / *Roubini,* N. (1998a): What caused the Asian currency and financial crisis? Part I: Macroeconomic Overviews, working paper, http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf.

– (1998b): What caused the Asian currency and financial crisis? Part II: The policy debate, working paper, http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf.

Dewatripont, M. / *Tirole,* J. (1994): The Prudential Regulation of Banks, MIT Press, Cambridge Mass.

Diamond, P. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: Review of Economic Studies, vol. 51, S. 393 – 414.

Diaz-Alejandro, C. (1985): Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash, in: Journal of Development Economics, vol. 19, S. 1 – 24.

Engelen, K. C. (1992): Aktienverflechtung zwischen Banken und Unternehmen dürfte lockerer werden, in: Handelsblatt Nr. 66 vom 29. / 30. 8. 1992, S. 12.

Fernald, J. G. / *Babson,* O. D. (1999): Why Has China Survived the Asian Crisis So Well? What Risks Remain? in: Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 633.

Gersbach, H. (1999): Financial Intermediation, Regulation and the Creation of Macroeconomic Risks, Vortrag, Tagung EEA 1999, Santiago de Compostela.

Hawkins, J. (1999): Bank restructuring in South-East Asia, in: Bank for International Settlement: Policy Paper No. 6 – Bank Restructuring in Practice, 1999, S. 197 – 220.

Hawkins, J. / *Turner,* P. (1999): Bank restructuring in practice: an overview, in: Bank for International Settlement: Policy Paper No. 6 – Bank Restructuring in Practice, 1999, S. 6 – 105.

Hellwig, M. (1994): Liquidity provision, banking, and the allocation of interest rate risk, in: European Economic Review, vol. 38, S. 1363 – 1389.

– (1995): Systemic Aspects of Risk Management in Banking and Finance, in: Swiss Journal of Economics and Statistics, vol. 131, S. 723 – 737.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

– (1999): Zur „Volkswirtschaftlichen Verantwortung" der Banken, Working Paper, Universität Mannheim.

IMF (1998a): World Economic Outlook – May 1998, Washington.

– (1998b): World Economic Outlook – October 1998, Washington.

– (1999): A Guide to Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System, 28. 4. 1999, http://www.imf.org/external/np/exr/facts/arch.htm.

IMF Staff Team: Adams, C. / *Mathieson,* D. J. et al. (1998): IMF International Capital Markets 1998. http://www.imf.org./pubs/ft/icm98/index.htm.

Kim, D. (1999): Bank restructuring in Korea, in: Bank for International Settlement: Policy Paper No. 6 – Bank Restructuring in Practice, 1999, S. 143 – 163.

Krugman, P. (1994): The myth of Asia's miracle, in: Foreign Affairs, November / Dezember.

– (1998): What happened to Asia?.mimeo, MIT.

– (1999): Recovery? Don't Bet on It, Time Magazine vom 21. 6. 1999, http://cnn.com/ASIANOW/time/asia/magazine/1999/990621/cover1.html.

Kynge, J. / *Ridding,* J. (1999): China – Asia's next domino? in: Financial Times, June 17.

Ma, J. (1996): China's Banking Sector: from administrative control to a regulatory framework, in: Journal of Contemporary China, vol. 5 (12), S. 155 – 169.

Meister, E. (1998): Supervisory Capital Standards: Modernise or Redesign? in: Economic Policy Review, vol. 4, No. 3, S. 99 – 104.

Nunnenkamp, P. (1999): Der IWF als Krisenursache? IWF-Kredite, Moral Hazard und die Reform der internationalen Finanzarchitektur, Kieler Diskussionsbeitrag 332.

o.V. (1999): Zwischen Euphorie und Panik, in: Asia Bridge vom 2. 10. 1999, S. 1,12.

o.V. (1998a): East Asia's whirlwind hits the Middle Kingdom, in: The Economist vom 14. 2. 1998, S. 63 – 65.

o.V. (1998b): The Worst Banking System in Asia, in: The Economist vom 2. 5. 1998, S. 79 – 81.

o.V. (1998): In Banks We Trust, Far Eastern Economic Review vom 10. 12. 1998, S. 58 – 60.

o.V. (1998): Zhu Rongji on China's Current Financial Situation, Beijing Review vom 9. 3. 1998, S. 15.

Radelet, S. / *Sachs,* J. (1998): The Onset of the East Asian Financial Crisis, Working Paper, Harvard Institute for International Development.

– (1999): What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis? Unpublished Paper, http://www.stern.nyuedu/~nroubini/aisa/AsianCrisis.pdf.

Sender, H. (1998): Out of Asia – Japanese banks and companies head home, in: Far Eastern Economic Review vom 12. 4. 1998, S. 12 – 13.

Stiglitz, J. (1998): Second-Generation Strategies for Reform for China, Address given at Beijing University, in: http://www.worldbank.org/html/extdr/extme/jssp072098.htm.

Terberger-Stoy, E. (1999): Chinas Versuch einer Kreditbereinigung, in: Handelsblatt vom 16. 6. 1999, S. 30.

World Bank (1989): World Development Report 1989, Washington D.C.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Korreferat zum Beitrag von Eva Terberger-Stoy

Von *Heinz-Günter Geis,* Berlin

Auch dieser Beitrag beschäftigt sich mit der asiatischen Finanzkrise aus mikroökonomischer und bankbetrieblicher Perspektive. In seiner Krisenanalyse meint *Krugman* (Jan. 1998), daß es keine Währungskrise im üblichen Stile war, sondern daß in ihr die Finanzinstitute der asiatischen Krisenländer eine ganz zentrale Rolle gespielt haben. Er wirft ihnen Moral Hazard in Form einer exzessiv riskanten Kredit- und Refinanzierungspolitik vor, die „asset price bubbles" zur Folge hatte. Und die Regierungen beschuldigt er, daß sie die Finanzintermediäre gleichzeitig zu wenig reguliert haben und ihnen zu viele – zumindest implizite – Garantien in Form von Einlagensicherung und Zusicherung einer Wechselkursstabilität gegeben haben. Die Rolle einer ungenügenden Bankenregulierung und -aufsicht bei Krisenprophylaxe und -therapie bleibt in seinem Krisenmodell allerdings blaß. Tatsächlich führten fragwürdige Regulierungsdesigns in Schwellenländern, für die auch multilaterale Institutionen mitverantwortlich sind, zu finanzieller Instabilität und hoher Ansteckungsgefahr. Zusätzlich förderten aber auch Regulierungsschwächen in den OECD-Ländern die Gefahr externer Schocks: neue globale Finanzmarkt-Akteure mit großer Marktmacht sind in OECD-Ländern unreguliert, und das Derivategeschäft ist nur schwach reguliert. Man muß wohl den weltweiten Schwächen der Finanzsektorregulierung eine größere Bedeutung beimessen. Die Suche nach einer besseren „International Financial Architecture" (*Tietmeyer* 1999) betrifft alle Länder.

Die folgenden acht Thesen sind keine Gegenthesen zur Analyse von Eva Terberger, sondern nur eine vertiefende Ergänzung. Die Thesen konzentrieren sich auch nur auf die Krisenprophylaxe und -erkennung einer Bankenregulierung und -aufsicht.

These 1: Bankenaufsicht wird in ihrer Interdependenz zur Finanzsektor-Regulierung i.w.S. von Wissenschaft und Politik verkannt.

Eine Reduzierung des möglichen Krisenfaktors Finanzsektor-Regulierung auf mangelhafte Überwachung von Kapitaladäquanzregeln durch die Bankenaufsicht könnte den Blick auf die Fülle der derzeit noch ungelösten Probleme versperren. Abbildung 1 zeigt nur einen Teil des Mikrokosmos einer Finanzsektorregulierung, die auch in Entwicklungs- und Schwellenländern schon ein recht komplexes Baukastensystem ist. Die Regulierung i.e.S. erfolgt in keinem Land aus einem Guß,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schaubild 1

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sondern getrennt in einzelnen Segmenten durch verschiedene Gesetze und Verordnungen und zahlreiche unterschiedliche Institutionen (*Greenbaum/Thakor* 1995, S. 506). Gesetzliche Normen für Finanzintermediäre und Finanzmärkte sind noch am deutlichsten wahrnehmbar. Das jeweilige Regelwerk kann aber aus Sicht der neueren institutionellen Ökonomie nur als unvollständiges, relationales Vertragssystem angesehen werden (*Richter* 1991), in dessen Rahmen dann Aufsichtsgremien wie z. B. die Bankenaufsicht tätig sind, die auf der Basis einer zeitnahen Auslegung des rechtlichen Regulierungsrahmens die Banken überwachen und die Regulierung durchsetzen. Bankenaufsicht ist also nur die Spitze einer Finanzsektorregulierung.

Darüber hinaus benötigen die Institutionen eines Finanzsektors noch viele andere Basiselemente einer Regulierung i.w.S., um überhaupt arbeiten und funktionieren zu können (*Geis* 1989, S. 224 f.). Z. B. setzen Bank- und Finanzgeschäfte und deren Überwachung ein bestimmtes Mindestniveau von relativ zuverlässigen Informationen und an rechtlicher Durchsetzungsfähigkeit von Verträgen voraus. Dabei kommt es nicht nur auf die Qualität der Rechtsnormen an, sondern auch auf die der Rechtsprechung. In den asiatischen Krisenländern war gerade auch der Regulierungsrahmen i.w.S. an vielen Stellen lückenhaft und veraltet, z. B. bezüglich Rechnungswesen, Wirtschaftsprüfung und Publizität, Bewertungsgrundsätze für Banksicherheiten, Insolvenzrecht.

Nicht in Abbildung 1 enthalten sind noch weitere Facetten der Regulierung, hier nur am Beispiel der Bankenregulierung skizziert:

- Moderne Bankregulierung ist immer eine Mischung aus öffentlicher Regulierung und privater Markt-[1] und Gruppenregulierung[2] sowie Selbstregulierung, wobei die privaten Anteile immer mehr zunehmen und die öffentliche Regulierung immer mehr zu einer Überwachung der Kontrolleure wird[3].
- Die öffentliche Regulierung erfolgt wiederum durch zentrale und dezentrale Institutionen, die in zunehmendem Maße Aufgaben an private Spezialisten, z. B. Wirtschaftsprüfer und Informatiker delegieren müssen. – Die Bankenregulierung und -aufsicht umfaßt ein recht weites Spektrum von Aufgaben, von der Formulierung und Überwachung von Kapitaladäquanz- regeln und der Standards eines Risikomanagements bis zur Berufsquali- fikation und Berufsbildung.
- Weitere Bauelemente sind in Übersicht 1 zusammengestellt.

---

1 Z. B. durch Rating-Institute und den Wettbewerb.

2 Bei Kreditgenossenschaften in Deutschland z. B. Prüfungs- und Haftungsverbände.

3 Derzeit werden international die Anforderungen an interne Risk-Management-Modelle diskutiert. Da gute interne Modelle und die ihnen zugrundeliegenden Informationssysteme zu einem immer wichtigeren Wettbewerbsfaktor werden, kann es durchaus sein, daß in Zukunft auch die Bankwirtschaft auf ein Regulierungsmodell der Versicherungswirtschaft zurückgreift: die Bestellung von sog. Aktuaren. Sie sind als interne Kontrolleure bei den Unternehmen beschäftigt, aber der Aufsicht verantwortlich.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Übersicht 1

Bauelemente für das komplexe Design einer Bankenregulierung und Bankenaufsicht

- Unterschiedlich großes Aktions- bzw. Analysefeld: von Finanzsektorregulierung bis Bankenaufsicht i.e.S. und Regulierungsverzicht bei Nearbanks
- Vielfältige institutionelle Organisation und Koordinierung: von Selbstregulierung über private (Gruppen-)Regulierung bis staatliche Regulierung und Kombinationsmöglichkeiten
- Grad der fachlichen Autonomie: Vom Status ähnlich einer modernen ZB bis zur völligen Abhängigkeit vom Finanzministerium
- Vielfältige hierarchische Arbeitsteilung und Koordinierung zwischen zentraler und dezentraler sowie einheitlicher und gruppenspezifischer Regulierung und Kombinationen davon
- Unterschiedliche Ansatzpunkte für Regulierung und Aufsicht: Kasuistische Aufzählung von zugelassenen oder verbotenen Geschäften, Normen für Liquidität, Eigenkapital und Risikomanagement, Normen einer wirtschaftlichen Bilanzanalyse, Personal Qualifikationsprüfung bis hin zur Betriebsprüfung, zu Auflagen und Konzessionsentzug
- Vielfältiges Instrumentarium: von Regelbindung durch feste Regeln (Gesetze, Statuten, Verordnungen, Verträge) bis zu Regeln mit Ausnahmen und diskretionären fallweisen Entscheidungen von Personen-(Gruppen)
- Vielfalt von Zielen und Zielkombinationen: von Vermeidung eines Systemrisikos über allgemeine Marktordnungs-Ziele bis zu Bankkunden- bzw. Sparer/Einlegerschutz, Kreditallokation und monetär-finanzielle Kontrolle der Wirtschaft
- Reichweite von Monetary Financial Institutions (vor allem Geschäftsbanken) bis zu Nearbanks

Übersicht 2

Mögliche Auswirkungen bei Schwäche oder Versagen einer Bankenaufsicht

- keine ausreichenden fachlichen Qualitätstandards beim Bankmanagement
- keine ausreichenden Standards für Methodenpraxis einer Kreditwürdigkeitsprüfung und Projektevaluierung
- keine Bewertungsnormen für Kreditsicherheiten (z.B. Beleihungsgrenzen)
- keine ausreichende Beachtung von Prinzipien eines vernünftigen Liquiditätsmanagements
- keine Sorge für eine Eigenmittel-Unterlegung von Risiken aus der Geschäftstätigkeit; zugleich keine wirksame Begrenzung der Kreditschöpfung und des finanziellen Leverages
- keine Sorge für Aufbau und Einhaltung ausreichender Standards von Systemen eines Risikomanagements bzw. ein sorgloser Umgang mit offenen Positionen
- keine ausreichende Portefolio-Diversifikation und damit Duldung von Risikokonzentration
- keine Einhaltung von Grundsätzen einer ordnungsgemäßen Buchführung und Bilanzierung sowie Publizität und damit Intransparenz und Bewertungswillkür
- keine ausreichende Überwachung der Arbeitsteilung zwischen Banken und Nichtbanken und damit Duldung des Group-Banking bzw. von finanz-industriellen Komplexen
- keine Sorge für Compliance-Regelungen
- kein ausreichender Bankkundenschutz und damit die Gefahr des Aufkommens von Mißtrauen bei Anlegern

Diese möglichen negativen Auswirkungen bei Banken können wiederum ebenfalls negative Sekundärwirkungen bei Kreditnehmern, z.B. Unternehmen und öffentlichen Händen erzeugen.

Derzeit werden von Wissenschaft und Politik relevanten Lücken, Inkompatibilitäten und Widersprüche im Baukastensystem einer Finanzsektorregulierung nicht genauer analysiert und wahrgenommen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

These 2: Bankenaufsicht wird von Wissenschaft und Politik als institutionelles Gestaltungsproblem kaum verstanden, als Schwachstelle und als Krisenfaktor kaum wahrgenommen und in ihrer Komplexität unterschätzt.

Reformmaßnahmen als Krisenprophylaxe und -therapie sind daher meist zu oberflächlich und mit zu kurzem Zeithorizont. Finanzsektorregulierung ist ein äußerst komplexes System von Regeln, Institutionen, Interaktionen und strategischen Spielen, in dem viele Probleme der Information, Kommunikation und der Koordination auftreten und zu Krisenanfälligkeit beitragen können.

An dieser Stelle können nur drei Probleme kurz skizziert werden:

Erstens ist die Qualität der Aufsicht von Finanzintermediären eines Finanzsektors direkt kaum beobachtbar, schon gar nicht in quantativen makro- oder mikroökonomischen Indikatoren. Veröffentliche Rechtsnormen könnten nur in Verbindung mit ihrer Durchsetzung durch Aufsichtsgremien und der Qualität einer Rechtsprechung evaluiert werden (*IFC* 1998, S. X). Die faktische Arbeit einer Bankenaufsicht erfolgt weitgehend unter Ausschluß der Öffentlichkeit. Und auch indirekte quantitative Indikatoren wie z. B. der Anteil von faulen Krediten taugen nichts, da es viele Methoden zum Verdecken und Beschönigen gibt und solche Tricks gerade in Krisensituationen sogar von Aufsichtsbehörden toleriert werden. Dies bedeutet, daß als indirektes Qualitätsindiz nicht einmal Bankstatistiken aussagefähig sind, insbes. nicht in Ländern mit laschen Normen für Rechnungswesen, Wirtschaftsprüfung und Publizität. Aus diesem Grund ist auch die Bedeutung der Bankenaufsicht als Krisenfaktor empirisch-statistisch nicht nachweisbar. Modernisierungs- und Reformprozesse im schlecht beobachtbaren Bereich eines Regulierungssystems verlaufen daher i.d.R. sehr langsam, zu langsam.

Zweitens gibt es bei schlechter Qualität einer Bankenregulierung und -aufsicht eine gefährliche interne Ansteckungsgefahr. Das Fehlen und die Mißachtung von international anerkannten Aufsichtsstandards infiziert auch eine Ebene tiefer das Management von Banken und anderen Finanzintermediären und noch eine Ebene tiefer die Kreditkunden. Übersicht 2 skizziert mögliche Auswirkungen einer schwachen Aufsicht auf der Ebene der Banken. Eine schlechte Bankenregulierung und -aufsicht schwächt auch die Immunsysteme der restlichen Wirtschaft und sorgt gleichzeitig dafür, daß Krisensymptome erst viel zu spät sichtbar werden. Umgekehrt fördert ein gutes Regulierungssystem die Qualität des Risikomanagements bei Finanzintermediären und des Finanzmanagements bei Unternehmen, also auch „good governance" in Unternehmen.

Drittens besteht die Finanzsektorregulierung in den Krisenländern wie in anderen Entwicklungs-, Transformations- und Schwellenländern aus einem löchrigen Patchwork von Normen und Techniken aus verschiedenen Rechts- und Banktraditionen, meist nur adoptiert und nicht angepaßt und auf Kompatibilität geprüft, von einheimischen Lobbies zusätzlich noch entschärft. Daher gibt es meist viele Schnitttstellenprobleme und Regulierungslücken.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

These 3: Weltweit ist man gegenwärtig sehr weit von einer optimalen Bankenaufsicht oder einer „weisen" Finanzsektorregulierung entfernt.

Die Bankenaufsicht steckt derzeit weltweit in einer Krise bedingt durch extrem schnelle Prozesse der Finanzinnovation, durch neue Marktteilnehmer und durch die Globalisierung auf liberalen Weltfinanzmärkten mit weitgehend freiem Kapitalverkehr. *Krugman (*Jan. 1998, S. 3 ff.) identifizierte als wichtige Krisenursache das Moral Hazard-Verhalten der Banken in den Krisenländern, hinter dem lediglich implizit das Problem einer ungenügenden nationalen Bankenregulierung und -aufsicht i.w.S. steht. Meines Erachtens spielte aber bei der asiatischen Finanzkrise die Regulierung und Aufsicht gleich mehrfach eine negative Schlüsselrolle:

- In den Krisenländern selbst, da sie riskante Engagements und Refinanzierungen ohne ausreichendes Risikomanagement und das Kaschieren fragwürdiger Finanzierungsstrukturen tolerierte. Dadurch boten diese Länder gefährliche Angriffsflächen für externe Schocks und interne wie externe Ansteckung.
- Bei Weltbank und IMF, da diese im Design von Finanzsektor-Reformen weite Bereiche der Regulierung vernachlässigten oder vergaßen und insgesamt die Umsetzung von Regulierungsreform nur sehr oberflächlich verfolgten[4].
- Bei der Bankenaufsicht in OECD-Ländern, also auch in den Finanzzentren der Industrieländer, die noch keine ausreichenden Informationssysteme über Derivatemärkte und -nutzung haben und die von Hedge-Fonds ausgehenden Gefahren für externe Schocks unterschätzten.

These 4: Die nationale Bankenaufsicht in den asiatischen Krisenländern ist derzeit in keinem Fall eine fachkompetente, relativ autonome Regulierungs- und Monitoring-Instanz, sondern i.d.R. ein unselbständiges Kreditlenkungskartell zwischen Regierung, Bürokratie und Lobbies. In all diesen Ländern ist das Bankensystem und der Finanzmarkt gleichzeitig über- und unterreguliert. Die Bankenregulierung und -aufsicht konnte beim Tempo der Marktliberalisierung und Marktöffnung nicht mithalten. Dies war u. a. dadurch bedingt, daß die formell existierende, völlig unselbständige Bankenaufsicht nicht die üblichen Aufgaben wie z. B. die Absicherung gegenüber Systemrisiken hatte, sondern nur die finanzielle Wirtschaftsförderungspolitik der Regierung abzusegnen hatte. Ihre Qualität war und ist nicht einmal im Bereich traditioneller Finanzdienstleistungen, z. B. im normalen Bankgeschäft ausreichend; auf innovativen Feldern ist sie nicht existent, noch nicht eingeübt oder inkompetent.

---

[4] Bei einer Feldstudie in Indonesien im Frühjar 1990 identifizierte der Verfasser gefährliche Schwächen in der Bankenaufsicht, der Finanzmarktkontrolle und bei der Unternehmensfinanzierung. Experten von Weltbank und IFC in Jakarta entgegneten der Diagnose und Warnung, zunächst müsse der Liberalisierungsprozeß im Finanzsektor in Schwung kommen, dann könne man über verbesserte Aufsicht nachdenken. Vgl. *Geis* 1990, S. 19 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Für Finanzinstitute waren die Folgen daraus prekär: sie waren einerseits fremdbestimmt, an sehr engen Zügeln und in politische Beziehungskredite gedrängt, andererseits auf anderen und neuen Geschäftsfeldern praktisch unbeaufsichtigt, z. B. im Immobilien-, Auslands- und Derivategeschäft. Aber sie hatten das Privileg, daß sie bei der sich zuspitzenden Krisensituation von der Bankenaufsicht bei der Verschleierung der tatsächlichen Lage unterstützt wurden.

Ein typisches Beispiel hierfür ist Korea. In Korea wurden Finanzsektor-Reformen erst spät und zögernd eingeleitet. Die Zinsliberalisierung begann 1992. Aber immer noch war eine staatliche Kreditlenkung und auch -plafondierung und Zinssubventionierung Kern der staatlichen Industriepolitik (*Müller* 1998, S. 175 f., *Kwack* 1995, S. 618). Bei dieser Strategie einer Entwicklungsfinanzierung wurde auch ein hoher Verschuldungsgrad von Kreditnehmern, insbes. der sog. Chaebols eingeplant und toleriert (*Kwack* 1998, S. 618, *Lee, J.* 1998, S. 641). Es ist zu vermuten, daß die staatlich gelenkte Kreditgewährung der Banken Ende 1996/ Anfang 1997 noch verstärkt wurde, als die ersten Unternehmensgruppen in Insolvenzgefahr gerieten und teilweise zusammenbrachen (*Lee, J.* 1998, S. 638). In Korea ging der Bankenkrise die Krise ihrer Kreditnehmer, insbes. der Chaebols, voraus.

Dagegen wurde versäumt, die Regulierung und den gesetzlichen Rahmen vor einer Liberalisierung und Kapitalmarktöffnung zu modernisieren und an internationale Standards anzupassen (*Kang* 1998, S. 654). Statt dessen beschränkte man sich nur auf die notwendigsten Anpassungen an international vereinbarte Kapitaladäquenz-Richtlinien im Zuge der Aufnahme Koreas in die OECD im Jahre 1996.

Die Kompensation der Banken für ihre weitgehende Entmündigung in einem wenig profitablen, aber sehr riskanten inländischen Kreditgeschäft erfolgte auf zweierlei Art. Einerseits erhielten sie von der Regierung eine subventionierte Einlagenversicherung und die implizite Garantie einer Verteidigung der Währungsparität zum US-$, außerdem weiterhin Schutz vor dem Eintritt neuer Wettbewerber am koreanischen Bankenmarkt (*Kang* 1998, S. 661). Andererseits waren sie auf anderen Geschäftsfeldern, z. B. dem Investment- und Merchant- Banking und der Immobilienfinanzierung weitgehend unkontrolliert. Zu der hohen Riskanz des inländischen Kreditgeschäfts der Banken, erzwungen durch das Kreditlenkungskartell, das „Relationship-Banking" und „Group Banking", kam also Moral Hazard im unregulierten Freiraum. Es seien nur einige Beispiele für besonders riskante Strategien genannt:

- Die extrem hohe Refinanzierung mit – scheinbar billigen – Devisenkrediten, die zudem zu ca. 60 % kurze Laufzeiten hatten und bedenkenlos in langfristige inländische Engagements investiert wurden (*Kwack* 1998, S. 614 ff.).
- Langfristige Kredite in jeweiliger Inlandswährung an Kreditnehmer in anderen asiatischen Ländern mit niedrigem Rating auf der gleichen Devisen-Refinanzierungsbasis, wohl wegen der positiven Zinsspanne zu US-$ und Yen (*Lee,* J.-S. 1998, S. 628 ff.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

– Das hohe Engagement neu lizensierter Merchant-Banks im Derivatehandel. Beim Ausbruch der Krise im November 1997 erlitten sie einen Verlust von 2,5 Milliarden US-$ und konnte ihre OTC-Verpflichtungen nicht mehr erfüllen (*Chang* 1998, S. 1558).

Koreas Banken waren also faktisch teilweise von der Regierung direkt überreguliert, versichert und von Wettbewerbern abgeschirmt, teilweise völlig unterreguliert. Zusätzlich sind die Normen für Rechnungswesen und Wirtschaftsprüfung so lax, daß faule Kredite leicht verschleiert werden konnten. Es verwundert daher nicht, daß selbst revidierte, stark erhöhte statistische Angaben zu „non performing loans" überall auf Skepsis stießen (z. B. *Kang* 1998, S. 654).

Bei dem gegebenen Regulierungschaos in Korea, das zu sehr riskanten Finanzarrangements auf Banken- und Unternehmensebene führte, wundert man sich geradezu, daß die koreanische Finanzkrise erst durch die thailändische ausgelöst wurde. Und man fragt sich, ob dies wirklich der internationalen Finanzwelt verborgen bleiben konnte.

These 5: Bei der Reform der Bankenaufsicht und beim Design einer Finanzsektor-Regulierung hat auch die Weltbank und der IMF versagt.

Alle asiatischen Krisenländer waren in den Jahren 1981 – 1996 z.T. mehrfach Nutznießer von Finanzsektorreform-Projekten der Weltbank. Eine Querschnittsevaluierung der *Weltbank* (1998) vom März 1998 für die Zeit vor der Krise zeigt deutlich, daß die Performance bei Finanzsektorreformen nicht befriedigend war, daß man der Anfälligkeit von Finanzsystemen zu wenig Beachtung beimaß und daß die Lernprozesse in der Weltbank recht langsam verliefen. Wichtige Erkenntnisse über eine „weise" Banken- und Finanzmarktregulierung waren ja bereits 1989 gesammelt (*Weltbank* 1989)[5].

Es ist zu vermuten, daß Weltbank und IMF als Designer und Überwacher von Finanzsektorreformen in der Vergangenheit primär auf vorgelegte Reformkonzepte und gesetzgeberische Maßnahmen im Kernbereich der Finanzsektorregulierung i.e.S. geachtet haben und zu wenig auf die organisatorischen Bedingungen zu deren Umsetzung und auf eklatante Schwächen im weiteren finanzrelevanten rechtlichen Rahmen. Neue Gesetze und Institutionen im Zuge von Finanzsektorreformen blieben häufig und für längere Zeit nur potemkin'sche Dörfer und als solche von vielen Experten der Weltbank und des IMF offenbar unerkannt. Und es ist zu vermuten, daß die gleichen Fehler auch im Politikdialog und bei der vertraglichen Konditionierung von Strukturanpassungsdarlehen gemacht wurden. Es ist eine späte Erkenntnis der Weltbank, daß Finanzsektorreform ein sehr komplexer, langfristiger Prozeß ist (*Weltbank* I 1998, S. 3), insbes. auch ein Lernprozeß, und daß gerade

[5] Der Weltentwicklungsbericht 1989 beruhte zum großen Teil auf dem sog. Levy-Report, der bankintern mehrere Jahre heftig diskutiert wurde, bevor er 1992 in operative Guidelines umgesetzt wurde.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

auch in Phasen der Deregulierung des Finanzsektors und des internationalen Kapitalverkehrs die Überwachung der Finanzintermediäre verstärkt werden muß.

These 6: Auch die relevanten multinationalen und privaten Informationssysteme für die Finanzsektoren der Welt haben versagt.

Die Schwächen der Bankaufsicht und die gefährlichen Praktiken der Banken und Nearbanks konnten weder dem IMF, der Weltbank, der asiatischen Entwicklungsbank und Arbeitsgruppen bei BIZ und OECD, noch privatwirtschaftlichen Institutionen wie Research Departments international tätiger Geschäftsbanken, Rating Argenturen oder dem Institute of International Finance (IIT) in Washington verborgen geblieben sein. Solche Institute sind in einem weiterem Sinne durchaus multilaterale oder private Glieder einer internationalen Finanzmarkt-Regulierung. Dennoch gab es von diesen Instituten keinerlei Vorwarnungen, auch nicht ab den ersten Krisenanzeichen im Frühjahr 1997.

Zweifellos gibt es Probleme beim Umgang mit Informationen in finanziellen Krisensituationen. Schlechte Nachrichten könnten Krisen erst auslösen oder verschärfen, insbes. wenn das Ausmaß an Intransparenz auf den Finanzmärkten sehr groß ist. Es läßt sich wohl bei Finanzkrisen von Ländern nicht vermeiden, daß es interne und öffentliche Systeme der Krisenerkennung, -diagnose und -bewältigung nebeneinander gibt, und daß die Kommunikation und Koordination zwischen Insidern dominiert. Im Rückblick auf die asiatische Finanzkrise ist allerdings bedenklich, daß einerseits die öffentlichen finanzwirtschaftlichen Informationsquellen wie z. B. Rating-Agenturen keine gelbe oder rote Ampel geschaltet haben, andererseits nachträglich auch nicht bekannt wurde, daß im Dialog zwischen Krisenländern und Insiderinstituten wie dem IMF und der Weltbank gelbe oder rote Karten gezeigt oder angedroht wurden.

Offenbar sind die derzeitigen Informationssysteme für Finanzsektoren längst nicht mehr für globalisierte und deregulierte Finanzmärkte geeignet. Und nachdem man schon seit einigen Jahren über die Japan-Krise diskutiert, konnte man eigentlich nicht mehr von den Gefahren eines „asset-price-bubble" überrascht werden, schon gar nicht in Ost- und Südostasien.

In einer Weltbankstudie (Vol. II, 1998: S. 109 ff.) wird ein System von „Financial Fragility Indikators" vorgeschlagen, wobei Makro-Indikatoren, mikroökonomische / institutionelle Indikatoren und speziell auf die Zentralbank bezogene Indikatoren unterschieden werden. Sie sollen keine Frühwarnindikatoren sein, sondern nur Licht auf die Krisenanfälligkeit eines Systems werfen. Aus dem Blickwinkel eines institutionellen Mikroökonomen und auch eines Bank- und Finanzmarktpraktikers sind erhebliche Zweifel an der Diagnosefähigkeit dieses Indikatorensystems anzumelden. Zu viele Beobachtungsfelder sind ausgeklammert, zu viele Indikatoren sind quantitativ und noch dazu auf leicht manipulierbare Daten, z. B. Non-performing Loans, bezogen. Dagegen sind weichere, institutionelle Indikatoren deutlich unterrepräsentiert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

These 7: Besonders schwerwiegend ist die Unterschätzung eines neuen Typs von globalen Playern an den Finanzmärkten, den sog. Hedge-Fonds.

Die Kombination von schwacher Bankenaufsicht, riskanten Geschäftspraktiken der Banken und großer Marktmacht völlig unregulierter Hedge-Fonds spielte eine Schlüsselrolle in der asiatischen Finanzkrise. Bei der damaligen und auch heute noch nicht voll behobenen Anfälligkeit der Finanzsektoren in den asiatischen Krisenländern haben mögliche externe Schocks eine besonders große Wirkung und erhöhen auch die internationale Ansteckungsgefahr. Daher ist die Unterschätzung von sog. Hedge-Fonds durch die Regulierungsbehörden der OECD-Länder ein Fehler.

Gefährlich sind diese Fonds wegen ihres sehr hohen finanziellen Leverage und der sich daraus ergebenden Marktmacht. Der Long Term Capital Management (LTCM)-Fonds allein nahm z. B. mit einem Eigenkapital von 2,3 Milliarden US-$ weitere 120 Milliarden US-$ als Kredite auf und hatte zum Zeitpunkt seines Zusammenbruchs im Herbst 1998 ein (Termin-)Kontraktvolumen von ca. 1.200 Milliarden US-$.[6] Daraus ergibt sich ein finanzieller Gesamt-Leverage von 500–600, was einer Eigenkapital-Unterlegung von ca. 0,2 % entspricht. Die Marktmacht wird deutlich, wenn man bedenkt, daß das Kontraktvolumen dieses einen Fonds etwa den Devisenreserven aller Zentralbanken entspricht. Die Zahl solcher Fonds liegt bei vorsichtigen Schätzungen bei über 5.500 (*Deutsche Bundesbank* 1999: S. 34). Mit einem solchen Interventionsvolumen, das durch Herdenverhalten und konzertierte, zeitlich abgestimmte Aktionen mehrerer Fonds noch weiter vergrößert werden kann, lassen sich durchaus erfolgreich spekulative Attacken auf die Währung, den Zinsterminmarkt und den Aktienmarkt einer Wirtschaft organisieren. Der IMF (*Eichengreen* et. al.: 1998) und auch die *Deutsche Bundesbank* (Monatsbericht März 1999: S. 31 ff.) scheinen die von solchen Fonds ausgehenden Gefahren immer noch zu unterschätzen. So verwendet die *Deutsche Bundesbank* für ihre Analysen Angaben aus einer Befragung von Hedge-Fonds-Managern durch eine private Consulting. Glaubt man deren Angaben, so würden 30,1 % der Fonds ohne Leverage, 54,3 % nur mit einem Leverage von 2 : 1 und nur 16,6 % mit einem höheren Leverage arbeiten. Beim LTCM-Fond aber war der Leverage ohne Terminkontrakte bereits 52 : 1. Hinzu kam der Leverage aus einem extrem großen Volumen von Derivaten[7].

Solche Hedge-Fonds sind direkt kaum zu regulieren und zu überwachen, da sie als Unternehmen schwer zu erfassen sind und auch i.d.R. aus Regulierungs-[8] und

---

6 Als gute Darstellung aus der Presse hierzu vgl. o.V.: Spekulation „Salz in der Suppe"; in: Der Spiegel Nr. 41 / 1998, S. 114 f. In anderen Quellen finden sich vergleichbare Zahlenangaben.

7 Nach Vermutung von informierten Bankern lag der gesamte Leverage sogar über 600, da wohl auch die Eigenmittel teilweise fremdfinanziert waren.

8 Auch in den USA und Großbritannien sind solche Fonds faktisch unreguliert. Vgl. *Deutsche Bundesbank* 1999, S. 42 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Steueroasen heraus operieren. Da sie aber nicht nur mit Eigenmitteln, sondern auch mit Fremdkapital arbeiten, könnte die Regulierung an der Bankfinanzierung solcher Fonds ansetzen. Aber erst nach dem Zusammenbruch des LTCM-Fonds im Herbst 1998 fingen die Bankaufsichtsbehörden der OECD-Länder an, solche Bankkredite aufzuspüren.

Die Kombination von schwacher Bankenregulierung und -aufsicht, riskanten Geschäftspraktiken der Banken und der großen Marktmacht völlig unregulierter Hedge-Fonds spielte eine Schlüsselrolle in der asiatischen Finanzkrise.

These 8: Die Gefahr von Finanzkrisen wird uns noch lange begleiten, da Reform- und Lernprozesse sehr langsam verlaufen.

Und es mangelt z. B. an:

- internationaler Koordination für Mindeststandards bei der Bankenaufsicht, der Rechnungslegung und Transparenz sowie bei Bewertungsnormen,
- Know How zum Aufbau und Monitoring von Risk-Managementsystemen, insbesondere auch bezüglich interner Risk-Management-Modelle,
- der Entwicklung von Grundzügen einer Marktkultur und Marktorganisation für Derivate- und Internet-Finanzgeschäfte.

Durch die asiatische Finanzkrise wurde uns die Bedeutung der Infrastruktur von Finanzmärkten in einem weiten Sinne deutlich vor Augen geführt. Sie hat auch den Mangel an guten Analytikern, Prognostikern und Regulatoren des Finanzwesens gezeigt, die angemessen mit institutionellen Fragen, mit verhaltensbedingten Risiken und Finanzinnovationen umgehen können. Zu wenige von ihnen beachten auch „weiche", nicht quantitativ meßbare Informationen, Indizien und Signale für Schwachstellen und Krisenanfälligkeit eines Finanzsektors.

Während die Transformation des Bankgeschäfts (*Franke,* 1998), weltweit mit hoher und zunehmender Geschwindigkeit abläuft, reagiert die Regulierung und Aufsicht der Finanzsektoren weiterhin recht langsam darauf. Es ist *Garten* wohl zuzustimmen, wenn er etwas sarkastisch meint, für „Emerging Markets" wäre der notwendige Anpassungszeitraum wohl eine ganze Generation, „... a generation of training in financial regulation, supervision and creation of bankrupty laws and systems of corporate governance" (1999: S. 86).

Literatur

Chang, Ha-Joon (1998): Korea: The Misunderstood Crisis; in: World Development, Vol. 26, No. 8, S. 1555 ff.

Eichengreen et al. (1998): Hedge Funds und Financial Market Dynamics, International Monetary Fund, Occasional Paper No. 166, Washington, D.C. Mai 1998.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Franke, Günter (1998): Transformation of Banks and Bank Services; in: Journal of Institutional and Theoretical Economics, Vol. 154, S. 109 ff.

Garten, J. E. (1999): Lessons for the Next Financial Crises; in: Foreign Affairs, March / April, S. 76 ff.

Geis, Heinz-Günter (1989): Kapitalmärkte und Finanzielle Institutionen in Entwicklungsländern; in: Körner, H. (Hrsg.): Zur Analyse von Institutionen im Entwicklungsprozeß und in der internationalen Zusammenarbeit, Berlin, S. 215 ff.

– (1990): Betriebliche Kooperation Indonesien, Berlin.

Greenbaum, Stuart, I. / *Thakor,* Anjan V. (1995): Contemporary Financial Intermediation, The Dryden Press, Orlando / Florida.

IMF Staff (1998): The Asian Crisis. Causes and Cures; in: Finance & Development, Vol. 35, Nr. 2, S. 18 ff.

International Finance Corporation (1998): Financial Institutions. Lessons of Experience, No. 6, Washington D.C.

Kang, Byng Ho (1998): Restructuring of Financial Institutions and the Corporate Sector in Korea; in: Journal of Asian Economics, Vol. 9, S. 653 ff.

Krugman, Paul (1998): What Happened to Asia? in: Internet http: / / web.mit.edu / Krugman / www / DISINTER.html.

Kwack, Sun Yeung (1998): Factos Contributing to the Financial Crisis in Korea; In: Journal of Asian Economics, Vol. 9, S. 611 ff.

Lee, Jisoon (1998): Causes for Business Failures: Understanding the 1997 Korean Crisis; in: Journal of Asian Economics, Vol. 9, S. 637 ff.

Lee, Yong-Sun (1998): A Political Economy Analysis of the Korean Crisis; in: Journal of Asian Economics, Vol. 9, S. 627 ff.

Müller, R. (1998): The Financial System in South Korea: Intermediation Inefficiency, Crisis and Reform; in: Menkhoff, L. / Reszat, B. (Hrsg.): Asian Financial Markets – Structures, Policy Issues and Prospects, S. 171 ff.

o.V. (1998): Spekulation „Salz in der Suppe"; in: Der Spiegel, Nr. 41, S. 114 f.

Richter, Rudolf (1991): Bankenregulierung aus der Sicht der Neuen Institutionen-Ökonomik; in: Siebke, Jürgen (Hrsg.): Finanzintermediation, Bankenregulierung und Finanzmarktintegration, Berlin.

Tietmeyer, H. (1999): Internationale Zusammenarbeit und Koordination auf dem Gebiet der Aufsicht und Überwachung des Finanzmarkts; in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Mai 1999, S. 5 ff.

Weltbank (1989): Weltentwicklungsbericht 1989 Finanzsysteme und Entwicklung, Washington D.C.

World Bank (1998): Financial Sector Reform: A Review of World Bank Assistance. Document of the World Bank, Vol. I: Overview, Vol. II: Main Report, Report No. 17454, Washington D.C., März.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Transmissionsmechanismen zwischen Finanzmarkt und dem realen Sektor: Lehren aus der Asienkrise

Von *Torsten Amelung,* Köln*

A. Einleitung

Die Asienkrise, deren Entstehen sich bereits in 1997 abzeichnete, stellt seit nunmehr zwei Jahren für die Wirtschaftswissenschaften und für die Politik eine gewaltige Herausforderung dar. Zwar zeichnet sich bereits deutlich ein Aufschwung in den Staaten ab, in denen die Krise ausbrach. Die Diskussion darüber, wie derartige Krisen geheilt oder verhindert werden können, dauert jedoch noch an. Denn zu groß war die Ratlosigkeit von Politikern, Beratern, Investoren und selbst Wirtschaftswissenschaftlern, die vor einer Vielzahl von Fragen standen, von denen nur einige hier aufgeführt werden sollen:

- Warum konnte die Krise, die mit der Pleite von einigen wenigen Großunternehmen und Banken begann, eine ganze Wirtschaftsregion in die Krise stürzen?
- Wie konnte sich die Krise so schnell auch über Asien hinaus ausbreiten?
- Warum hat die Finanzkrise anders als die letzen Börsenkräche in der westlichen Welt derartig einschneidende Wirkungen für die Investitionen und den Konsum in den betroffenen Ländern?
- Warum hat die klassische Stabilitätspolitik versagt und die realen Auswirkungen der Krise teilweise noch verschlimmert?

Das vorliegende Papier wird sicherlich keine Antworten für diese Fragen entwickeln, sondern lediglich Vermutungen darüber anstellen können, in welchen Phänomenen, Theoriegebäuden und Politikmaßnahmen erfolgversprechende Ansätze liegen könnten. Im folgenden Abschnitt wird kurz auf die chronologische Abfolge der einzelnen Stadien der Krise eingegangen. Danach wird ebenso kurz die Globalisierung der Finanzmärkte eingegangen, deren Funktionsweise eine Schlüsselfunktion für die Erklärung der Ausbreitung der Krise hat. Anschließend werden Hypothesen formuliert, wie selbst kurzfristige Einbrüche an den Finanz-

* Der Autor dankt Herrn Prof. Dr. Hans-Peter Nissen und Frau Dipl.Volksw. Kathrin Utsch für wertvolle Kommentare und Anregungen, die Inhalt und Aussage des folgenden Aufsatzes wesentlich verbessert haben.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

märkten den Konsum und die Investitionen in der Region nachhaltig stören können. Im fünften Abschnitt wird auf die Lehren eingegangen, die sich für die Stabilisierungs-, für die Strukturpolitik und für notwendige Regulierung ergeben.

Die Entstehung und die Folgen der Asienkrise haben in den letzten Monaten eine Flut von wissenschaftlichen Ideen und Ansätzen hervorgerufen, von denen nur ein ganz geringer Teil bis heute Eingang in die referierten Zeitschriften gefunden hat. Aus Gründen der Aktualität basiert ein großer Teil der in diesem Aufsatz angesprochenen Themen aus Veröffentlichungen im Internet, Arbeitspapieren und Mimeos, ohne daß dabei ein Anspruch auf eine nur annähernd vollständige Abbildung der relevanten Literatur abgeleitet wird.

B. Die Chronologie einer Krise: Symptome, Ursachen und Folgen

Erste Anzeichen einer Krise waren bereits Anfang 1997 erkennbar, als ähnlich wie in der vorangegangenen japanischen Finanzkrise die ersten Jaebols in der Republik Korea zahlungsunfähig wurden und die thailändische Regierung notleidende, wenn auch real besicherte Kredite zu Sicherung des Bankensystems übernehmen mußte.

Zu diesem Zeitpunkt beruhigte der IMF die internationale Finanzwelt mit der Einschätzung, daß es sich hierbei um lokale Phänomene ohne die Gefahr einer Wirtschaftskrise handele (*Roubini,* 1998). Diese Einschätzung war sicherlich richtig vor dem Hintergrund der makroökonomischen Daten. Es mag dahingestellt sein, ob diese Einschätzungen als Beruhigung für die Finanzmärkte und somit eher politisch zu sehen sind oder den wahren Informationsstand des IMF widerpiegelten.

Sicherlich war unverkennbar, daß in einzelnen Ländern ein leichter Rückgang des Wachstums, leichte inflationäre Tendenzen und damit verbunden eine leichte Aufwertung sowie gundlegende politische Probleme offensichtlich wurden. Die reale Aufwertung der Währungen hatte jedoch noch keine absehbaren Folgen auf den realen Sektor. Die Leistungsbilanzsalden, wie sie in der Tabelle 1 aufgeführt sind, ließen keinen Rückgang der Exporte oder einen Anstieg der Importe erkennen. Ebenso wenig taugen andere makroökonomische Größen als Erklärung, geschweige denn als Frühwarnmechanismus für das, was sich daraus enwickelte.

Tatsache ist jedoch, daß die meisten Ökonomen die Ursache-Wirkungskette (s. Schaubild 1) mangels Informationen unterschätzt haben. Denn die täglichen Nachrichten von der finanziellen Schwäche von Großunternehmen und Banken in Südkorea, Thailand und auch auf den Philippinen nährte Zweifel bei den großen Invesmentfonds, die bis dahin in großem Umfang Risikokapital in diese Länder gelenkt hatten. Diese Unsicherheit in den Erwartungen der Fondmanager und An-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

leger wurde verstärkt, als selbst die malaysische Zentralbank die Möglichkeiten der Kreditvergabe mit Immobilien und Wertpapieren als Besicherung stark absenkte. Das Vertrauen der Finanzmärkte sank zum ersten mal auf den Null-Punkt, als im Mai 1997 spekulative Attacken gegen den thailändischen Baht eine Spirale von Kapitalflucht und Abwertungen bewirkten. Fast alle Staaten Südostasiens versuchten, ihren Wechselkurs durch Stützungskäufe und höhere Zinssätze zu verteidigen. Bereits Anfang Juli 1997 baten Thailand und die Philippinen den IMF wegen der dramatisch abnehmenden Devisenreserven um Hilfe. Im Oktober folgte dann Indonesien. Beide Länder gingen nach einer ersten Runde der Abwertungen zu einem Managed-floating-System über und gaben die feste Bindung an den US-Dollar auf.

Tabelle 1

Leistungsbilanzsalden der asiatischen Länder im Verhältnis zum BIP

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Süd-Korea	– 1,24	– 3,16	– 1,7	– 0,16	– 1,45	– 1,91	– 4,89
Indonesien	– 4,40	– 4,40	– 2,46	– 0,82	– 1,54	– 4,25	– 3,41
Malaysia	– 2,27	– 9,08	– 4,06	– 10,11	– 11,51	– 13,45	– 5,99
Philippinen	– 6,30	– 2,46	– 3,17	– 6,69	– 3,74	– 5,06	– 5,86
Singapur	9,45	12,36	12,38	8,48	18,12	17,93	16,26
Thailand	– 8,74	– 8,61	– 6,28	– 6,50	– 7,16	– 9,00	– 9,18
HongKong	8,40	6,58	5,26	8,14	1,98	– 2,21	0,58
China	3,02	3,07	1,09	– 2,17	1,17	1,02	– 0,34

Quelle: Roubini (1999).

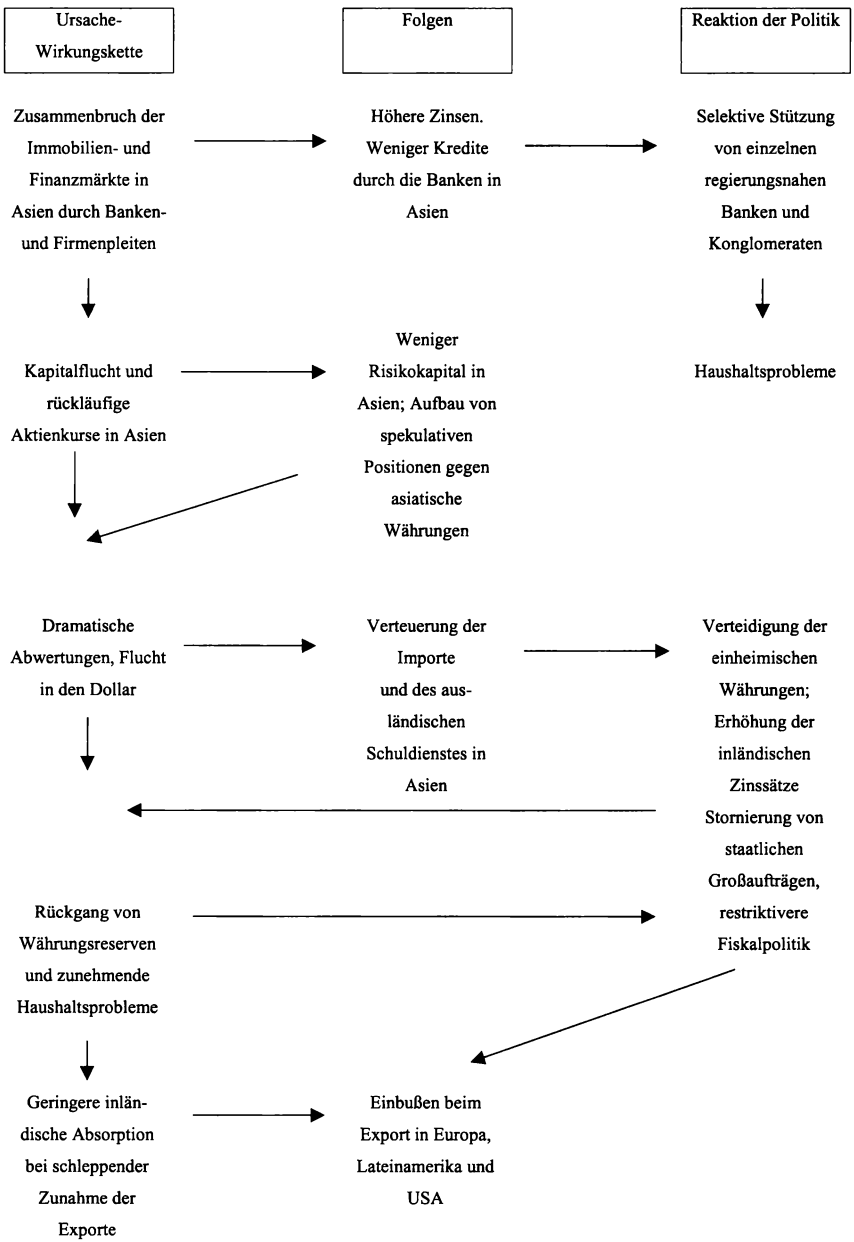
Die Abwertungen und die Schwierigkeiten im Finanzsektor hatten bereits im Sommer 1997 erhebliche Auswirkungen auf den realen Sektor und verschlechterten die Konjunkturaussichten in Südostasien dramatisch. Im Oktober 1997 griff die Krise auf Lateinamerika über. Auch hier begannen Investmentfonds und Anleger in großem Umfang Portfolioinvestitionen abzuziehen und brachten damit die Währungen in Lateinamerika ins Rutschen. Durch die Ansteckung Lateinamerikas wurden die Wachstumsaussichten der USA, Australien, Neuseeland und anderen OECD-Ländern beeinträchtigt, so daß das erhoffte Wachstum der Exporte in den Krisenländern nur langsam oder gar nicht einsetzte. Dies hatte wiederum Auswirkungen auf die Gewinnerwartungen in den Unternehmen. Weltweit gaben die Börsen Zug um Zug nach und verschärften die Krise in Asien durch negative Rückkoppelungseffekte.

Der IMF reagierte durch Beistandskredite und schnelle Stabilisierungsprogramme. Der IMF setzte sich für eine restriktive Finanz- und Geldpolitik sowie für eine konsequente Schließung der betroffenen Unternehmen und Banken ein. Durch

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schaubild 1

Ursachen-Wirkungskette der Asienkrise



DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

das Eingreifen des IMF kam es immer wieder zu einem Stop der Kurseinbrüche an den asiatischen Börsen und an den Devisenmärkten. Die hohen Zinsen und die Zahlungsausfälle brachten in den Krisenländern jedoch immer mehr Unternehmen und Banken in Liquiditätsschwierigkeiten. Durch neue Bank- und Firmenzusammenbrüche und durch den internationalen Konjunkturzusammenhang wurden die Aktien- und Devisenkurse immer wieder in eine neue Baisse gestürzt. Die in Schaubild 1 beschriebene Ursachen-Wirkungskette fand daher immer wieder neue Nahrung. Zwar war an keinem Tag an den asiatischen Börsen ein Abrutschen der Wechselkurse und der Aktienindices um mehr als 10 % zu verzeichnen. Anders als die bisherigen Kurseinbrüche an den Börsen trat jedoch keine schnelle Erholung ein, weil immer wieder neue schlechte Nachrichten aus dem Finanzsektor und die realen Auswirkungen der Finanzkrise eine Abwärtsspirale in mehreren Schritten in Gang setzten.

C. Die Globalisierung der Finanzmärkte als neues Paradigma

Der enge Zusammenhang zwischen panischen Finanzmärkten und sich verschlechternden Konjunkturaussichten läßt sich nicht ohne eine genauere Betrachtung der Struktur und Funktionsweise der internationalen Finanzmärkte erklären. Wichtig sind dabei insbesondere folgende Phänomene:

- die Globalisierung der Portfolioinvestitionen
- die damit verbundene Gefahr von spekulativen Blasen
- die Bedeutung der Transparenz im Unternehmenssektor
- die Volatilität der Finanzmärkte in Abhängigkeit von Erwartungen
- schwindende Marktmacht von Zentralbanken durch den Anstieg des Derivatenmarktes.

Die Globalisierung äußert sich in erster Linie durch die Senkung der Transaktionskosten im grenzüberschreitenden Güter- und Kapitalverkehr (*Amelung,* 1991). Diese Senkung der Transaktionskosten wurde durch die Liberalisierung der nationalen Güter- und Kapitalmärkte sowie die technologische Revolution in der Kommunikationstechnologie erreicht. Die Globalisierung spiegelt sich daher eher in einer Zunahme des Informationsflusses zwischen den Ländern wider. Dieser Informationsfluß führt insbesondere zu einer stärkeren Integration der internationalen Kapitalmärkte und damit zu einer starken Zunahme der grenzüberschreitenden Portfolioinvestitionen. Die strukturellen Änderungen an den Finanzmärkten sind die eigentlichen Triebkräfte der Globalisierung:

Denn der Effekt der Globalisierung läßt sich heute kaum noch an der zunehmenden Bedeutung des Welthandels und der ausländischen Direktinvestitionen ablesen. Wie aus der Tabelle 2 entnommen werden kann, haben sich letztere Größen in

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

den vergangenen Jahrzehnten nicht nachhaltig verändert. Zwar ermöglichen es die neuen Kommunikationstechnologien, Produktions- und Geschäftsprozesse stärker als bisher räumlich zu trennen (*Amelung,* 1999). Dies bewirkt für sich genommen jedoch noch keinen Anstieg der Direktinvestitionen. Während früher derartige Direktinvestitionen lediglich zur Markterschließung in einzelnen Ländern getätigt wurden, werden heute ganze Regionen von einzelnen Auslandsstützpunkten versorgt. Dadurch werden erhebliche Economies-of-scale erzielt, so daß das erforderliche Kapital zur Markterschließung insgesamt erheblich gesunken ist. Ein Beispiel hierfür ist die Konzentration der Regional Headquarters von Unternehmen aus Drittländern innerhalb der EU und ASEAN. Darüber hinaus haben ausländische Direktinvesitionen zum Teil den Handel zwischen den Regionen ersetzt, indem durch die Direktinvestitionen die erforderlichen Produktions- und Vertriebsstützpunkte aufgebaut wurden. Anstatt in andere Länder zu exportieren ziehen es insbesondere multinationale Unternehmen vor, vor Ort die Produktion und den Vertrieb aufzubauen. Dadurch kommt es trotz stärkerer internationaler Verflechtung nicht zu einer schnellen Ausweitung des Außenhandels.

Bei den Portfolioinvestitionen haben die Liberalisierung der Märkte und die neuen Informationstechnologien zu einem erheblichen Anstieg geführt. Der Trend zur Beschaffung von Risikokapital über Börsen sowie der Anstieg der Portfolioinvestitionen schlagen sich in der dramatischen Zunahme der Börsenkapitalisierung nieder (s. Tabelle 2). Nur durch die schnelle grenzüberschreitende Diffusion von Informationen ist es möglich, die erforderlichen Daten zum grenzüberschreitenden Handel von Aktien und Obligationen darzubieten. Der Trend zur Einrichtung von Börsen insbesondere in den Schwellenländern hat dazu geführt, daß ein Teil des Risikokapitals, das in den OECD-Ländern aufgebracht wurde, in die neuen Wertpapiermärkte in Asien gelenkt wurde. Dadurch bekam der grenzüberschreitende Kapitalmarkt ein Volumen, dessen Höhe nicht mehr in Statistiken Eingang findet. Schätzungen zufolge werden an den internationalen Kapitalmärkten täglich Transaktionen getätigt, die den Wert des Außenhandels um das 60fache überschreiten. Vor diesem Hintergrund sind es die Portfolioinvestitionen, die in immer stärkerem Ausmaß Wechselkurse und Vermögenspositionen beeinflussen. Dies wird auch aus der Tabelle 3 deutlich, in der lediglich die langfristigen saldierten Portfolioinvestitionen in Asien aufgeführt sind. Während andere Finanzströme vergleichsweise stabil waren oder – wie die staatlichen Hilfen – aufgrund der Krise erhöht wurden, kippten die Portfolioinvestitionen im Zeichen der Krise um und lösten die Krise zum Teil aus.

Portfolioinvestitionen und Wertpapierpositionen können kurzfristig von einer Region der Welt in eine andere gelenkt oder aufgelöst werden, wenn dies den Erwartungen oder bestimmten Zielvorgaben entspricht. Oft werden Kauf- oder Verkaufsorders nicht mehr manuell durch Einzelentscheidung ausgeführt. Vielmehr übernehmen es heute EDV-Programme, daß bestimmte Positionen eines Portfolios aufgebaut oder aufgegeben werden, wenn eine Senkung oder ein Anstieg des Wertes erreicht ist.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 2

Kennzahlen der Globalisierung

	1980	1996
Welthandel	3.879 Mrd. $	10.953 Mrd. $
Welthandel / Welt-BSP	39 %	43 %
Ausländische Direktinvestitionen	191 Mrd. $	315 Mrd. $
Ausländische Direktinvestitionen / Welt-BSP	1,8 %	1,2 %
Börsenkapitalisierung	9.399 Mrd. $ (1990)	20.178 Mrd. $

Quelle: World Bank (1998), eigene Berechnungen.

Tabelle 3

Nettokapitalströme in Asien (Mrd. $)

	1994	1995	1996	1997	1998
Private Nettokapitalströme	63	92	102	38	1
– Netto-Direktinvestitionen	43	50	59	55	41
– Netto-Portfolioinvestitionen	11	11	10	– 2	– 7
– Andere kurzfristige Transaktionen	8	31	34	– 15	– 32
Staatliche Netto-Finanzströme	6	5	9	18	25

Quelle: IMF (1998).

Dieses Phänomen hat im Zuge der Asienkrise ein wesentliche Rolle gespielt. Die zunehmende Finanzierung der Unternehmen auch in Asien über die Börse hat erhebliche Investitionsströme nach Asien gelenkt und in noch stärkerem Ausmaß als in den USA und in Europa die Börsenkurse ansteigen lassen, da der Markt gemessen am gewaltigen Volumen der Kapitalimporte relativ eng war. In ähnlicher Weise stiegen die Preise am Immobilienmarkt an und verursachten eine spekulative Blase (Bubble-economy). Dieses Problem der spekulativen Blasen hat wenig mit uninformierten Wirtschaftssubjekten und dem sog. Herdentrieb zu tun. Vielmehr ist es auch bei rationalen Erwartungen erklärbar, daß derartige spekulative Blasen entstehen. Solange der einzelne Anleger davon ausgehen kann, daß das von ihm nachgefragte Wertpapier auch von anderen Investoren gekauft und gehalten wird, ist es aus seiner Sicht rational, das Wertpapier zu halten, weil er dadurch die erwarteten Kursgewinne realisieren kann.

Vernachlässigt wurde dabei von den Nehmerländern, daß es sich um hochgradig volatiles Kapital handelte. Während in den westlichen Ländern Unternehmen gehalten sind, durch eine möglichste große Transparenz sich das Vertrauen am Kapi-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

talmarkt zu erhalten, waren die stark diversifizierten Konglomerate für die Investoren aus den westlichen Ländern wenig kalkulierbar. Die Erfahrung in Thailand und Korea ließ jedoch Investoren vorsichtig werden, da ähnliche Risiken aufgrund mangelnder Transparenz auch in anderen asiatischen Ländern und auch in Lateinamerika vermutet wurden. Dadurch kam es in vergleichsweise stabilen Ländern wie Malaysia und Taiwan ebenfalls zu starken Kurseinbrüchen und zur Kapitalflucht. Bezeichnenderweise fiel diese in Taiwan wesentlich geringer aus, da dieses Land über transparentere Unternehmensstrukturen verfügt als andere Länder Südostasien, bei denen die Analysten kaum Ansatzpunkte über die Werthaltigkeit der Unternehmen herleiten können.

Ebenso volatil sind die kurzfristigen Kredite privater Banken, die ebenfalls im Fall der Asienkrise eine bedeutsame Rolle gespielt haben.

Tabelle 4

Verbindlichkeiten gegenüber BIS-Banken (% des BIP)

Land	1993	1997	Prozentualer Anteil der kurzfristigen Kredite (< 1 Jahr) 1996
China	8	10	49
Südkorea	14	23	67
Indonesien	24	29	61
Malaysia	25	30	50
Taiwan	10	7	84
Singapur	400	307	92
Thailand	27	52	65

Vor der Krise haben eine Reihe von Banken ihre kurzfristigen Kredite an die Länder Südostasiens dramatisch ausgeweitet. Die zunehmende Value-at-Risk-Philosopohie hat dazu geführt, daß Banken an vermeintlich stabile Nicht-OECD-Länder tendenziell eher kurzfristige Kredite geben, weil diese bei der Bewertung des Risikos in geringerem Umfang berücksichtigt werden.

Im Fall einer Krise oder bei entsprechenden Erwartungen kann diese Fristenstruktur panikartige Reaktionen und erhebliche Kapitalexporte hervorrufen.

Das Problem der Panik-Reaktion wurde in einem Modell von *Diamond* und *Dybvig* (1983) untersucht. Demnach haben alle Banken das Problem, daß sie mit kurzfristigen Einlagen langfristige Kredite vergeben. Solange die Kreditoren der Bank die Erwartungen hegen, daß auch alle anderen Eigentümer der Einlagen von der Zurückzahlung und der Sicherheit dieser Einlagen ausgehen, befindet sich der Markt in einem stabilen Gleichgewicht. Wenn jedoch die Erwartung besteht, daß

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

die anderen Eigentümer der Einlagen keine weiteren Einlagen zur Verfügung stellen oder diese aufgrund von Zweifeln im Hinblick auf die Kreditwürdigkeit zurückziehen könnten, dann wird ein Eigentümer von Einlagen unter rationalen Erwartungen zur Bank gehen und diese Einlagen möglichst schnell abziehen. Dieses Problem der Einlagen kann daher nur durch eine Versicherung der Einlagen beseitigt werden. Diamond und Dybvig gehen daher von zwei möglichen Gleichgewichten am Kreditmarkt aus: einem Gleichgewicht, bei dem die Erwartung hinsichtlich der Stabilität der Einlagen besteht, während in einem anderen Gleichgewicht die Wirtschaftssubjekte ihre Einlagen zurückziehen. Dies führt in der Regel zur Zahlungsunfähigkeit der betreffenden Bank und u.U. auch zum wirtschaftlichen Zusammenbruch der Debitoren der betreffenden Bank.

Diese Sichtweise läßt sich in ähnlicher Form auch auf den Risikokapitalmarkt übertragen. Ein Unternehmen legt das durch die Ausgabe von Aktien beschaffte Eigenkapital in der Regel langfristig an. Solange die einzelnen Anteilseigner die Erwartung haben, daß diese Papiere auch in Zukunft von anderen Investoren nachgefragt werden, verhalten sie sich rational: Sie werden diese Anteile kaufen und halten, da durch das Wissen um das Verhalten der anderen Marktteilnehmer eine Steigerung des Wertes vorprogrammiert ist. Dadurch können spekulative Blasen entstehen, die die Aktienkurse deutlich über den realen Wert ansteigen lassen. Dieses spekulative Gleichgewicht ist jedoch nur solange stabil, wie die Aktionäre von der Erwartung ausgehen, daß die anderen Aktionäre die Aktien nach wie vor halten werden. Sobald Erwartungen aufkommen, daß andere Aktionäre ihre Papiere verkaufen könnten, ist es rational, ebenfalls möglichst schnell die Aktien zu veräußern. Zwar kann eine Unternehmung durch Verfall der Aktienkurse nicht direkt zahlungsunfähig werden. Allerdings hat dies erhebliche Auswirkungen auf die Finanzierungsmöglichkeiten eines Unternehmens. Die Eigenkapitalbasis und deren Bewertung ist eine wesentliche Bewertungsgröße im Hinblick auf die Kreditwürdigkeit und die Kreditlinien eines Unternehmens. Wenn Investoren aufgrund des oben beschriebenen Verhaltens beginnen, ihre Aktien zu verkaufen, kann damit ein Liquiditätsproblem im Unternehmen geschaffen werden, weil Kreditlinien gestrichen oder kurzfristig vergebene Bankkredite gekündigt bzw. nicht verlängert werden. Diese Reaktion war auch in 1997 und 1998 während der Asienkrise zu beobachten.

Ein weiteres Phänomen, das für die Politik der Zentralbanken immer bedeutsamer wird, sind die sogenannten Hedge-Fonds. Wenn Erwartungen über Abwertungen verbreitet vorhanden sind, so können diese Fonds am Kapitalmarkt Mittel aufbringen und damit Währungen angreifen (*Jochum/Kodres,* 1998). Die Fonds entwickeln dabei ein derartige Hebelwirkung, daß die Devisenreserven einer Zentralbank kaum ausreichen, um sich diesem Erwartungsdruck entgegenzustellen. Diese Hebelwirkung lässt sich sehr gut am Beispiel des 1998 zusammengebrochenen LTMC-Fonds verdeutlichen. Die Anleger hatten den Fond mit Einlagen von 2,3 Mrd. $ gegründet. Durch Bankkredite wurde der Umfang des Fonds auf 120 Mrd. $ aufgebläht, die in Wertpapiere investiert wurden. Mit dieser Basis ausge-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

stattet wurden dann Optionen und andere Derivate gekauft, die einen Wert von bis zu 1200 Mrd. $ darstellten. Eine Zentralbank kann jedoch keine Optionen zeichnen, um sich diesem Erwartungsdruck entgegenzustellen. Vielmehr kann eine Zentralbank die Wechselkurse und Zinsen lediglich über einen Verkauf der Währungspositionen im Verhältnis eins zu eins beeinflussen. Dieser strukturelle Nachteil der Zentralbanken führt dazu, daß sie kaum noch in der Lage sind, im Sinne eines Crawling-peg bestimmte Wechselkursziele zu verteidigen, da ihre Marktmacht dazu nicht ausreicht. Auch diese fehlende Marktmacht hat dazu geführt, daß die Zentralbanken der einzelnen Länder mit ihren Interventionen den Verfall ihrer Währungen und Aktienmärkte nur kurzfristig aufhalten, aber nicht verhindern konnten. Spekulative Attacken können auch bei rationalen Erwartungen einen Druck auslösen, der im Sinne von „Self-fulfilling"Prophecy eine tatsächliche Abwertung zur Folge hat (*Flood/Marion,* 1997).

D. Implikationen der Finanzkrise für Konsum und Investition

Die oben beschriebenen Phänomene an den Finanzmärkten haben erhebliche Auswirkungen im realen Sektor. Die Tabelle 5 zeigt, daß bedingt durch die Asienkrise und ihre weltweite Ausweitung eine erhebliche Beeinträchtigung des Wirtschaftswachstums zu verzeichnen ist.

Tabelle 5

BIP-Wachstumsraten und Aussichten

	1997	1998	1999 (Prognose)
Welt	4,2	2,5	2,3
Industrieländer	3,2	2,2	3,0
ASEAN 4	3,8	– 9,4	– 1,1
China	8,8	7,8	6,6

Quelle: IMF (1998)

Wie die Tabelle zeigt, haben die realen Auswirkungen der Asienkrise alle Länder erreicht. Am stärksten ausgeprägt hat sich der Einbruch des Wirtschaftswachstums in den ASEAN-Staaten. In China dagegen, dessen Finanzmärkte in starkem Umfang vor Kapitalflucht und Kapitalexporten geschützt sind, sind die realen Auswirkungen der auch bestehenden Finanzkrise kaum zur Geltung gekommen.

Eine oben beschriebene Finanzkrise kann durch unterschiedliche Mechanismen in den realen Sektor hineinwirken:

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

- durch den Zusammenbruch von Unternehmen
- durch den Einfluß des Vermögens auf den Konsum
- durch den Einfluß des Vermögens auf die Investitionen
- durch die höheren Transaktionskosten im internationalen Handel.

Das wichtigste Element ist sicherlich der mögliche Zusammenbruch von Unternehmen und Banken. Aufgrund der oben beschriebenen Zusammenhänge ist es durchaus wahrscheinlich, daß kurzfristige Liquiditätskrisen zu einer Insolvenz führen. Beides war in den asiatischen Ländern der Fall. Der Zusammenbruch der Banken führte dazu, daß die Eigentümer der Einlagen faktisch enteignet wurden.

Dies hat sich in einem Verfall der betrieblichen und der privaten Vermögen niedergeschlagen, die Investitionen und Konsum nachhaltig beeinflussen. Hinzu kommt, daß ein einzelner Firmenzusammenbruch in der Regel weitere Zusammenbrüche auch von gesunden Unternehmen nach sich zieht, die entweder ihre Forderungen verlieren oder Kredite kurzfristig zurückzahlen müssen. Da aus Transaktionskosten-Gründen die Gründung und der Neuaufbau von Unternehmen wesentlich längere Zeiträume in Anspruch nimmt als die Abwicklung von Unternehmen über Konkurse hat dies erhebliche Auswirkungen auf die Produktion und die Beschäftigung. Verschärft wurde diese Situation darüber hinaus durch die Politik. So waren die lautstarken Forderungen des IMF, die Schließung von krisengeschüttelten Kreditinstituten unverzüglich einzuleiten, sicherlich nicht in der Lage, die Erwartungen zu stabilisieren und die Konkurswelle in Südostasien zu stoppen.

In gleicher Weise haben die Interventionen der Zentralbanken die Krise verschärft. Es gelang ihnen nicht, den Wechselkurs zu halten, so daß der ausländische Schuldendienst für inländische Banken und Unternehmen sehr stark anstieg. Zudem führte die restriktive Politik zu einer starken Erhöhung der inländischen Zinssätze (s. Tabelle 6). Dies hat die finanzielle Belastung der Unternehmen tendenziell erhöht und den berüchtigten *J*-Effekt erheblich in die Länge gezogen.

Darüber hinaus hat die Abwertung der Vermögensgegenstände wie Immobilien und Aktien erhebliche Auswirkungen auf den Konsum. Der Konsum ist gesamtwirtschaftlich positiv korreliert mit dem Vermögen, da mit zunehmenden Vermögen die Sparneigung sinkt. Wenn dieses Vermögen durch einen Verfall der Immobilen- und Aktienpreise sowie durch eine Entwertung von Bankeinlagen eine starke Verringerung erfährt, so ist damit eine erhebliche Beeinträchtigung des privaten Konsums und des gesamtwirtschaftlichen Einkommens verbunden (Linksverschiebung der IS-Kurve). Dies gilt auch für den Wert der von Privatpersonen gehaltenen Aktienpakete. Für Länder wie die USA konnte beobachtet werden, daß der Konsum in Zeiten hoher Wertpapierkurse höher ist. Es gibt daher Hinweise dafür, daß die Konsumenten einer „Wertillusion" erliegen und eine Wertsteigerung ihres Aktienvermögens mit einem realisierten Vermögenszuwachs gleichsetzen, was sich in einem stärkeren Konsum niederschlägt. Dieser Mechanismus wirkt jedoch auch in umgekehrter Richtung, wenn die Aktienkurse verfallen. Zwar ist die Be-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

deutung des Aktienbesitzes in den meisten Staaten Südostasiens in breiten Bevölkerungsschichten noch nicht besonders ausgeprägt. Schätzungen des IMF zufolge halten in den Staaten Südostasiens lediglich 15 % der Bevölkerung Aktien als Kapitalanlage. In Europa liegt dieser Wert bei 26 %, in den USA bei 46 %. Allerdings kann aufgrund dieser Zahlen nicht auf eine schwache Beziehung zwischen dem Besitz von Unternehmensanteilen und Konsum geschlossen werden.

Tabelle 6

Inter-Bank-Zinsen für 3-Monatsgelder

Land	Zinsen Jan. 1997 (%)	Zinsen Jan. 1998 (%)
Thailand	9,65	12,87
Singapur	3,25	6,5
Malaysia	6,85	8,850
Philippinen	0,271	1,247
Hongkong	5,52	9,0
Indonesien	12,4	25,0
Korea	12,35	21,75

Quelle: Dresdner Bank Essen, Trinkaus & Burkhardt Düsseldorf.

Denn nicht nur börsennotierte Werte erfahren durch eine derartige Krise eine Abwertung. Ebenso sinkt der Wert auch der nicht-börsennotierten Unternehmen. Nur so ist es zu erklären, daß im Verlauf der Krise westliche Unternehmen gleich reihenweise ihre asiatischen Joint-Venture-Partner aus den Gesmeinschaftsunternehmen zu sehr niedrigen Preisen herauskaufen konnten. Gerade für die kleinen und Kleinstunternehmen, die in den meisten Länder Südostasiens eine wesentliche Säule des Wirtschaftslebens darstellen, bedeutet eine Reduktion des Wertes dieser Unternehmen einen dramatischen Einschnitt in das Vermögen der privaten Haushalte.

Auch die Investitionen unterliegen einer derartigen Beschränkung. Eine Abwertung des betrieblichen Vermögens in Form von Immobilien oder Wertpapieranteilen beeinträchtigt in starkem Maße die Möglichkeit der Finanzierung über den Eigen- und Fremdkapitalmarkt. Höhere Aktienkurse ermöglichen im Falle einer Kapitalerhöhung eine wesentlich bessere Ausstattung durch Risikokapital. Dasselbe gilt für Immobilien, deren Wert als Besicherung für Realkredite herangezogen wird. Vor diesem Hintergrund sind sowohl Konsum als auch Investitionen von einer derartigen Finanzkrise massiv betroffen.

Eine Übertragung der Finanzkrise ist sowohl durch den internationalen Konjunkturzusammenhang als auch durch die mit dem Außenhandel verbundenen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Finanztransaktionen möglich. So sind die Länder Südostasien im Bereich des Außenhandels außerordentlich stark miteinander verflochten. Ein Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage schlägt sich daher unweigerlich im Export von Handelspartnern nieder (*Amelung,* 1991b). Darüber hinaus leidet der Außenhandel auch unter dem Verfall an Kreditwürdigkeit und den stärkeren Fluktuationen der Wechselkurse. Beides erhöht in starkem Maße die Transaktionskosten, die im Außenhandel eine beträchtliche Rolle spielen.

E. Die Rolle des Staates zwischen Krisenbewältigung und Krisenverhinderung

Während der Asienkrise wurden sowohl von den Regierungen einzelner Länder als auch von den Bretton-Woods-Organisationen schwerwiegende Fehler begangen.

An dieser Stelle sollen nun einige Beispiele gegeben werden, welche Maßnahmen ihre Wirkungen verfehlt und welche teilweise unerwartet gewirkt haben. Bei den Maßnahmen zur Krisenbewältigung stehen vor allem zwei Aspekte im Vordergrund:

- schnelle Sanierung des Banken und Unternehmenssektors sowie die Verhinderung des Übergreifens auf gesunde Institute und Unternehmen
- Freigabe der Wechselkurse
- Stabilisierung der Erwartungen durch eine offene Informationspolitik
- schnelle Umschuldung von kurzfristigen zu langfristigen Krediten

Bei den Maßnahmen zur Krisenverhinderung geriet vor allem die klassische Stabilisierungspolitik ins Visier der Kritik. Tatsächlich gibt es auch heute noch Stimmen, die eine radikale Abwertung, eine restriktive Finanz- und Geldpolitik sowie eine marktinduzierte Bereinigung des Unternehmens- und Bankensektors fordern. Eine restriktive Finanz- und Geldpolitik kann daher in einer derartigen Krise genau das Gegenteil von dem bewirken, was damit verhindert werden soll. Denn nur durch eine Stabilisierung der Erwartungen ist es möglich, einen schnellen Abzug der Einlagen und Portfolioinvestitionen entgegenzusteuern. Niedrige Zinssätze sind darüber hinaus eine weitere Hilfe, um Umschuldungen im Unternehmens- und Bankensektor der betroffenen Länder zu erreichen.

Im Hinblick auf die Abwertungen ist sicherlich zu konstatieren, daß das System des Crawling-peg im Hinblick auf mögliche spekulative Attacken hilflos ist. Freie flexible Währungen bieten dagegen wesentlich weniger Angriffspunkte für Spekulanten. Zwar werden durch das overshooting von Wechselkursen erhebliche Transaktionskosten verursacht, die in den realen Sektor hineinwirken (*Dornbusch,* 1980; *Amelung,* 1991). Angesichts der schwindenden Marktmacht der Zentralbanken ist eine Steuerung des Wechselkurses durch die Zentralbank jedoch nur noch bedingt

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

möglich und wünschenswert. Eine Verteidigung des Wechselskurses durch die Zentralbank hat sich in den meisten Fällen als wenig erfolgreich erwiesen. Bei einem bestehenden stabilen Erwartungsdruck hat die Zentralbank keine Chance, sich durch Verkäufe von Währungsreserven Luft zu verschaffen. Denn während die Zentralbank ihre Devisen tatsächlich verkauft, um die Erwartungsbildung zu beeinflussen, müssen Spekulanten für den Kauf von Optionen nur einer Bruchteil dieser Kapitalbindung eingehen, um die Erwartungsbildung genau in die entgegengesetzte Richtung zu beeinflussen. Da es den Zentralbanken nicht erlaubt ist, Derivate in ihrem Porfolio zu halten, gehen in der Regel die Spekulanten als Sieger aus einem solchen Bietgefecht hervor.

Einen unkonventionellen Ansatz wählte dagegen die Zentralbank von Hong Kong Mitte 1998. Sie stoppte ihre Interventionen am Devisenmarkt und setzte stattdessen Währungsreserven zum Kauf einheimischer Aktien ein. Da der Derivatenmarkt für diese Titel sehr eng war, konnten Spekulanten der Zentralbank in diesem Bereich wenig entgegensetzen. Dies hat zu einer Stabilisierung der Kurse und zu einer deutlichen Verringerung der Verkäufe chinesischer Aktien durch ausländische Investmentfonds geführt, die eine eine Beruhigung der Abwertungsängste nach sich zog. Auch die chilenische Zentralbank hat mit ihrer Mindesteinlagenpolitik für Portfolioinvestition die Volatilität der Finanzströme kurzfristig bändigen können. Mittlerweile wurde das zugrundeliegende Gesetz jedoch wieder abgeschafft, da es den Zufluß von Kapital behinderte.

Darüber hinaus wurden durch die Beratung des IMF bei der Sanierung des Bankensystems in mehreren Ländern gravierende Fehler begangen. Die vorschnelle Empfehlung, marode Kreditinstitute im Zuge der ausgehandelten Stabilisierungsproramme zu schließen, haben den Druck auf die Aktien- und Devisenmärkte verschärft, auch wenn hierfür keine empirische Beweisführung möglich ist. Dabei wurde nicht berücksichtigt, daß bei ähnlichen Finanzkrisen in den wesentlich besser entwickelten Finanzsystemen der westlichen Welt Krisen vor allem durch gegenteilige Maßnahmen vermieden wurden. So hat sich z. B. die US-Regierung die Bereinigung der Sparkassen-Krise insgesamt 230 Mrd. $ in 10 Jahren kosten lassen.

Allein der Einsatz fiskalischer Mittel zu Rettung von Banken schafft mittelfristig Moral-hazard –Probleme und nicht notwendigerweise schnell genug das notwendige Vertrauen, um die Wirtschaftssubjekte in ihren Ängsten nachhaltig zu beeinflussen (*Dzioibek/Pazarbasioglu* 1998). Vor diesem Hintergrund haben sich in der wirtschaftspolitischen Praxis vor allem folgende Maßnahmen kurzfristig bewährt:

- So kann eine schnelle und zügige Verstaatlichung der betroffenen Banken die Stabilität des Zahlungsverkehrs kurzfristig wiederherstellen, so wie dies in Japan Anfang 1999 eingeleitet wurde.
- Ähnlich gute Erfahrung hat Malaysia mit einer generellen Garantie der Einlagen gemacht, die die Zahlungsfähigkeit und die Liquidität auf dem Markt für Fremdkapital zu stabilisieren half (*IMF,* 1998).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

- Ebenso effektiv war es in Malaysia, die bestehenden Mindesteinlagen der Banken nach dem Ausbruch der Krise kurzfristig drastisch herabzusetzen, um somit dem Fremdkapitalmarkt Liquidität wieder zuzuführen.

Wichtig und hilfreich war die Rolle der US-Regierung und auch des IMF bei den Umschuldungsverhandlungen mit ausländischen Banken. Durch Vermittlung des Finanzministers Rubin konnte erreicht werden, daß zumindest die US-Banken ihre kurzfristigen Kredite in längerfristige umwandelten und somit eine Zahlungsunfähigkeit in Korea und Thailand verhinderten.

Bei der Krisenvermeidung sind eher Strukturreformen gefragt wie etwa:

- Reformen im Bankensektor in Schwellenländern
- Stärkere Regulierung des Finanzmarktes und des Unternehmenssektors
- Steuerpolitik zur Abschöpfung von Spekulationsgewinnen.

Der wichtigste Teil der Maßnahmen zur Krisenvermeidung erfordert eine stärkere Regulierung des Bankensektors. Aus der Erfahrung in westlichen Ländern können folgende Regulierungen den nationalen Geldmarkt vertrauenswürdiger gestalten:

- Stärkung der Bankenaufsicht: Dazu ist es sicherlich notwendig, ein von den Weisungen der Regierung, der Zentralbank, der Banken und der Wirtschaft unabhängiges Organ zu schaffen. Dieser Behörde muß im Hinblick auf die Informationsbeschaffung weitgehende hoheitliche Vollmachten gegeben werden und eng mit den Strafverfolgungsbehörden zusammenarbeiten können.
- Einführung einer Mindesteinlagenpolitik: diese ist unbedingt erforderlich, um das Kreditvolumen zu erfassen und kontrollieren zu können.
- Einrichtung eines „Feuerwehrfonds“: Einem solchen Fond werden in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur immer wieder Moral-hazard-Probleme nachgesagt. Wenn jedoch die Banken eines Landes die notwendigen Beiträge zur Errichtung eines derartigen Fonds leisten müssen, kann dieses opportunistische Verhalten durch den Druck innerhalb der Gruppe der Banken zumindest begrenzt werden (*Phuah,* 1998).
- Unbundling von Kreditinstituten und Industrieunternehmen: Um die Finanzströme zwischen dem Bankensystem und der Industrie besser überwachen zu können, ist es darüber hinaus erforderlich, daß die in vielen Entwicklungs- und Schwellenländern anzutreffende Einbindung der Banken in Industriekonzerne aufgegeben wird.
- Einführung eines Konkursrechtes: Bislang sind in den meisten Staaten Südostasiens keine gesetzlich geregelten Abläufe für Konkursverfahren und Vergleiche erkennbar. Gerade diese Regelungen sorgen in westlichen Ländern dafür, daß sich einzelne Firmenzusammenbrüche nicht ausweiten können.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

- Zulassung ausländischer Banken: in einer Reihe von Ländern sind zudem ausländische Banken nicht als All-Banken zugelassen. Ein funktionsfähiges Finanz- und Börsensystem ist allerdings ohne ein leistungsfähiges Bankensystem nicht denkbar.

- Verbesserung der internationalen Richtlinien für die Value-at-Risk-Bewertung: wie die Asien-Krise gezeigt hat, ist es ökonomisch nicht vertretbar, daß unter Risikoaspekten längerfristige Engagements stärker in die zeitpunktbezogene Risikobewertung eingehen als kurzfristige Kredite.

Ebenso ist eine wesentlich stärkere Regulierung der Finanzmärkte, insbesondere der Börsen in Entwicklungs- und Schwellenländern zu befürworten. In dieser Hinsicht wären folgende Ansätze denkbar (Vgl. *Demirgüc-Kunt/Detragiache,* 1997):

- Aussetzen der Notierungen bei zu starken Kursschwankungen: Diese Maßnahme wird tendenziell dazu führen, daß bei einem starken Ausschlagen der Kurse (z. B. über 15 % an einem Tag) durch eine Aussetzung der Notierungen dem Management und den Börsianern Zeit gegeben werden muß, sich Klarheit über die wirtschaftlichen Hintergründe zu verschaffen und die entsprechenden Informationen zugänglich zu machen.

- Erhöhung der Margins bei Termingeschäften: Durch eine gleichzeitige Erhöhung der Initial Margin und der Maintenance Margin können die Kapitalkosten für Termingeschäfte wesentlich erhöht und damit die Anreize zu destabilisierender Spekulation wesentlich gesenkt werden.

- Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards: Der Zulassung zum Handel sollte eine Bilanzierung nach einem internationalen Standard (IAS oder GAAP) vorausgehen, um die Transparenz zu erhöhen. So ist vor allem wichtig, daß das Niederstwertprinzip konsequent durchgehalten wird und darüber hinaus eine weitreichende Segment-Berichterstattung eingeführt wird, um die Möglichkeiten der Quersubventionierung in den Konglomeraten zu begrenzen. Dies erfordert natürlichen auch einen Aufbau von Kompetenz im Bereich der Rechnungsprüfung. In Thailand sind beispielsweise lediglich 4000 Rechnungsprüfer im Einsatz, die insgesamt 390.000 im Handelsregister eingetragene Untenehmen prüfen (*Hanisch,* 1998).

Um die Volatilität der Finanz- und der mit ihnen verbundenen Immobilienmärkte zu begrenzen, ist darüber hinaus die Steuerpolitik gefordert:

- Durch eine Besteuerung von Gewinnen aus Immobilienverkäufen und Übertragungen kann die Umschlagshäufigkeit der Immobilien und die Aufblähung der Realkredite begrenzt werden.

- Die Einführung einer Börsenumsatzsteuer kann dazu führen, daß innertägige spekulative Attacken zumindest verringert werden Mit einer derartigen Besteuerung der börsennotierten Portfolioinvestitionen kann die Volatilität in bestimmten Grenzen gehalten werden. Eine breit angelegte „Tobin-Steuer", die

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

eine pauschale Besteuerung zum Ziel hat, würde dagegen Investitionsanreize tendenziell beeinträchtigen, da keine umsetzbare Differenzierung zwischen Portfolio- und Direktinvestitionen möglich ist.

Im Hinblick auf das Wechselkurssystem wurde bereits oben angemerkt, daß das System des Crawling peg sehr gute Angriffspunkte für Spekulanten ermöglicht. Stark fluktuierende Wechselkurse bedeuten jedoch hohen Transaktionskosten für die im Außenhandel tätigen Unternehmen. Vor diesem Hintergrund haben beispielsweise Argentinien und Bulgarien auf das System der sogenannten Currency boards zurückgegriffen, bei denen die heimische Währung vollständig durch Währungsreserven gedeckt ist. Im Falle eines kleinen Landes, das in starkem Maße durch den Außenhandel mit der Konjunktur der Hartwährungsländer verbunden ist, mag dieser Ansatz vielversprechend sein. Im Fall von Argentinien mit seiner starken Integration in den Mercosur hat sich dieses Instrument als ein Hemmnis für die Exporte erwiesen, da die an den Dollar gekoppelte heimische Währung gegenüber den Währungen der Nachbarländer stark aufgewertet wurde.

F. Fazit

Die Asienkrise hat Politiker und Ökonomen gelehrt, daß die Hintergründe für erneut auftretende Finanzkrisen ganz unterschiedlich sein können. Die einzige Lehre, die daraus für die Zukunft gezogen werden kann, besteht darin, daß die Stabilisierungsprogramme der jeweils vorangegangen Krise schlechte Ratgeber für die Bewältigung für neue Krisen sind. Eine Krise, die ihre Wurzeln vor allem im Finanzsektor hat, muß schnell durch vertrauensschaffende Maßnahmen im Finanzsektor aufgefangen werden, auch wenn dies kurzfristig zu einer expansiven Finanz- und Geldpolitik führt.

Es war symptomatisch, daß die Krisen in den Ländern Südostasiens ausgebrochen sind, die zu Unrecht häufig als die „Musterschüler" in Sachen Marktwirtschaft behandelt wurden. Ironischerweise sind diese Länder gerade über die gravierenden Defizite gestolpert, die sie gegenüber den westlichen Marktwirtschaften maßgeblich unterscheiden: dem offenen Umgang mit Informationen, der für die Funktionsweise und die Stabilisierung der Finanzmärkte ein zentrales Element darstellt. Funktionsfähige Finanzmärkte brauchen Transparenz, die nur durch offene politische und wirtschaftliche Strukturen gewährleistet wird. In diesem Sinne sind einige der Länder Südostasiens als echte Entwicklungsländer zu sehen.

Abschließend sei noch auf die Rolle der Regulierung im Finanz- und Bankensektor eingegangen. Auch in westlichen Ländern ist dieser Bereich der Wirtschaft der am stärksten regulierte Bereich. Auch hier muß bei der Bewertung von Wirtschaftspolitik und in den entsprechenden wissenschaftlichen Ansätzen stärker nach Regulierungen unterschieden werden, die Märkte schaffen und nach solchen, die Märkte verhindern.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

In diesem Sinne hat die Krise in Asien sicherlich die Grenzen der makroökonomische Analyse und ihrer Fähigkeit zur Erklärung dieser Krise aufgezeigt. Die makroökonomischen Zeitreihen taugten weder als Frühwarnindikatoren noch als Determinanten, die zum wirtschaftswissenschaftlichen Verständnis der Krise beigetragen haben. Grundlegend für das Verständnis derartiger Krisenmechanismen ist die Funktionsweise der Finanzmärkte und deren Implikationen in den Unternehmen. Vor diesem Hintergrund könnte die Asienkrise zu einer Renaissance der Mikroökonomie führen, die das Verständnis für die Krisenvermeidung und -verhinderung voranbringen könnte.

Literatur

Amelung, Torsten (1999): Globalisierung, Conglomerate Discount und Auswirkungen auf die Unternehmensstrukturen, Journal für Betriebswirtschaft, 49 / 1, 27 – 38.

– (1991) The Impacts of Transaction Costs on the Direction of Trade. Journal of institutional and theoretical Economics 147, 716 – 732.

Demirgüc-Kunt, Asli / *Detragiache,* Enrica (1997): The determinants of Banking Crises. World Bank Working Papers No. 1828, Washington D.C.

Diamond, Douglas W. / *Dybvig,* Philip H. (1983): Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. Journal of Political Economy, 91, 401 – 419.

Dornbusch, Rüdiger (1980): Open Macroeconomics, New York.

Dziobek, Claudia / *Pazarbasioglu,* Ceyla (1998): Lessons from Systemic Bank Restructuring. IMF Economic Issues No. 14.

Flood, Robert / *Marion,* Nancy (1996): Speculaive Attacks: Fundamentals and Self-ulfilling Prophecies. NBER Working Paper WP / 97 / 16, Washington D.C.

Hanisch, Rolf (1998): Thailand: vom Dynamo zum Domino. Reihe FES-Analyse, Friedrich Ebert-Stiftung, Okt. 1998

IMF (1998a): IMF Economic Reviews, Press Information Notices January-April 1998, No. 1, Washington D.C.

– (1998b): World Economic Outlook 1998. International Monetary Fund, Washington D.C.

Jochum, Christian / *Kodres,* Laura (1998): Does the introductio of Futures in Emeging Market Currencies Destabilize the Underlying currencies? IMF Working Paper WP / 98 / 13, Internaional Monetary und, Washington D.C.

Phuah Eng Chye (1998): The Road to Asia's Recovery: New Markets and Opportunities". National University of Singapore, www.rebuildasia.com.

Roubini, Nouriel (1998): Asian Crisis Chronology of the Asian Currency Crisis and is Global Contagion. New York University, Stern Business School, www.stern.nyu,edu / nroubini / asia / asiahomepage.html.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

– (1990): An introduction to Open Macroeconomics, Curency Crises and the Asian Crisis, New York University, Stern Business School, www.stern.nyu,edu / nroubini / asia / asia-homepage.html.

World Bank (1998): World Development Report 1998, Washington D.C.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Korreferat zum Beitrag von Torsten Amelung

Von *Hans-Peter Nissen,* Paderborn

A. Über-Blick: Streifzug durch das Thema – oder Thema gestreift?

Bei der ersten Lektüre des Papiers von Herrn Amelung war mein spontaner Eindruck: Ja, das dürfte die Quintessenz treffen, was sich mittlerweile als ökonomischer mainstream zur Beschreibung der Asienkrise herausgebildet hat. Was also wäre dazu noch zu sagen? Eine erneute und gewissenhaftere Lektüre machte dann aber doch eine kritische Würdigung nicht nur möglich sondern auch nötig.

Die Beschreibungen der Chronologie der Krise und der Globalisierung der Finanzmärkte stimmen sehr informativ in die Thematik ein, gehören aber eher in ein breit gefasstes thematisches Umfeld als zum harten Kern des Themas. Zu diesem Umfeld werden in der Einleitung eine Reihe von Fragen aufgeworfen, für die Herr Amelung nach eigenem Bekenntnis aber keine Antworten entwickeln will, sondern sich mit Vermutungen begnügen möchte, wo im einzelnen Ansätze zu einer Beantwortung liegen könnten. Diese vorsichtige Absicherung begrenzt natürlich auch die Möglichkeiten des Korreferenten, eindeutige Gegenpositionen zu formulieren und damit weiterführende Diskussionen zu stimulieren. Als Korreferent hätte man es lieber, wenn klare Hypothesen harten empirischen Tests unterzogen würden, oder wenn der analytische Referenzrahmen nachvollziehbar und deutlich markiert würde.

Die Untersuchung soll sich auf „Transmissionsmechanismen zwischen Finanzmarkt und dem realem Sektor" konzentrieren. Wer ein systematisch geknüpftes Beziehungsnetz zwischen den Polen Angebot und Nachfrage der Finanzmärkte und Angebot und Nachfrage auf seiten der realen Güterströme erwartet, der wird durch das Papier nicht zufriedengestellt. Es hat seine Meriten stärker auf der Seite eines kenntnisreichen und pragmatischen Zugangs, wie Finanzanlagen in emerging markets gemanagt werden, denn auf der systematischen theoretischen Fundierung. Laut Gliederung weist lediglich der Punkt 4 mit dem Titel „Implikationen der Finanzkrise für Konsum und Investition" auf eine unmittelbare Beziehung zwischen realem Sektor und dem Finanzmarkt hin. Dieser Abschnitt formuliert Hypothesen, wie „selbst kurzfristige Einbrüche an den Finanzmärkten Konsum und Investitionen in der Region nachhaltig stören können" und zielt damit auf den

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Kern der Untersuchung. Mithin wird sich auch das Korreferat auf diesen Abschnitt konzentrieren müssen – der sich aber auf nur zwei Seiten beschränkt.

Nach diesen Vorüberlegungen bleibt mein Korreferat notwendigerweise etwas eklektisch: Ich werde mich in der gebotenen Kürze mit den Hypothesen des Hauptteils 4 auseinandersetzen, einige sehr selektive Anmerkungen zu einigen aufgeworfenen Fragen der übrigen Teile des Referats machen, die dem oben beschriebenen thematischen Umfeld zuzurechnen sind und abschließend die Gelegenheit nutzen, einige ergänzende Aspekte anzusprechen, die mir in diesem Papier aber auch ganz allgemein in der aktuellen Debatte über die internationalen Finanzkrisen zu kurz zu kommen scheinen.

B. Ein-Blick: Hauptthesen – oder Thesen ohne Haupt?

Zunächst geht es im dritten Kapitel um „die Globalisierung der Finanzmärkte als neues Paradigma". Hier wird sehr eindrücklich der enorme Zuwachs der internationalen Kapitalströme herausgestellt und dabei die relative Stabilität der Direktinvestitionen der hohen Volatilität der Portfolio-Investitionen und anderer kurzfristiger Transaktionen gegenüberstellt. Der mit dem Ausbruch der Krise verbundene stärkste swing der Kapitalströme geht allerdings auf das Konto der sonstigen kurzfristigen Investitionen zurück und nicht, wie im Papier vermutet wird, auf die Portfolio – Investitionen. (Vgl. auch *IMF,* World Economic Outlook, April 1999)

Das Erzeugen spekulativer Blasen „hat wenig mit uninformierten Wirtschaftssubjekten und dem sogenannten Herdentrieb zu tun. Vielmehr ist es auch bei rationalen Erwartungen erklärbar". Herdentrieb und Rationalität sind keine Gegensätze, wie es hier nahegelegt wird. Vielmehr kann der Herdentrieb bei Vorliegen asymmetrischer Informationen (oder imperfekter Informationsmärkte) durchaus rational erklärt werden, denn die pay offs der Informationsbeschaffung steigen (z. B. für einen Fonds-Manager) überproportional bei abnehmender Länderquote des Fonds. Der Leithammel wird jeweils der Marktführer (market player) sein, der bedeutende absolute wie relative Anteile seines Fonds in einem bestimmten Land investiert. Für ihn zahlt sich die umfassende Informationsbeschaffung aus.

Im Hauptteil D heißt es schliesslich: „eine Finanzkrise kann durch unterschiedliche Mechanismen in den realen Sektor hineinwirken, insbesondere durch:

- den Zusammenbruch von Unternehmen
- den Einfluß des Vermögens auf den Konsum
- den Einfluß des Vermögens auf die Investitionen
- die höheren Transaktionskosten im internationalen Handel"

Zu diesen Bereichen werden jeweils Thesen formuliert, die die vermuteten Zusammenhänge zwar argumentativ zu belegen versuchen, aber nicht empirisch

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

überprüfen. Auf der logischen Ebene der Argumente lassen sich aber bekanntllich stets Gegenargumente finden.

„Das wichtigste Element ist sicherlich der Zusammenbruch von Unternehmen und Banken." In der Tat führt der Zusammenbruch zu einer unmittelbaren Reduktion des Produktionspotentials einer Volkswirtschaft und damit des Güterangebots. Der Weg aus einer in dieser Weise verursachten Rezession ist langwieriger als der Weg, den eine kurzfristige restriktive Geld- und Fiskalpolitik verursacht. Er erfordert eine Umstrukturierung des Banken- und Unternehmensbereiches, und das ist erheblich zeitaufwendiger als eine eingebrochene Nachfrage prozeßpolitisch wiederzubeleben. In den asiatischen Krisenländern trafen beide Elemente zusammen: ein angebotsseitiger Produktionseinbruch und ein rezessiver Nachfragerückgang. Welche Wechselwirkungen fanden zwischen ihnen statt, wie wirksam und quantitativ bedeutsam waren die Transfermechanismen im einzelnen?

Die von Herrn Amelung ins Feld geführte Hypothese, daß „die Abwertung der Vermögensgegenstände wie Immobilien und Aktien erhebliche Auswirkungen auf den Konsum" hätten, der Pigou-Effekt also auch in Krisensituationen (der asiatischen Krisenländern) wirksam ist dürfte zumindest zweifelhaft sein. Die asiatischen Krisenländer zeichnen sich durch nahezu gleichbleibend exorbitant hohe Sparquoten aus. Um die Relevanz des Vermögenseffektes begründen zu können, müßte er wohl in jedem Fall mit Aussagen über die Vermögensverteilung verknüpft werden: Bei extremer Ungleichheit der Vermögensverteilung (insbesondere des Produktiv-kapitals) würden potentielle Konsumeffekte von einer nur verschwindend geringen Zahl von Konsumenten ausgehen können und die gesamtgesellschaftliche Konsumquote nicht nennenswert beeinträchtigen. Auch ist es fraglich, ob in Krisen sofort mit dem Pigou-Effekt zu rechnen ist, oder ob er nicht eher mit einem längerfristigen Vermögensaufbau korreliert. Aber letztlich ist es eine Faktenfrage. Und bei der Betrachtung der Fakten wäre zu fragen, ob der Rückgang der Konsumausgaben nicht dominant durch die einsetzende Rezession und den damit einhergehenden Einkommensverlust erklärt wird.

Ein ähnlicher Vermögenseffekt wird in Bezug auf die Investitionen vermutet, da eine Abwertung des betrieblichen Vermögens in starkem Maße die Möglichkeit der Finanzierung über den Eigen- und Fremdkapitalmarkt beeinträchtigt. Allerdings bleibt der Autor schuldig, die empirische Relevanz dieses Zusammenhangs zu belegen und ihn zu relativieren gegenüber dem Phänomen der allgemeinen Verschlechterung des Investitionsklimas bzw. der normalen Zinsreagibilität der Investitionen.

„Eine Übertragung der Finanzkrise ist sowohl durch den internationalen Konjunkturzusammenhang als auch durch die mit dem Außenhandel verbundenen Finanztransaktionen möglich". Dem ist grundsätzlich zuzustimmen. Ein besonderes Gewicht sollte jedoch dem spillover Effekt zugemessen werden, der die Wettbewerbsfähigkeit auf gemeinsamen Drittmärkten zum Gegenstand hat und aus diesem Grunde gleichgerichtete Abwertungen induziert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ein letzter Einflußfaktor aus dem Bereich der aggregierten Nachfrage des Sozialproduktes wurde übersehen, verdient aber durchaus einer gewissen Berücksichtigung: die Entwicklung des Staatshaushaltes aufgrund einer veränderten Position der Auslandverschuldung. Eine vergleichsweise geringe öffentliche Auslandsschuld der asiatischen Länder (bei weitgehend ausgeglichenen Budgets vor Ausbruch der Krise) impliziert einen vergleichsweise geringen direkten Impakt der Verteuerung der Staatsschulden (durch Abwertung und Zinsanstieg) auf den Staatshaushalt. Er wirkt damit eher bremsend auf den Kontraktionsprozeß und das heißt tendenziell expansiv.

Herr Amelung hat sich in diesem Abschnitt ganz offensichtlich an einen vergleichsweise eng definierten Transmissionsmechanismus gehalten und ausschließlich die von den Finanzmärkten ausgehenden Vermögenseffekte in die Ursache-Wirkungsketten einbezogen. Die traditionellen Mechanismen, die insbesondere die volkswirtschaftlichen Preise (Löhne, Güter-Preise, Zinssätze, Wechselkurse und ihr Zusammenspiel) ins Zentrum stellen (und hierunter insbesondere das Zusammenspiel von Wechselkurs und Zinssatz) blieben unberücksichtigt, ohne daß diese Ausgrenzung besonders begründet wurde. Als abschließendes Fazit bekennt Herr Amelung:

„In diesem Sinne hat die Krise in Asien sicherlich das Ende für die makroökomische Analyse aufgezeigt.

- Die makroökonomischen Zeitreihen taugten weder als Frühwarnindikatoren noch als Determinanten, die zum wirtschaftswissenschaftlichen Verständnis der Krise beigetragen haben.
- Grundlegend für das Verständnis derartiger Krisenmechanismen ist die Funktionsweise der Finanzmärkte und deren Implikationen in den Unternehmen.
- Vor diesem Hintergrund könnte die Asienkrise zu einer Renaissance der Mikroökomie führen, die auch das Verständnis für die Krisenvermeidung und -verhinderung voranbringen könnte."

Als Makroökonom teile ich diese pessimistische Einschätzung in Bezug auf die Makroökonomie nicht, wobei einer mikroökonomischen Fundierung der Makroökonomie durchaus zuzustimmen ist. Das aufgezeigte Problem liegt weniger im Bereich zwischen Mikro- und Makroökonomie als vielmehr zwischen ex post Daten und ex ante Interpretationen, wobei bekanntlich aus ex post Daten allein keine kausalen Schlüsse gezogen werden dürfen. In zahlreichen Modellen der sogenannten zweiten Generation werden aussagekräftigere Kombinationen von Makrovariablen präsentiert, die aber ebenfalls nicht für sich beanspruchen können, das Ausbrechen von Krisen mit Sicherheit vorhersagen zu können. Die von Herrn Amelung selbst zur Beweisführung seiner eigenen Thesen herangezogenen empirischen Tabellen gehören übrigens durchweg zum Bereich der Makroökonomie. Im eigentlichen Hauptteil D verzichtete er allerdings auf empirische Belege aber auch auf ein modelltheoretisch konsistentes Design.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

C. Aus-Blick: Schutz vor Kapitalströme: Deiche – oder Auffangbecken?

Lassen Sie mich abschließend noch einen Gesichtspunkt anbringen, der mir sowohl in diesem Papier aber auch in den anderen hier diskutierten Beiträgen sehr vernachlässigt vorkommt: Die internationalen Finanzmärkte und die daraus folgenden Krisen sowie Korrekturvorschläge befassen sich fast ausschließlich mit der Nachfrageseite der internationalen Kapitalbeziehungen. Das Kapitalangebot fließt „automatisch" in die emerging markets, wird irgendwann abrupt abgezogen und löst die Finanzkrise aus. Es sind die Nachfrager, die mit diesem Zustrom ineffizient umgehen. Wie ist es eigentlich zu diesen Käufermärkten gekommen, und wie ließe sich das Problem von der Angebotsseite her in den Griff bekommen?

Eine Untersuchung, die vorgibt, den Finanzmarkt zu behandeln, geht einäugig vor, wenn sie lediglich die Kapitalimport-Seite ins Auge fasst, die Bedingungen des Kapitalexports jedoch unberücksichtigt lässt. Nach dem makroökonomischen Kleinen Ein-Mal-Eins bedingt der Kapitalexport einen Überschuss der Leistungsbilanz und dieser einen identischen Überschuss der heimischen Ersparnisse über die Investitionen. Internationale Kapitalströme haben ihren Ursprung typischerweise im (Einkommens- und Vermögens-) Hochgebirge der Industrieländer. Ihre Mündungen liegen in fruchtbaren Niederungen der Entwicklungsländer. Mal drohen sie zu versiegen und ganze Landstiche auszutrocknen, mal drohen sie die Ebenen zu überfluten und Saat oder Ernte zu vernichten. Es wäre also zu fragen, ob bestimmte (Fehl-)Entwicklungen seitens der Kapitalanbieter nicht ebenfalls einen Beitrag zum Entstehen bzw. zur Beseitigung der Finanzkrise leisten können.

In den 70er Jahren entstand auf den sich gerade erst global entwickelnden internationalen Finanzmärkten schon einmal ein Angebotsdruck durch das recycling der Petro-Dollars (überschüssige Ersparnisse der OPEC-Staaten), mit dem Ergebnis einer unbezahlbar gewordenen öffentlichen Verschuldung vieler Entwicklungsländer. Der erhöhte Angebotsdruck in den 90er Jahren ging auf das „recycling" überschüssiger Ersparnisse aus Industrieländern zurück: In den Industrieländern bildeten sich große Pensions- und andere Anlagefonds, die nach dem Kapitaldekkungsverfahren u. a. die private Altervorsorge übernahmen und mit Banken eng kooperieren. Die Intermediation dieser Fonds verläuft konträr zu derjenigen einer typischen Bank (wie sie auch von Herrn Amelung beschrieben wurde): Es werden gerade nicht kurzfristige Einlagen in langfristige Investitionen überführt und damit die üblichen Illiquiditätsrisiken eingegangen. Vielmehr verfügen diese Kapitalfonds über langfristige Einlagen (die über die Lebenszeit der Anleger bis zum Eintritt in das Rentenalter reichen) und leihen diese kurzfristig aus bzw. tätigen sofort liquidierbare Portfolio-Investitionen. Der Grund für diese „inverse" Verhaltensweise dürfte darin liegen, daß die tägliche Börsennotierung der Pensionswerte diese Fonds unter hohen Wettbewerbsdruck setzt, kurzfristige Gewinnmitnahmen sich sofort in höheren Kursen niederschlagen, und diese wiederum die Wettbewerbssituation verbessern.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ein zweiter wichtiger Gesichtspunkt ergibt sich aus Veränderungen im öffentlichen Sektor. Die Industrieländer konsolidierten (tendenziell) ihre Staatshaushalte und boten entsprechend weniger Staatspapiere an. (Die USA erreichten sogar Haushaltsüberschüsse.) Zunahme staatlicher Ersparnisse und die Abnahme staatlicher Kreditnachfrage erhöhten den Angebotsdruck, der ein Ventil in den emerging markets fand, auf die sich die Finanzströme in voller Breite und mit hoher Strömungsgeschwindigkeit ergossen. Müssen die Abnehmer an der Mündung Deiche bauen, um nicht überschwemmt zu werden, oder lassen sich bereits am Oberlauf der Ströme Auffangbecken errichten, um Überschwemmungskatastrophen zu verhindern? Am sichersten wäre möglicherweise beides, diskutiert werden jedoch überwiegend Bauvorschriften für Dämme. Bis diese errichtet sind übernimmt der IMF die Zwischenfinanzierung: er gewährt den bedrängten Regierungen überdimensionale Kredite, damit diese ihren Banken Kredite gewähren und die Banken den Unternehmungen. Am Ende steht wieder eine Zunahme öffentlicher Verschuldung. Hat die Konzentration auf den Deichbau etwas mit der absoluten Höhe der (alternativen) Baukosten oder mit der Kostenverteilung zu tun oder ist sie etwa bautechnisch bedingt?

Sehr interessant und diskussionwürdig scheint mir der von Herrn Amelung dargestellte unkonventionelle Ansatz der Zentralbank Hong Kongs, der zu einer wirksamen Eindämmung der Finanz- und Währungskrise und keiner öffentlichen Verschuldung führte. Insbesondere für Entwicklungsökonomen denke ich würde es sich lohnen, auch einmal über „Auffangbecken" nachzudenken. Ein interessanter Ansatz könnte beispielsweise darin liegen, die Hebelwirkung der (von Herrn Amelung beschriebenen) Hedge-Fonds auszuhebeln, die auf der Basis von 2 Mrd $ Einlagen einen 1200 Mrd $ Kapitalstrom zum fließen bringen. Diese (und andere) institutionelle Veränderungen auf seiten der Kapitalanbieter machen deutlich, dass die bestehenden institutionellen Arrangements und Regelsysteme des Finanzsektors unzureichend geworden sind.

D. Rück-Blick: Kapitalexport gleich Imperialismus?

Der Tagungsort Halle reizt zu einer kritischen Abschluss-Überlegung. Wie wäre die Asienkrise wohl zu DDR-Zeiten an dieser Stelle rezipiert worden? Vermutlich mit einem Verweis auf Lenin, für den das durch Kapitalexport charakterisierte Finanzkapital „der Imperialismus als höchstes Stadium des Kapitalismus" war (*Lenin,* Der Imperialismus als höchstes Stadium des Kapitalismus, Berlin, 1951, Original, 1917). Aber auch der von Lenin bemühte bürgerliche (Imperialismus-) Ökonom Hobson formulierte: „Mögen Sie bedenken, welche gewaltige Ausdehnung eines solchen (Finanz-)Systems möglich würde, wenn China der wirtschaftlichen Kontrolle ähnlicher Gruppen von Finanziers unterworfen wäre, die aus dem potenziell größten Profitreservoir, das die Welt je gekannt hat, schöpfen würden, um diese Profite in Europa zu verzehren... Das sind die Möglichkeiten, die eine

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

umfassendere Vereinigung der Weststaaten, eine europäische Föderation der Großmächte, vor uns eröffnet…" (*Hobson,* Der Imperialismus, 1902, London / New York, Ebd. S. 112). Nach dieser Analyse der politischen Ökonomie ging es in der Asienkrise vermutlich nur am Rande um die asiatischen Krisenländer, insbesondere aber um relative Positions- Verbesserungen zur Öffnung des chinesischen (Finanz-)Marktes.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Regional trade and transmission of demand-shocks in Latin America and Asia: Analysis and policy recommendations for China[1]

By *Wolfgang Veit,* Köln

A. Introduction

Financial crises increasingly tend to appear in clusters, whether they are measured along geographic or time dimensions. The concepts of contagion and spill-over have gained particular attention in order to explain this clustering of events (*Masson,* 1998). The factors leading to these clusters can be grouped into four broad categories (*IMF,* 1999, 6): Shocks common to the group of crisis countries (interest rate moves in major OECD financial markets, cyclical contractions), financial linkages (adjustment of portfolios after risk assessment of one or several countries has changed may impact countries with unchanged fundamentals), shifts in investor's perceptions (increased awareness of risk), and trade spillovers (exchange rate changes affect relative competitiveness via price effects, income effects of demand shocks are transmitted via imports of crisis countries). Compared with other indicators of financial crises, the trade spill-over effects seem to have above average significance (*IMF*, 1999, 26).

This paper focuses on channels of real spill-overs, and here again on the transmission of business cycle effects via direct trade links. Trade development in the dynamic developing countries of Latin America and Asia is marked by regional integration. In terms of effective co-ordination, the most important trade associations among developing countries at present are MERCOSUR (MS)[2] in Latin America and ASEAN[3] in Southeast Asia. In the first part of this paper it is analysed whether and to what extent these associations have had an impact on trade within and between the two regions. On the basis of the resultant data it is analysed in the second part whether the economic interdependence among the NIEs (Newly Industrialising Economies) of Asia and Latin America, respectively, has increased

[1] Thanks are due to Gisela Krebs, Richard Sweeney and Leonard Cheng for helpful comments on earlier drafts of this paper.

[2] MERCOSUR: Argentina, Brazil, Uruguay, Paraguay; for list of abbreviations see the appendix.

[3] ASEAN-5: Malaysia, Indonesia, the Philippines, Singapore, Thailand.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

over the period 1987 to 1995.[4,5] Two conclusions may be drawn: first, if income effects have become more important, this is likely to have considerable repercussions on the transmission of crises within the group of emerging markets, a phenomenon discussed since the Mexican crisis of 1994/95 under the term "Tequila effect". In this case the adjustment process in the event of crises – not only those induced by currency turmoil – is likely to take longer. Second, increased business cycle interdependence may explain the clustering of crises, and finally it does have implications for the prevention of future crises because it suggests closer coordination of national economic policies. Therefore, on the basis of the findings in part 2, the third part of the paper develops proposals for a co-ordinated exchange rate policy in Asia, focusing on the issue of stability of the Chinese currency, the RMB.

The impact of the Asian Financial Crisis (AFC) on China has been relatively benign up to now. However, achieving growth targets has become a particular challenge to Chinese policymakers, and the current agenda for economic transformation is under discussion, if not revision. An issue of particular importance is the RMB / USD exchange rate: it is neither an indicator of market demand and supply of the currency (due to the fixed rate regime) nor is it an indicator of monetary conditions in China, due to the official inconvertibility of the RMB for capital account transactions. The major function of the present exchange rate is to offer a stable calculation basis for trade and investment with China, thus contributing to stability in the region. However, this function of the exchange rate does have severe implications.

First, a fixed exchange rate increases the intensity of competition between Chinese exporting industries and producers of comparable goods and services in other countries. Therefore, any development inside China which leads to a loss of competitiveness will directly affect the export-oriented industries, and thus growth in China. We have to ask whether present economic policies are consistent with this exchange rate regime and whether it is sustainable from the point of view of current account transactions. It will be shown that since the early 90s the RMB has appreciated in real terms, thus reducing the international competitiveness of the Chinese industry. As the impact of monetary policy on inflation is restrained by the structure of financial markets (including the banking sector), the scope for managing a controlled real depreciation under fixed nominal rates is limited[6].

Second, the fixed exchange rate has been identified as a major economic policy flaw in those countries which have suffered from the Asian Financial Crisis. In these cases the regime was not consistent with the structure of capital flows in and

---

4 This period has been chosen in order to exclude any impact of the Asian Fianancial Crisis on the trend development of trade flows.

5 The role of short-term portfolio investment in the transfer of economic shocks is not discussed in this paper. It must be taken into consideration, however, that short-term capital flows reflect the economic situation of a country to an increasing extent.

6 The present real depreciation of the RMB is due to unintended deflation in the PRC.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

out of the affected Asian economies. Again, we have to ask whether the present inconvertibility of the RMB for capital account transactions is a guarantee against a break down of the fixed rate regime. We shall see that there is a considerable potential for a loss of credibility in the present system. This will increase the danger of speculative "attacks" on the RMB in the short run, a phenomenon that is not restricted to countries with full capital account convertibility, because a drastic reduction of roll-over finance plus repayment obligations will lead to strong pressure on the RMB, too. In the long run, reserves would be drained leading ultimately to a devaluation of the RMB.

Third, we will have to ask whether the political intention of contributing to stability in the region is best served by a fixed rate regime. In other words, we ask whether the present regime is credible and therefore sustainable over the short and the long run. The paper will develop an adaptation of the present fixed rate regime to the problems identified in preceding sections. The proposed system will have a higher degree of credibility and therefore contribute to short and long term stability in the region. Regional business cycle interdependence will be estimated by an interlinkage model. It will be shown that trends in pre-crisis Asian regional economic integration indicate a potential for closer coordination of economic policies, including the design of exchange rate regimes, in the future.

B. Intra-regional and interregional trade patterns in Asia and Latin America

I. Asian regional trade

Relative performance of the trading areas: world trade has been very dynamic in the past few years. The growth of MERCOSUR and ASEAN exports has made a major contribution to this. Between 1991 and 1995 exports of the two regions rose more strongly (10.5 % p.a. and 17.9 % p.a., respectively) than world exports (9.6 % p.a.), which led to an increase in their world market shares (to 1.3 % and to 6.1 %, respectively) (IFS).

Trade pattern between 9 Asian NIEs and the rest of the world: an analysis of the development of trade between 1987 and 1995 gives the following results for the 9 NIEs[7]: the importance of the industrialised areas Japan, the EU and NAFTA has declined – together they account for only 46 % of NIE exports. This is mirrored in Developing Asia's increased importance as a buyer, its share in total NIE exports rising from 28 % to 42 %. Exports to smaller trading areas have been increasing considerably, too. This applies especially to Latin America, despite its small 2 % share in exports.

[7] 9 Asian NIEs: ASEAN, China, Hong Kong, South Korea, Taiwan.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Trade pattern between ASEAN and the rest of the world: exports to Europe almost halved to 4.7 %, while exports to NAFTA only slightly reduced their share to 21 %. ASEAN's exports to the Asian NIEs expanded as strongly as intra-ASEAN trade. However, ASEAN gained importance as an export market most strongly not in member countries, but in Korea, with 13 % of its exports flowing to the area in 1995, after 4 % in 1987. The share of exports to developing Asia outside the NIEs grew strongly and reached 7 % after 4 % in 1987. Asia's trade pattern therefore reveals more strongly than Latin America's that the increase in trade interdependence is not limited to institutionalised trade areas but covers the region as a whole.

Trade pattern between the 4 NIEs and the rest of the world: between 1991 and 1995, Europe's share stayed constant at 13 %, level with Japan. Despite remaining the largest market, the importance of NAFTA as a buyer of the 4 NIE's goods has declined, its share shrinking from 34 % to 23 %. ASEAN's share increased from 5 % to 9 %, and the share of the remaining Asian developing countries quadrupled from 1 % to 4 %.

Intra Asian trade pattern: as far as Asian intra-NIE trade in the 1991 to 1995 period is concerned, exports of the 9 NIEs to the ASEAN countries rose more strongly (+ 21 % p.a.) than to all NIEs (+ 18 %). In contrast to South America, however, flows of goods across the formal limits of trade areas (ASEAN and non-ASEAN countries) play the largest part: both ASEAN and the 4 non-ASEAN-NIEs increased exports to the other group most strongly. This may be taken as another sign that the importance of regional integration as a result of political efforts is lagging behind market forces – and public expectations.

Intra ASEAN trade patterns: ASEAN has a longer history than MS. This might explain why intra-ASEAN trade links have grown slightly slower than intra-MS trade: the value of intra-ASEAN trade more than doubled (+ 22 % p.a.) between 1991 and 1995; its share in total ASEAN-exports rose from 18.7 % to 22.3 %. Most integrated are Singapore and Malaysia, due to their special mutual relationship, with 28 % and 26 % respectively sold in the neighbouring country. Least integrated is Indonesia, which decreased the dependence on ASEAN between 1987 and 1995. The strongest increase in intra-ASEAN dependency was recorded by Thailand (from 14 % to 19 %) and the Philippines (from 8 % to 13 %).

Intra 4-NIE trade patterns: within this group, Hong Kong and China[8] were the main recipients of goods in 1995, with a share of 11 % and 15 %, respectively; Korea and Taiwan both accounted for only 2 % each. For Taiwan, the strongest expansion in 1991/95 has been in the trade within Greater China (+ 42 % p.a.); this is mirrored in an even greater hike in exports from China to Taiwan (+ 51 % p.a.). The dynamic of the China-Korea trade, on the other hand, is less balanced: Korea's exports to China increased by an annual 74 %, while flows in the opposite direction

[8] No distinction between domestic and re-exports has been made for Hong Kong. Therefore, double counting of export figures must be assumed.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

grew by an annual 32 %. A similar development is recognisable between Korea and Taiwan, with Korea clearly turning more strongly to the latter than vice versa.

Regional trade links of China: although developing Asia still accounted for over one third of China's total exports, its share declined from 42 % in 1987 to 37 % in 1995. Unlike the Asian NIEs, Japan became a stronger customer of Chinese goods, increasing its share to 19 %. Europe, with a share of 13 % ranks fourth in the hierarchy of China's export markets. Thus, China, despite being strongly integrated into Asia, has managed to diversify away into Europe and NAFTA.

Regional trade links of Japan: Japan is the country with the strongest re-orientation towards Asia's NIEs, which took up 42 % of her exports in 1995. Regarding extra-regional trade, Japan fits well into the overall Asian pattern, with a decreasing reliance on NAFTA and a constant share of Europe.

II. Latin-American regional trade

Trade pattern between 11 Latin American NIEs and the rest of the world: within Latin America, the MERCOSUR countries (MS) have stepped up trade with one another substantially in the past few years. While total MS-exports grew by 49 % between 1991 and 1995, intra-trade rose by 148 %; as a result, the share of intra-trade in the total exports of the MS countries rose to 18.5 % in 1995 from 7.6 % in 1987. Parallel to this, the importance of North America declined dramatically: the share of the NAFTA[9] countries in MS exports dropped from 27 % to 16 % in the same period. Europe's share fell also, but to a lesser extent, from 27 % to 23 %. The exports of the 10 Latin American NIEs[10] were distributed almost evenly in 1995: exports to Europe, North and Latin America accounted for roughly a quarter each, while exports to all of Asia accounted for one eighth. Between 1987 and 1995 South American exports increased at an annual average of 10 %. Exports to the industrialised markets of NAFTA and Japan grew by less than the average; by contrast, exports to the EU kept largely pace with the trend. However, exports to Asian developing countries and intra-regional trade grew by over 17 % p.a., i.e. almost twice the average.

Trade pattern between MERCOSUR and the rest of the world: from 1987 to 1995, MS-countries reduced their dependence on OECD-markets[11] from 60 % to 48 %; among those countries, NAFTA-markets recorded the strongest decline (from 27 % to 17 %), while the share of Europe stayed at roughly one quarter. Outside Latin America, the Asian markets grew strongest and almost doubled their share from 6 % to 11 %.

---

9 NAFTA: USA, Mexico, Canada

10 South America: Latin America excluding Mexico; 10 American NIEs: MERCOSUR, Bolivia, Venezuela, Peru, Chile, Colombia, Ecuador.

11 Excluding Korea, Turkey.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Trade pattern between the Latin-American non-MS NIEs[12] and the rest of the world: a drop from 73 % to 58 % in the 87 – 95 period marked the share of exports to OECD markets, with NAFTA recording the strongest decline. Europe, as in the case of MS kept its share, while the increase of Developing Asia was less marked and Japan's role as a buyer even dropped from 7 % to 2 %.

Trade pattern among MERCOSUR: within MS, both Argentina and Brazil are the largest customers, taking up 6 % and 7 %, respectively. In 1995, Argentina took up 9 % of Brazil's export, while Brazil bought 18 % of Argentina's exports. The two remaining small countries kept their share, albeit at a low level of 1 % – 2 %. With one third and almost one half of their exports, Uruguay and Paraguay depend most heavily on Brazil.

Trade pattern among Latin-American non-MS NIEs[13]: intra non-MS trade grew at 20 % p.a. between 1991 and 1995 and reached a share of 18 % of total exports of these countries, up from 11 % in 1987. Ecuador, Colombia and Chile in particular contributed to this trend.

Regional trade links of Brazil: Brazil has managed a clear turnaround of trading relations between 1987 and 1995: North America was replaced by Europe as the most important export market (28 % share), which in terms of a currency area has become the strongest single market. Latin America ("Western Hemisphere" in the IMF terminology) recorded the strongest increase, whith MERCOSUR taking the lead (+ 28 % p.a.) since 1991, suggesting a strong trade effect of this attempt at regional integration.

III. Conclusions and further aspects of regional trade

Conclusion 1: Split intra-trade in Latin America. The sharp increase in South American intra-regional trade could be mistaken for continental trade integration. However, the MS countries stepped up their exports to one another more strongly than exports to other South American countries. In South America the effect of the MS agreements is reflected in the clear intra-orientation of MS trade; the flip side of the coin, so to speak, is that the non-MS countries are orientating themselves more quickly towards Asia (share: + 157 %) than the MS members (share: + 97 %). Trade among the non-MS countries also grew more strongly than their trade with MS. Thus the creation of MS seems also to be fostering the formation of a non-MS trade area. This situation differs strongly from the trade integration in Asia, whose dynamic development tends to be independent of the trade policy measures of the governments.

Conclusion 2: Regionwide integration in Asia. The Asian NIEs as a whole have substantially expanded trade with one another, although the formal efforts to rein-

[12] Excluding Mexico.

[13] Excluding Mexico.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

force links within ASEAN have not produced an above-average pace of integration there. Trans-Pacific trade has also become more important, with the ASEAN countries concentrating even more on NAFTA and the NIEs making a start in other markets. The group of industrialised countries is becoming less and less important as an export market for the emerging economies of Asia. The 4 NIEs are set to become increasingly integrated into East Asian trade.

The role of FDI in Latin America: the greater success of trade integration as a result of economic policy here may also be due to the interweave of foreign direct investment between Latin American NIEs being much less strong than between Asian NIEs. Nevertheless, the growth of South American countries' investment in each other has clearly accelerated strongly, albeit at a low level: between 1990 and 1994 its value quadrupled from USD 0.9 bn to USD 3.7 bn. This is only 2 % (1990: 1 %) of total foreign investment in the region, however. The share of Japanese investment improved to the same extent (from 5 to 6 %), while European investment fell from 35 % to 32 % and investment by NAFTA countries accounted for an unchanged 49 % (IRELA, 1996).

The role of FDI in Asia: regionwide trade integration in Asia was acompanied by two parallel moves. First, the removal of trade barriers was making slow progress. Second, Japanese investment throughout the region had been fuelling interindustrial trade (*Bayoumi/Lipworth,* 1997). Between 1989 and 1994 15 % of Japanese outward investment – USD 43 bn – flowed into the Asian NIEs. By comparison, the USA invested USD 25 bn and Germany USD 2.4 bn in the region. Japanese investment in Asia was distributed fairly evenly over the NIEs; only South Korea, Taiwan and the Philippines obtained less than 1 % of outflows each. This distribution may have its basis in the relocation of Japanese production units to countries where wage costs are low. The integrating effect of the Japanese investments on trade was strengthened by direct investment flows between the Asian NIEs. In Indonesia and Malaysia, these flows were level with those from Japan (MIDA, 1995) (NDIO, 1994).

Is there a pattern of trade development? In Asia, another noticeable phenomenon is the emergence of the well-known flying-goose pattern. This interpretation is supported if ASEAN and the 4 NIEs are analysed separately. Whereas the 4 NIEs poured exports into the ASEAN countries in the years 1987–91 and then in 1991–95 turned to the South American countries, the ASEAN states concentrated heavily on their own region and their small Asian trading partners in 1991–95. In other words: ASEAN was highly significant for exporters in its member countries in the first half of the 1990s, but the future may bring an increasing focus on out-of-area emerging markets like South America[14].

[14] Both ASEAN (+ 15 %) and the 4 NIEs (+ 10 %) expanded their trade with Latin America between 1995 and 1997 at rates well above their average export growth (5 % and 6 %, respectively). Due to the extreme turbulence during this period, this is not to suggest a confirmation of the flying goose pattern, yet.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Development of trade integration in Asia 1996/97: due to availability of data, the effect of the Asian crisis on intraregional trade patterns cannot be fully evaluated. Figures for 1996 and 1997 suggest no tremendeous change in the weight of the trade partners, with the share of the NIEs in ASEAN's export slightly increasing and the share of ASEAN in the NIE's exports constant.

Development of trade integration in Latin America 1996/1997: as the major repercussions of the Asian crisis on Latin America took place only in 1998, effects are even less likely to show in the figures of 1996/97. However, the importance of developing Asia declined and intra-regional trade among the 10 Latin American NIEs expanded strongly, the share of intra trade in MS increasing from 18 % to 25 % in only two years. A slightly slower increase can be observed for the intra-trade of all NIEs.

C. Real transmission of crises in Latin America and Asia

I. Definitions, methodology and general results

Some terminology: here crisis is defined as a sharp change (decline) in real activity within a country. Therefore, currency crises are not a subject of this analysis per se, but only as far as they imply a strong drop in economic activity. Also, by the expression "real transmission" the direct effect of a decline in demand in one country on the region is understood. In Masson's terminology, this paper looks at spillovers and excludes contagion and monsoonal effects (*Masson,* 1998, 3). It adds a single and narrow but somewhat neglected aspect to the present discussion of channels of transmission of crises: it does not focus on the origins of crises and their transmission via financial markets, but on the effect regional trade may have on regional economic activity. At a first glance, *Glick/Rose* (1998) seem to cover this same subject, their findings contradicting those of this paper. However, their analysis is based on the effect of exchange rate changes on competitiveness in third markets, explicitly excluding direct trade links between regional countries and their combined (cascading) effects (*Glick/Rose,* 1998, 9).

Methodology employed: the regional spillovers of a change in economic activity of a single country are determined on the basis of a bilateral import demand model which is described in more detail in appendix 1.

Hypothesis of parallel integration of trade and business cycle interdependence not rejected: the increasingly close trade links between the members of the ASEAN trade group and within the region suggest that their business cycles have also become more dependent on one another. The analysis lends general support to this hypothesis. Only Japan and the Philippines show a diverging development, due to problems resulting from uniform weights in the calculation. Trade integration and business cycle interdependence are measured as the unweighted change of

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

shares of those countries' exports in all NIEs' plus Japan's exports, and as the unweighted change in cyclical impulses of those countries on the NIEs' and Japan's economies between 1987 and 1995. The figures being unweighted, they should only be interpreted as giving the direction of change[15].

II. Business cycle linkages in Asia

In Asia, stronger intra-regional trade, despite lower import elasticities in many countries, resulted in wide-spread increases of business-cycle interdependence. In 1995 / 1987, one percentage point of growth in the region as a whole resulted in additional growth in the individual countries in a range of 0.09 % / 0.04 % for the Philippines to 0.43 % / 0.51 % for Singapore (Table 3). ASEAN is not the main engine of growth for its own members. Exceptions are Malaysia (0.17 % / 0.10 %) and Singapore (0.28 % / 0.35 %). However, their dependency on ASEAN is due to their historically strong mutual trade links. For the remaining member countries, one percentage point of growth in ASEAN produces a maximum of 0.09 % growth (Thailand) and a minimum of 0.04 % (Philippines).

Integration of Greater China: The Chinese economic area does not show a clearly increased interdependence, with China becoming slightly less dependent on Hong Kong and not at all on Taiwan. For their part, Taiwan increased and Hong Kong lowered her dependency on the mainland. In a remarkable shift, the mainland was increasingly exposed to the business cycles in America, Europe and Japan. The direct impact of cyclical swings in the ASEAN countries remained almost negligable[16]. Cyclical effects are being transmitted much more strongly in the opposite direction. In particular, Hong Kong's dependence on the mainland remains strong (one %-point growth change on the mainland now translates into 0.27 % growth change in Hong Kong). To a lesser degree, this is true for Korea.

Low regional impact compared to major OECD markets: The economic development in the industrialised countries remains dominant, however: Japan's influence declined in 2 and rose slightly in 6 countries – no doubt partly due to the weakness of its own economy in the period under observation – while that of the US and the EU rose in 5 and 8 countries respectively. Fears of an increased danger of crises spilling over from one market to the next are not unjustified. The Asian NIEs were in 1995 more dependent on the economic situation there than in 1987. The impact of growth changes in the 4NIEs and ASEAN increased by 0.15 %-points for each area. However, this must be put into perspective: a similar shock in the EU would have an impact increased by 0.22 %-points.

---

15 E.g., Singapore experienced the strongest decline in cyclical dependency on the remaining NIEs, but had only limited impact on the NIEs herself, due to her relatively small size.

16 Although, on third markets, the indirect impact of cyclical swings in ASEAN-countries competing with China might very well be felt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Third country competition increases danger of spill over beyond the measured effects: there is sufficient reason to believe that the above mentioned fear of increased spill-over from intra-regional trade-shocks may be particularly justified by changes in the competitive position on third country markets. In fact, this is the point of Glick and Rose, who define trade linkages as indirect trade linkages via third markets (*Glick/Rose,* 1998). A reduction of domestic absorption in one country will lead to higher export pressure on third country markets, probably leading to a crowding out of other exporters which will then feel the repercussions by way of lower export (-growth). In the present case of the Asian Financial Crisis and the strong devaluations of all currencies except the RMB and HKD, it has often been argued that China suffers twice: shrinking Asian economies increase the export pressure on industrialized countries' markets per se, this tendency being supported by the strong devaluation of the regional currencies vis-a-vis USD, EUR and JPY. The loss of competitiveness of China may be felt the more the more China's export goods structure is identical with that of its neighbours. Appendix 3 shows, that, among Asian countries, between 1987 and 1995 China has undergone a dramatic change in the composition of its exports from agricultural goods to manufactured goods. In China, Taiwan and Korea, exports are dominated by manufactured goods (share in total exports > 80 %) i.e. these countries compete to a particular degree on third country markets. Recession in Korea and Taiwan and an increased export supply from there will therefore affect China more via third country competition than similar developments in the other Asian neighbours.

III. Business cycle linkages in Latin America

The overall picture for business cycle interdependencies in Latin America is even less pronounced than that for Asia – there is a limited evidence for rising impacts. Both for the MS-area and all 11 NIEs there is an (unweighted) decrease in the impact on all 11 NIEs. Also, the impact-level was low in 1995. The link table in appendix 2 shows that in 1995 1 % growth in the Latin American NIEs increased growth by between 0.01 %-points (Mexico) and 0.59 % (Paraguay). In 1987 the range had been from 0.01 % (Mexico) to 0.49 % (Paraguay). With the exception of Ecuador, Paraguay and Venezuela, the sensitivity to shocks from within the region has decreased. On the other hand, the effects on the NIEs of growth in the major OECD countries Japan, NAFTA and the EU has increased across the board. Japan is by far the single most important source of cyclical shocks in all NIEs.

Business Cycles within MERCOSUR: in1995, MS as a whole had lower impact on Uruguay, almost unchanged impact on Brazil and Argentina and a stronger impact on Paraguay. An exemption to this rule is the bilateral link between Brazil and Paraguay; the latter in 1995 depended 4 times stronger on its larger neighbour than in 1987.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Business Cycles within the non-MS NIEs: outside MS, Colombia has slightly increased her cyclical impacts on Bolivia, Ecuador and Venezuela. For the remaining countries, no visible change has taken place, leaving the interdependence on a very low level.

IV. Conclusions

Despite a clear increase in regional trade flows, bilateral import demand in the region does not lead to a comparable increase in transmission of business cycles. Rather, the regional nature of a particular type of crises (currency crises) seems to be caused by changes in the relative competitiveness of regional countries on extra-regional markets, as maintained by Glick / Rose. Both findings do not contradict each other. However, the fact that GDP-shocks are not transmitted as strongly as assumed is important for the understanding of the time path of crises: when growth picks up in one country in the aftermath of regional economic turmoil, hope for regional recovery should be limited, and vice versa, if a country is affected by a national shock fear of spill-over is to large degree unjustified.

Because of this weak spill-over of demand shocks, the negative effect of a devaluation of one regional currency will not even later be compensated by positive growth effects of the devaluing country. Therefore, devaluations indeed can be expected to spread regionally thus readjusting bilateral exchange rates to a degree. This process leads to parallel drops in GDP-growth over the period of (involuntary) readjustment.

Neither are crises reinforced by regional trade, nor can they be prevented any barrier to regional trade. Devaluations are at the core of many regional crises. In order to prevent a crisis to be triggered by a single devaluation, stability of regional exchange rates gains in importance. In contrast, the contribution of bilateral extra regional exchange rates to regional stability may have been overrated in the past.

If regional exchange rates are prevented from fluctuating as strongly as extra regional exchange rates, contagion effects may both increase and decrease: a change in one extra regional exchange rate will – by definition – lead to regional contagion (of currency movements in the sense of Glick / Rose) instantly, but it may be less destabilizing in terms of real slumps. A parallel and instant readjustment of regional currencies against an extra regional currency will not lead to changes in competitive position on third markets, thereby cutting short the period of (involuntary) readjustment and the accompanying economic turmoil.

D. What exchange rate policy for China?

The discussion of China's role in the recent Asian Financial Crisis has been going on for considerable time. Since the return of Hong Kong under Chinese so-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

vereignty, the issue of the fixed USD-RMB link has gained in complexity (*Speidel-Walz/Veit,* 1996). At present the degree and timing of a devaluation of the RMB are being debated. To both issues, the remaining section seeks for an answer.

I. A brief summary: the pros and cons of flexible and fixed exchange rates

The pros and cons of fixed and flexible exchange rates have been discussed widely in the economic literature. A few basic features of both regimes which are relevant to policymaking in China deserve to be highlighted again, however. An advantage of flexible rate regimes is that they allow for an equilibrium of capital and current account without central bank intervention. This has the positive effects of a) lower cost of reserve holdings by the central bank, b) independence of the central bank in conducting monetary policy, c) no restriction of domestic co-ordination of fiscal and monetary policies emanating from the exchange rate regime and d) lower cost of adjustment to real disturbances (one asset price has to be changed instead of many goods prices). The cons of flexible exchange rates very often are seen in higher volatility of nominal exchange rates (*Burda/Wyplosz,* 1993, 399) (*Werner,* 1998), directly increasing transaction cost even if a comprehensive set of hedging instruments were available (if available, use of the instruments is not costless). This volatility is of particular concern to policymakers as it does not seem to adjust real exchange rates to new equlibria. Rather, nominal exchange rates seem to swing real exchange rates around some equlibirum level (ibid)[17]; the forces behind these movements may be found in short term factors.

Flexible exchange rates in the Chinese context: In the Chinese context points b and c should be taken up again: it is unclear whether money supply can be determined independently by the central bank, as total credit demand of companies seems to govern central bank monetary policy as long as the State-owned enterprises (SOE) do not have to compete for funds from the financial sector – an assumption rendered more realistic since president Jiang Zhemin's slowing down of reform efforts. This implies that inflation control has to be achieved by other instruments, e.g. fiscal policy which therefore is constrained indirectly by SOEs. As long as SOEs financing requirements govern money supply, China will not be able to enjoy neither the advantages of flexible nor fixed exchange rates.

The pros and cons of fixed exchange rates: The major argument in favour of fixed exchange rates relates to transaction cost savings. These result from an assumed higher predictability of future exchange rates which reduces the necessity

[17] In a recent paper, Sweeney finds evidence for long term stability of nominal exchange rates among G10 countries, thus rejecting the above hypothesis (*Sweeney,* 1999). However, whether this would apply also to developing countries is not quite clear. The return of exchange rates to equilibrium levels seems to depend on levels of inflation rates (*Tanner,* 1998) which tend to be higher for developing countries than for G10.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

of costly hedging instruments. In the context of countries with high-inflation histories, a fixed exchange rate can serve as a so-called nominal anchor which does not permit the deviation of monetary policy from a stability oriented path if supported by a currency-board type of money-supply mechanism. The cons of fixed rate regimes mainly mirror the pros of flexible rate regimes: restricted autonomy of the central bank, high cost of adjustment and reserve holdings, and rescricted coordination of fiscal and monetary policies. It might be added that the burden of the adjustment mechanism may have to be shouldered asymmetrically.

Fixed exchange rates in the Chinese context: With respect to the Chinese situation again some qualifications have to be made: a fixed exchange rate cannot be used as a nominal anchor if and because the money supply is determined by the demand of SOEs for funds. What remains, is the lower transaction cost benefits of fixed exchange rates. However, the reliability of the USD-link of the RMB has been subject to considerable doubt recently.

II. Estimating the equilibrium level of the RMB / USD exchange rate

The choice of theory to determine a credible equilibrium exchange rate depends on the degree of convertibility: officially, the RMB is only convertible for current account transactions, but there is anecdotical evidency that hidden capital flows exist[18] and that China did have unofficial convertibility of the capital account: over the period 1995 – 1997 the foreign currency inflow from current account transactions plus recorded capital account transactions of USD 140bn was not fully matched by changes in reserves of USD 90bn, implying an unrecorded capital outflow of USD 40bn (Table 5). This figure, being a net flow, however, hides the potential of gross capital in- and outflows from China. Put differently, the sum of USD 40bn should not be interpreted as a measure of total unrecorded foreign assets acquired by Chinese entities between 1995 and 1997; rather, it should be taken as the floor of unrecorded gross foreign assets, with the possibility of considerable foreign liabilities as well. In fact, in 1998 alone unrecorded outflows are estimated at USD 84bn (FT, 1999). Therefore, the latter assumption seems to be validated by the appearance of high foreign liabilities of financial institutions like the ITICS in the second half of 1998. So, in the Chinese context, besides PPP theory, exchange rate determination has to take care of capital flows as well, as the effect of net unrecorded capital flows on the RMB exchange rates over the period 95 – 97 has been stronger than that of the balance on current account. In the following paragraphs the credibility of the present level of RMB and HKD exchange rates is put to test by both approaches.

[18] Instruments are over-invoicing and pre-payment of imports, overstating of profit remittances to home countries of FDI, and of course the offshore debt build up by local financial institutions.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Measuring risk of the RMB: In order to obtain a measure of reliability[19] we can use the well known equilibrium condition for uncovered interest parity (1) (*Burda/Wyplosz,* 1993, 366) (*Hallwood/MacDonald,* 1996, 45), with ψ denoting a measure of risk of holding the foreign currency. ψ depends on the interest differential between domestic interest rates i_t and foreign interest rates i_t^*, and the expected de-/revaluation of the foreign currency

$$\psi = i_t^* - i_t + \frac{({}_tE_{t+1} - E_t)}{E_t} \tag{1}$$

in percentage terms (E_t being the spot exchange rate (home currency/foreign currency) and ${}_tE_{t+1}$ being the spot exchange rate expected in period t for for period $t+1$). Clearly, if ψ is positive, this means that in order to hold the foreign currency investors will require a higher foreign interest rate given spot and expected exchange rates. This allows us to approximate the pressure of speculative "attacks" on fixed exchange rates by measuring the interest differentials. However, this procedure requires full convertibility of the capital account, which does not apply to China[20]. Therefore, as a substitute for the RMB the HKD is taken, assuming that for political reasons the RMB/HKD link is more stable than the HKD/USD link. In other words, we treat the HKD like the RMB, implying that both have the same currency risk.

High short term risk of devaluation: We measure the risk over the period December 1997 to November 1998 using the HKD Interbank Offered Rate (HIBOR)[21] and the Eurodollar London Interbank Offered Rate (LIBOR). Figure 2 shows that during periods without speculative "attacks" there seems to be no particular risk premium for holding HKD (the negative sign indicates a risk bonus for holding USD;it therefore is a risk premium holders of HKD wish to obtain as compensation). However, during speculative "attacks" the required premium amounts to almost 7%. An alternative way of looking at this increased risk premium is to look at the spot rate that would be consistent with the increased local interest rates. This way we can estimate a market equlibirum rate that would have occured without intervention by the Hong Kong authorities. Figure 3 shows that during high tension periods a new equlibrium would have been reached at a rate of ca. HKD 8.2/USD[22,23], or RMB 8.7/USD.

---

19 Cheng, Kwan and Lui prefer the forward premium as a risk indicator because of transaction cost. However, transaction cost does not seem to be of a relevant magnitude on the Hong Kong money and exchange markets (*Cheng/Kwan/Lui,* 1999,3).

20 The degree of capital account convertibility in China is not quite clear. The discovery of previously unknown foreign liabilities of the ITICs is an indication of capital mobility; also, there seems to be quite some reagibility of capital flows to changes in interest differentials, as the BIS states that foreign debt of Chinese financial institutions has changed after interest rates in China receded somewhat during 2Q 98 (*BIS*[1], 1998, 8).

21 Figure 1 shows the reaction of HKD interbank offered rates to speculative "attacks" in the first and third quarter of 1998.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Real overvaluation of the RMB: can we draw the conclusion that this rate would also be a reasonable estimate of the long term RMB / USD equlibrium rate? Not really, because the divergence of the implied rate from the actual rate reflects both changes in expected rate levels and the short term probabilities assigned to them. Analysis of the (relative) PPP rate may give more information about the expected long term level. Since the nominal devaluaton of the RMB in 1994 by 33 % the Chinese currency has appreciated in real terms by 25 %, thus eliminating competitive gains to a large degree. On the basis of relative PPP-theory, therefore, a new equilibrium RMB / USD exchange rate would be RMB 10.4 per USD, and – assuming a permanently fixed RMB / HKD rate – the long term equilibrium HKD / USD rate would be at HKD 9.7. These long term equilibrium estimates are clearly above the expected spot rates calculated for recent crisis periods. Put differently, a realignment to PPP values was not expected by markets during the crisis period, indicating a certain degree of credibility in the power of the Chinese authorities to sustain the exchange rates. Nevertehless, devaluation of the RMB remains a major concern of market participants.

III. Credibility of the RMB / USD-link

We now have to ask how economic policy can contribute to credibility of the exchange rate regime, because higher credibility immediately translates into lower tension on the exchange markets. Is the fixed exchange rate regime going to be sustainable in times of crisis?

Purposes of reserve holdings: With roughly USD 145bn of foreign currency reserves (Aug 98) and a closer control of capital flows China seems to be well placed to support the fixed rate regime against the pressures to devalue described above. However, this assumes that the reserves do not have to be used for other purposes than exchange rate stabilization. The refusal of the government to honour claims of foreign banks during the recent bankruptcy of GITIC may have saved the PBOC from giving similar assistance in other cases; however, the flipside of this coin is a loss of credibility in the international financial markets which may lead to a severe reduction of short term funds for Chinese enterprises and financial institutions alike. In this case a total of USD 30bn (*BIS,* 19981) of debt due in the short run may have to be financed from reserves.

---

22 This estimate reflects differing expectations of the long term equilibrium exchange rate. Only if investors believed in a long term equlibrium rate identical with the implied rates plotted in Figure 3, we can assume 100 % expectatoins. In all other cases the increase just reflects a combination of both increased expected rates and probabilities of these rates. A second, independent estimation of long term equilibrium rates will help in assessing in how far the implied spot rates reflect higher probabilities or higher expected rates. See (*Cheng / Kwan / Lui,* 1999, pp9) for an estimation of devaluation probabilities.

23 Calling the estimated rates equilibrium rates is done in the sense of the trend as an equlibrium concept per se (*Schnatz,* 1998, 65).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Reserve loss possible in crisis: Whatever strategy is choosen by Chinese authorities, there is to be expected a considerable loss of net foreign assets in the future, limiting the capacity to support a misaligned fixed exchange rate regime. In the long run, therefore, a depreciation of the RMB seems unavoidable. Does this mean that the RMB / USD link is safe in the short run? Not really, because speculation on a devaluation will start as soon as owners of RMB believe the reserves will not suffice to support the peg on the exchange market. So, any noticable reduction of reserves may trigger a covert outflow of RMB and strong pressure on the peg[24].

Feasability of models of speculative attacks for China: The event risk of a devaluation is described by so-called models of speculative "attacks". Earlier models (*Krugmann,* 1979), (*Flood / Garber,* 1984) assume an expansionary fiscal policy financed by the central bank as leading to a drain of reserves. Later models (*Obstfeld,* 1991) add as further factors the willingness of the government to bear the cost of keeping a peg (high interest rates and unemployment). Once the govermnent sees the peg as politically unviable, it will devalue. If these macro-economic factors are combined with micro-economic weaknesses like underregulation of financial markets and resulting undercapitalisation of banks and misallocation of resources, we obtain a good picture of the origins of the Asian Financial Crisis (*Frenkel,* 1998,56). In fact, many of these features are shared by Asian countries including China, with the notable exception of limited capital mobility in the latter.

High risk according to later models: In order to support a peg, according to these latest versions of speculative attack models[25], not only must the government reduce fiscal deficits, it also has to eye foreign perception of the political viability of present policies and it has to develop micro-structures in a way that macro-imbalances can be avoided. China clearly does not meet the requirements of these models for stable exchange rates: Fiscal deficits may be modest (Figure 5), but the high internal debt of state owned enterprises is a considerable potential fiscal burden; unemployment is on the rise and authorities correctly preceive this as a threat to internal stability; and, last not least, transparency of the financial sector is very low, allowing financial institutions to misallocate funds for longer periods.

Remedies against financial vulnerability in China: What measures ought to be taken in order to prevent the present crisis potential from developing into a full blown crisis? Reform of the SOEs clearly heads the task list, to be accompanied by a restructuring of the domestic banking system. However, these solutions are of

---

24 This means that policy reactions to the ITIC-crises have to be considered with particular care: the fulfiling of explicit or implicit loan guarantees may lead to moral hazard and a later massive reserve drain as much as non-acceptance of gurantees with the consequence of a drying up of short term foreign finance. Again, the importance of new, credible financial institutions can hardly be exaggerated.

25 Earlier models concentrating on fiscal deficits do not seem to have much forecasting power in Asia (*Melick,* 1996)

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

long-term nature, and they are not directly linked to exchange rate policies. On the other hand, the issue of foreign debt of financial institutions is directly linked to the exchange rate in the above described way and deserves recognition here: if China closes down those financial institutions which have misused their foreign liabilities, it should in a parallel move install new financial institutions which are run according to internationally accepted best practice standards[26]. If the quality of these new institutions is convincing, it may be more attractive to foreign investors not only in relation to other Chinese financial institutions, but also on a regional scale. So, a first short term remedy against the crisis would be partial micro-reform of the financial sector.

Controlled devaluation stabilizes expectations: Restructuring of the banking sector alone would not solve the latent real overvaluation of the RMB. Therefore, a controlled devaluation is necessary to restore the lost competitiveness in foreign markets; additionally, it could increase credibility of the PBOC's efforts to support a new level of exchange rates and thus reduce expectations which have led to exchange rate overshooting in other Asian countries. However, if not accompanied by an immediate change of the factors leading to the overvaluation, a return of devaluation expectations is only a matter of time. So, would a floating rate be a solution? Experiences of other regional economies are not encouraging, and anyway the Chinese government has stressed the responsibility for regional stability so much that it can scarcely renege on this promise. We therefore suggest a crawling-peg exchange rate regime as a way of controlling the devaluation process, while at the same time building credibilitiy by continuing micro- and macroeconomic reforms.

IV. Suitability of a crawling peg regime

Its proponents see the advantages of a crawling peg vis-à-vis floating rate regimes in lower volatility, avoidance of random rate moves, and higher information content for expectations building. In the light of the Asian Financial Crisis, a floating rate would inflict on China the same damage it has done on the other regional economies, namely a strong increase of the local currency value of foreign debt: in mid-1998, China owed a total of USD 59bn to foreign banks; of this roughly 50 % was due within one year, and USD 24bn was owed by banks (BIS, 1998). Vis-à-vis fixed rates crawling rate regimes offer a higher degree of credibility, the more so the more open the capital account is (*Williamson,* 1998). As we have seen in the discussion of recent models of speculative "attacks", the issue of credibility is of particular importance. In addition to convincing macroeconomic conditions and to the political will of governments to conduct stability-oriented policies, there have

[26] In fact that is what the Chinese may be doing according to anecdotical evidence. However, part of the GITIC problem is rooted in Hong Kong's own regulation and supervision of banks, which are not subject to the mainland's direct control.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

to be in place institutional conditions which both allow the government to conduct these policies (effective instruments of economic policy) and can be monitored sufficiently by the public (transparency of economic development, of rules and statistics) (*Fischer,* 1996). China neither meets the preconditions for floating rate regimes nor fixed rate regimes. Instead, the best of both worlds might be offered by a crawling-peg regime:

Like a fixed rate regime, it offers a nominal anchor for expectations building; it does not matter that this nominal anchor is moving, as long as the moves are transparent and sustainable.

In fact, sustainability is higher if the crawling-peg is aiming at trend real exchange rate equilibrium, because in this case a continued loss of international reserves is less likely and / or less strong (*Bartolini / Prati,* 1998).

Credibility may be higher because adjustments to the pace and direction of the crawl can be made. As long as these adjustments improve the realignment to some equilibrium target, they will be seen less as giving up an exchange rate peg then as increasing the probability of sustaining the new pace and / or direction of the crawl.

The set of instruments necessary to sustain the publicly announced crawl is available to Chinese authorities: international reserves seem to be sufficient (provided that a sudden drain due to loss of short term refinancing is avoided by appropriate measures like institutional, selected banking reform, see above), the fine tuning abilities of monetary policy seem to have been improved, although they may still not be satisfying due to the burden of SOE debt; however, this lack of monetary policy flexibility can be made up by the employment of such blunt instruments as reserve requirements which can support or substitute sterilization in case of renewed capital inflows.

The necessary information to implement Williamson's proposal for the nominal rate of the crawl is available to Chinese authorities and should be made available to the markets: "Crwaling peg depreciation equals domestic target inflation minus foreign inflation minus estimated productivity bias" (*Williamson,* 1998)[27].

In view of the limited short term capital mobility across China's borders, the band around the peg can be at the lower end of what is considered to be feasible, i.e. at +/− 5 % (ibid).

The pace of the crawl depends on the inflation differential; the less necessary it is to employ the peg as a nominal anchor against inflationary expectations, the more a permanent (monthly to quarterly) re-evaluation of inflation forecasts on the basis of recent data seems to be appropriate. This process may increase transparency and thus have a self-enforcing effect on the credibility of the crawling-peg.

[27] In the short run the productivity bias should be substituted by a trend variable, which can be adjusted in longer intervals.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ohno stresses the importance of adjustment for inflation differentials, but does not offer detailed prescriptions for attaining that goal: he demands "parameters of reaction must be re-calilbrated for further stability on REER in normal times ... these improvements can be made without radical changes in the existing systems" (*Ohno,* 1999). In fact, a crawling peg would not be a departure from earlier exchange rate regimes; rather, its consequent application would be.

The type of crawling-peg proposed here is a target-zone with short-term narrow bands and long-term wide bands. Bertolini / Prati suggest an opposite model (short-term wide bands and long term narrow bands) on the basis of their analysis of the ERM since 1993 (*Bertolini / Prati,* 1998, 4). Short-term wide bands are meant to prevent one-way bets on a devaluation. In the Chinese context, with limited capital convertibility, there seems to be less need for short-term wide bands. Rather, a wider long term band may signal scope for a stable real exchange rate. If, however, Asian countries should opt for more capital mobility, the ERM-model has clear advantages.

China's contribution to regional stability: a last issue that has to be tackled in the context of an appropriate exchange rate regime is China's contribution to regional stability when the RMB devalues in a crawling peg. A regional crawling realignment might be a way of both a gradual readjustment of the exchange rate and domestic micro reform. Would it also be a long-term model for regional exchange rate policies? Clearly, as described in the beginning, any link of currencies implies a loss of independence in the use of economic poicy instruments. If, however, economic cycles in the countries linking their currencies are synchronized, the loss of independence is less severe because all countries would embark on similar strategies.

E. Conclusion

Regional trading links have intensified considerably since the mid 80s, but not so much as to warrant closely co-ordinated exchange rate policies.

China, as a competitor to all other Asian countries both on world markets and bilaterally, has to be at the core of regional stabilization policies.

In the Chinese case of semi-open capital markets (official restrictions with hidden flows) and real exchange rate imbalances, timely adjustment both seems necessary (to avoid drastic nominal exchange rate moves like in 1994) and offers some more time to solve underlying fundamental problems (to restructure the state owned and financial sectors). Development of parallel financial markets, i.e. the transition from the present to an internationally accepted regulation, in particular may pave the way for an internationally credible economic system which will contribute more to regional stability than any discretionary adjustment can do.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

The above mentioned policy proposal is not restricted to the Chinese case. Within Mercosur, tensions have grown over Brazil's devaluation against the USD, which is supposed to have severely diminished the competitiveness of Argentina. Here, the basic arguments developed for the Chinese case apply, although the fundamental deficiencies of Brazil certainly require a different set of measures to safeguard future stability and credibility in Latin America.

References

Asian Development Bank: Developing member statistics (Internet).

Bartolini, L. / *Prati,* A. (1998): "Soft Exchange Rate Bands and Speculative Attacks: Theory, and Evidence from the ERM since August 1993", IMF Working Paper 98 / 156.

Bayoumi, T / *Lipworth,* G. (1997): "Japans Direktinvestitionen im Ausland und regionaler Außenhandel"; in: Finanzierung und Entwicklung, September 1997, Washington.

BIS (1998[1]): International Banking and Financial Market Developments, BIS Quarterly Review, Basle, November.

– (1998[2]): Consolidated International Banking Statistics for End-June 1998, Basle, November.

Bruno, M. / *Pleskovic,* B. (1997): Annual World Bank Conference on Development Economics 1996, World Bank, Washington 1997.

Burda, M. / *Wyplosz,* C. (1993): Macroeconomics, OUP.

Caprio, G. / *Klingebiel,* D. (1997): "Bank Insolvency: Bad Luck, bad policy or bad banking?"; in: (Bruno / Pleskovic, 1997, 79 – 104).

Cheng, L. K. / *Kwan,* Y. K. / *Lui,* F. T. (1999): "Risk Premium, Currency Board, and Attacks on the Hong Kong Dollar", mimeo, Hong Kong University of Science and Technology.

Council for Economic Planning and Development (1997): Industry of Free China, Vol 87, No 8, August 1997.

Deutsche Bundesbank (1997): "Wechselkurs und Außenhandel"; in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Januar 1997, S. 43 ff.

Fischer, S. (1996): "Zentralbankpolitik: Künftige Aufgaben – Wahrung der Preisstabilität"; in: Finanzierung und Entwicklung, Dezember.

Flood, R. / *Garber,* P. (1984): "Collapsing Exchange Rate Regimes; in: Journal of International Economics", Vol 17.

Frenkel, M. (1998): "Recent Balance of Payments Crises in East Asia"; in: Menkhoff / Reszat (1998).

FT (1999): Financial Times, 31. 5. 1999.

Glick, R. / *Rose,* Andrew (1998): Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional?; NBER Working Paper 6806.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Hallwood, C. P. / *MacDonald,* R. (1996): International Money and Finance, Blackwell, Oxford 1996, 2. Aufl.

IMF (1999): World Economic Outlook, Part II, April 1999.

– DOT: Direction of Trade Statistics, several issues.

– IFS: International Financial Statistics, several issues.

IRELA (1996): Foreign Direct Investment in Latin America in the 90s, Madrid.

Jaspersen, F. Z. / *Aylward,* A. / *Sumlinski,* M. A. (1995): "Trends in Private Investment in Developing Countries.Statistics for 1970 – 94". IFC Discussion Paper No 28, World Bank, Washington.

Kamin, S. (1997): "A Multi Country Comparison of the Linkages between Inflation and Exchange Rate Competitiveness", BIS Working Paper 45.

Kamin, S. / *Klau,* M. (1997): "A Multi Country Evidence on the Effects of Real Exchange Rates on Output", BIS Working Paper 48.

Krugmann, P. (1979): "A model of Balance of Payments Crises"; in: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 11.

Masson, P. (1998): "Contagion: monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria" IMF Working Paper 98 / 142, September.

Melick, W. R. (1996): "Estimation of Speculative Attack Models: Mexico Yet Again". BIS Working Paper No. 36.

Menkhoff, L / *Reszat,* B., ed. (1998): Asian Financial Markets – Structures, Policy Issues and Prospects, Nomos.

MIDA (1995): Malaysian Industrial Development Authority, Statistics on the manufacturing sector 1990 – 1994, Kuala Lumpur.

NDIO (1994): Indonesia at a glance: Investment, National Development Information Office, Jakarta.

Obstfeld, M. (1991): "Destabilizing Effects of Exchange Rate Escape Clauses"; NBER Working Paper 3603, Washington.

OECD (1979): OECD Economic Outlook, Occasional Papers, January.

Ohno, K. (1999): "Exchange Rate Management in Developing Asia: Reassessment of the Pre-crisis Soft Dollar Zone", Asian Development Bank Institute.

Peebles, G. (1991): Money in the People's Republic of China, Allen & Unwin.

Sachs, J. / *Tornell,* A. / *Velasco,* A. (1996): "The collapse of the Mexican Peso: what have we learned?"; in: Economic Policy, No 22, April 1996, S. 13 – 56.

Schnatz, B. (1998): "Financial Markets and Speculative Attacks in Asia: A Historical Perspective"; in: Menkhoff / Reszat (1998).

Speidel-Walz, E. / *Veit,* W. (1996): "Hongkongs Zukunft unter neuem Souverän: Berstandsaufnahme und Bewertung ökonomischer Risikofaktoren"; Schriftenreihe 3 / 96, FB Wirtschaft, FH Köln.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Sweeney, R. (1999): "Unit root tests in nominal and real exchange rates: tests, forecasting results, and implications"; mimeo, paper presented at "The 7th conference on Pacific Basin Finance, Economics and Accounting", Taipei, May 1999.

Tanner, E. (1998): "Deviations from uncovered interest parity: a global guide to where the action is", IMF Working Paper 98 / 117, August 1998.

Veit, W. (1996): "Mexiko 1994 – Ansätze zur Stabilisierung des Krisenverlaufs"; in: (Schäfer,1996,41 ff.).

Werner, A. (1998): "Target Zones and Realignment Expectations: The Israeli and Mexican Experience", IMF Staff Papers Vol 43 No 3, September 96, p 571 – 586.

Winters, L. A. (1994): International Economics, 4.ed, Routledge, London.

Appendix: List of Abbreviations[28]

AFC	Asian Financial Crisis
ARS	Argentina
ASEAN	Association of South East Asian Nations
BOB	Bolivia
BRL	Brasil
CLP	Chile
COP	Colombia
ECS	Ecuador
HKD	Hong Kong
IDR	Indonesia
JPY	Japan
KRW	South Korea
Latam	Latin Amerika
MS	Mercosur
MXN	Mexico
MYR	Malaysia
NIEs	Newly Industrializing economies
PEN	Peru
PHP	Philippines
PYG	Paraguay

[28] Countries are represented by their currency codes in tables; in the text, these currency codes represent the currencies of the respective countries.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

RMB	PR China
SGD	Singapore
SOE	State Owned Enterprises
THB	Thailand
TWD	Taiwan
UYU	Uruguay
VEB	Venezuela

Appendix 1: Modelling business cycle links within trade areas in Asia

Quantifying business cycle links between country n and her trading partners is based on a simple multiplier model. We depart from an income equation with some autonomous consumption components, autonomous investment and exogeneous exports. It is our aim to explain exports of country n as imports of her trading partners, i.e. to make exports endogeneous by making them a function of growth impulses in the trading partners.

(1) is the well known equilibrium condition between exports and income, linked via the multiplier (consisting of marginal import ratio m (2) and marginal savings ratio s (3)).

(4) expresses the same relationship in terms of growth rates. The first term on the right of (4) is the multiplier, the second term is the export ratio (serving as a weight of export growth in the income equation) and the third term is export growth.

(1) $$dY_n = \frac{1}{m_n + s_n} \sum_{i=1}^{n-1} dX_n^i$$

(2) $$m_n = \frac{dM_n}{dY_n}$$

(3) $$s_n = \frac{dS_n}{dY_n}$$

(4) $$\frac{dY_w}{Y_w} = \frac{1}{m_n + s_n} \frac{X_n}{Y_n} \frac{\sum_{i=1}^{n-1} dX_n^i}{X_n}$$

(5) $$dX_n^i = m_i^n dY_i$$

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

$$\varepsilon_{MY_i} = m_i \frac{Y_i}{M_i} \tag{6}$$

$$a_n^i = \frac{X_n^i}{X_n} \tag{7}$$

$$\frac{dY_n}{Y_n} = \frac{1}{m_n + s_n} \frac{X_n}{Y_n} \sum_{i=1}^{n-1} a_n^i \varepsilon_{MY_i} \frac{dY_i}{Y_i} \tag{8}$$

(5) transforms exports of country n to i into country i's imports from country n. (6) is the income elasticity of imports of country i. (7) is the share of exports from country n to country i in total exports of country n.

(8) is the equilibrium condition of growth in country n and her trading partners i. Then, income growth in the trading partners (last term in (8)) affects imports according to the income elasticities. Imports are weighted with their trade shares a and summed up, yielding export growth of country n. This value – again weighted with the export ratio of country n and reinforced by the multiplier – determines the comparative static equilibrium growth impulse for country n.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Appendix 2: Tables

Table 1

Trade linkages in Latin America

Share of export market in head row in total exports of country in head column

		ARS	BOB	BRL	CLP	COP	ECS	MXN	PYG	PEN	UYU	VEB
ARS	1987	0%	1%	8%	2%	1%	0%	1%	2%	1%	3%	1%
	1995	0%	1%	18%	7%	1%	0%	1%	2%	3%	3%	2%
	1997	0%	2%	31%	7%	1%	0%	1%	1%	2%	3%	1%
BOB	1987	46%	0%	3%	3%	1%	0%	0%	4%	0%	0%	0%
	1995	12%	0%	2%	2%	6%	1%	0%	12%	0%	0%	1%
	1997	13%	0%	3%	4%	7%	0%	1%	12%	0%	0%	0%
BRL	1987	3%	1%	0%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
	1995	9%	1%	0%	3%	1%	0%	1%	1%	3%	2%	1%
	1997	14%	1%	0%	2%	1%	0%	2%	1%	3%	2%	1%
CLP	1987	3%	1%	7%	0%	1%	1%	0%	2%	0%	0%	1%
	1995	4%	1%	6%	0%	1%	1%	1%	3%	0%	0%	1%
	1997	5%	1%	6%	0%	1%	1%	2%	2%	0%	0%	1%
COP	1987	1%	0%	0%	2%	0%	1%	0%	2%	0%	0%	4%
	1995	1%	0%	1%	1%	0%	4%	1%	6%	0%	0%	9%
	1997	1%	0%	1%	2%	0%	4%	1%	3%	0%	0%	8%
ECS	1987	1%	0%	1%	2%	2%	0%	0%	3%	0%	0%	2%
	1995	2%	0%	1%	4%	6%	0%	1%	2%	0%	0%	1%
	1997	2%	0%	1%	4%	6%	0%	1%	2%	0%	0%	1%
MXN	1987	1%	0%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	1995	0%	0%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	1997	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
PYG	1987	14%	0%	17%	6%	0%	0%	0%	2%	0%	3%	0%
	1995	9%	0%	45%	3%	1%	0%	0%	0%	0%	4%	2%
	1997	21%	0%	39%	4%	0%	0%	1%	1%	0%	2%	1%
PEN	1987	1%	0%	4%	1%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	2%
	1995	1%	1%	4%	3%	2%	1%	2%	0%	0%	0%	3%
	1997	1%	2%	4%	2%	2%	2%	2%	0%	0%	0%	2%
UYU	1987	10%	0%	17%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	0%	0%
	1995	13%	0%	33%	2%	1%	0%	1%	2%	1%	0%	1%
	1997	13%	0%	34%	2%	1%	0%	1%	1%	2%	0%	1%
VEB	1987	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	1995	0%	0%	4%	1%	6%	1%	1%	2%	0%	0%	0%
	1997	0%	0%	4%	1%	6%	1%	2%	1%	0%	0%	0%
MS	1987	3%	1%	2%	2%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
	1995	6%	1%	7%	4%	1%	0%	1%	1%	3%	2%	1%
	1997	10%	1%	11%	4%	1%	0%	1%	1%	2%	2%	1%
All NIEs ex MNX	1987	3%	1%	2%	1%	1%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
	1995	4%	1%	6%	3%	2%	1%	1%	2%	2%	1%	2%
	1997	6%	1%	8%	3%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%
Non MS ex MNX	1987	2%	0%	3%	1%	1%	1%	0%	1%	0%	0%	2%
	1995	2%	1%	4%	1%	3%	1%	1%	3%	0%	0%	2%
	1997	2%	1%	4%	1%	3%	1%	2%	2%	0%	0%	2%

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Table 2

Trade linkages in Asia

Share of export market in head row in total exports of country in head column

		HKD	JPY	IDR	KRW	MYR	PHP	RMB	SGD	THB	TWD	Asia	Asean	9 NIE	EU	West H	NAFTA
HKD	1987	0%	5%	1%	3%	1%	1%	23%	3%	1%	3%	38%	6%	35%	16%	1%	30%
	1995	0%	6%	1%	2%	1%	1%	33%	3%	1%	3%	47%	6%	44%	15%	3%	24%
	1997	0%	6%	0%	1%	1%	1%	35%	3%	1%	3%	47%	6%	45%	15%	3%	24%
JPY	1987	0%	0%	1%	6%	1%	1%	4%	3%	1%	5%	27%	7%	25%	17%	3%	40%
	1995	0%	0%	2%	7%	4%	2%	5%	5%	4%	7%	44%	17%	42%	16%	4%	30%
	1997	0%	0%	2%	6%	3%	2%	5%	5%	3%	7%	42%	16%	41%	16%	5%	30%
IDR	1987	0%	43%	0%	4%	1%	1%	2%	9%	1%	3%	22%	10%	22%	9%	0%	20%
	1995	0%	28%	0%	7%	2%	1%	4%	4%	1%	4%	31%	9%	28%	15%	1%	15%
	1997	0%	24%	0%	7%	3%	1%	4%	8%	2%	3%	34%	13%	31%	15%	2%	15%
KRW	1987	0%	18%	0%	0%	1%	0%	0%	2%	1%	1%	12%	4%	10%	14%	3%	42%
	1995	0%	14%	2%	0%	2%	1%	7%	5%	2%	3%	35%	13%	32%	12%	5%	21%
	1997	0%	11%	3%	0%	3%	2%	10%	4%	2%	3%	39%	14%	36%	11%	5%	18%
MYR	1987	0%	20%	1%	6%	0%	2%	2%	18%	3%	3%	41%	23%	36%	14%	1%	17%
	1995	0%	13%	1%	3%	0%	1%	3%	20%	4%	3%	44%	26%	40%	14%	2%	22%
	1997	0%	13%	2%	3%	0%	1%	2%	20%	4%	4%	46%	27%	42%	14%	2%	20%

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

PHP	1987	0%	18%	1%	2%	2%	0%	2%	4%	2%	2%	19%	8%	18%	19%	1%	38%
	1995	0%	16%	1%	3%	2%	0%	1%	6%	5%	3%	26%	13%	25%	18%	1%	37%
	1997	0%	16%	0%	2%	3%	0%	1%	6%	2%	4%	25%	11%	23%	16%	2%	37%
RMB	1987	0%	16%	1%	0%	1%	1%	0%	3%	1%	1%	44%	6%	42%	10%	1%	9%
	1995	0%	19%	1%	4%	1%	1%	0%	2%	1%	2%	40%	6%	37%	13%	2%	18%
	1997	0%	17%	1%	5%	1%	1%	0%	2%	1%	2%	40%	6%	37%	13%	2%	19%
SGD	1987	0%	9%	5%	2%	14%	1%	2%	0%	4%	3%	41%	25%	38%	12%	2%	25%
	1995	0%	8%	2%	3%	19%	2%	2%	0%	6%	4%	51%	28%	46%	13%	1%	19%
	1997	0%	7%	2%	4%	17%	2%	3%	0%	5%	4%	52%	26%	47%	14%	2%	19%
THB	1987	0%	15%	1%	2%	3%	1%	3%	9%	0%	2%	27%	14%	25%	22%	1%	20%
	1995	0%	17%	1%	1%	3%	1%	3%	14%	0%	2%	36%	19%	31%	15%	1%	19%
	1997	0%	15%	2%	2%	4%	1%	3%	11%	0%	3%	38%	19%	33%	16%	1%	21%
TWD	1987	7%	12%	1%	1%	0%	1%	2%	2%	1%	0%	14%	5%	13%	12%	1%	47%
	1995	15%	13%	2%	2%	4%	1%	13%	5%	3%	0%	41%	14%	32%	13%	2%	29%
	1997	13%	10%	1%	2%	3%	2%	13%	5%	2%	0%	41%	13%	29%	14%	3%	31%
Asean	1987	4%	20%	2%	3%	6%	1%	2%	7%	2%	3%	33%	19%	29%	9%	1%	23%
	1995	6%	14%	1%	3%	8%	1%	3%	8%	4%	4%	42%	22%	35%	5%	1%	21%
	1997	6%	13%	1%	4%	8%	2%	3%	8%	3%	4%	43%	22%	36%	4%	2%	22%
9 NIEs	1987	9%	15%	1%	2%	2%	1%	5%	4%	1%	2%	28%	9%	25%	12%	1%	31%
	1995	9%	13%	1%	2%	4%	1%	10%	5%	2%	3%	42%	14%	36%	10%	2%	22%
	1997	10%	12%	1%	3%	4%	1%	11%	5%	2%	3%	37%	14%	37%	10%	3%	22%

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Table 3

Business cycle linkages in Latin America

		ARS	BOB	BRL	CHP	COP	ECS	MXN	PEN	PYG	UYU	VEB	JPY	NAFTA	EU	MS	11 NIEs
ARS	1987	0,00	0,03	0,02	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,02	0,00	0,12	0,04	0,02	0,06	0,12
	1995	0,00	0,00	0,04	0,02	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,01	0,00	0,12	0,08	0,02	0,07	0,11
BOB	1987	0,98	0,00	0,02	0,02	0,01	0,00	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,21	0,21	0,00	1,00	1,06
	1995	0,18	0,00	0,01	0,02	0,06	0,00	0,00	0,06	0,00	0,00	0,00	0,34	0,16	0,00	0,19	0,34
BRL	1987	0,03	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,01	0,00	0,09	0,02	0,01	0,05	0,08
	1995	0,03	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,08	0,02	0,02	0,04	0,06
CLP	1987	0,09	0,03	0,04	0,00	0,02	0,00	0,00	0,01	0,00	0,01	0,01	0,24	0,07	0,04	0,13	0,20
	1995	0,04	0,02	0,03	0,00	0,01	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,23	0,06	0,07	0,07	0,12
COP	1987	0,01	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,01	0,13	0,04	0,00	0,01	0,05
	1995	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,02	0,12	0,05	0,01	0,01	0,05
ECS	1987	0,02	0,00	0,00	0,01	0,03	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,21	0,08	0,04	0,02	0,10
	1995	0,03	0,00	0,01	0,03	0,05	0,00	0,02	0,01	0,00	0,00	0,00	0,29	0,09	0,02	0,04	0,15
MXN	1987	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,01
	1995	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,12	0,01	0,00	0,01	0,01
PYG	1987	0,30	0,00	0,08	0,04	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,04	0,00	0,21	0,18	0,01	0,42	0,49
	1995	0,15	0,01	0,32	0,03	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,02	0,38	0,33	0,05	0,52	0,59
PEN	1987	0,02	0,01	0,01	0,01	0,02	0,00	0,03	0,00	0,00	0,00	0,01	0,13	0,04	0,02	0,03	0,11
	1995	0,01	0,02	0,01	0,01	0,01	0,00	0,02	0,00	0,00	0,00	0,01	0,20	0,04	0,07	0,02	0,09
UYU	1987	0,20	0,00	0,09	0,01	0,01	0,00	0,03	0,00	0,01	0,00	0,00	0,21	0,11	0,04	0,30	0,35
	1995	0,12	0,00	0,13	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,21	0,15	0,05	0,26	0,29
VEB	1987	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,06	0,00	0,00	0,01
	1995	0,00	0,00	0,02	0,00	0,04	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00	0,21	0,09	0,00	0,02	0,09

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Table 4

Business cycle linkages in Asia

		HKD	JPY	IDR	KRW	MYR	PHP	RMB	SGD	THB	TWD	US	EU	4NIEs	ASEAN	9NIEs
HKD	1987	0,00	0,03	0,01	0,04	0,01	0,03	0,28	0,02	0,01	0,04	0,16	0,10	0,36	0,08	0,44
	1995	0,00	0,04	0,01	0,02	0,01	0,02	0,27	0,02	0,01	0,03	0,17	0,12	0,32	0,07	0,39
JPY	1987	0,02	0,00	0,00	0,04	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01	0,03	0,09	0,05	0,10	0,04	0,14
	1995	0,01	0,00	0,01	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,02	0,06	0,04	0,07	0,05	0,12
IDR	1987	0,01	0,13	0,00	0,03	0,00	0,01	0,01	0,04	0,01	0,02	0,06	0,03	0,08	0,06	0,14
	1995	0,02	0,11	0,00	0,04	0,02	0,01	0,02	0,02	0,01	0,03	0,06	0,07	0,10	0,06	0,16
KRW	1987	0,03	0,06	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,13	0,05	0,04	0,03	0,07
	1995	0,03	0,04	0,01	0,00	0,01	0,01	0,03	0,02	0,01	0,02	0,07	0,05	0,08	0,06	0,14
MYR	1987	0,01	0,04	0,00	0,03	0,00	0,02	0,01	0,06	0,02	0,01	0,04	0,04	0,07	0,10	0,16
	1995	0,04	0,07	0,01	0,03	0,00	0,02	0,02	0,12	0,03	0,03	0,13	0,09	0,11	0,17	0,28
PHP	1987	0,01	0,02	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,01	0,01	0,00	0,04	0,02	0,03	0,02	0,04
	1995	0,01	0,04	0,00	0,01	0,01	0,00	0,00	0,02	0,01	0,01	0,11	0,05	0,04	0,04	0,09
RMB	1987	0,10	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,01	0,02	0,11	0,02	0,13
	1995	0,09	0,06	0,00	0,02	0,00	0,01	0,00	0,01	0,00	0,01	0,06	0,05	0,12	0,03	0,15
SGD	1987	0,07	0,05	0,03	0,02	0,20	0,05	0,03	0,00	0,07	0,04	0,14	0,07	0,16	0,35	0,51
	1995	0,06	0,05	0,01	0,03	0,20	0,03	0,02	0,00	0,04	0,04	0,13	0,10	0,15	0,28	0,43
THB	1987	0,02	0,03	0,00	0,01	0,02	0,01	0,02	0,02	0,00	0,01	0,04	0,05	0,05	0,06	0,11
	1995	0,02	0,06	0,01	0,01	0,02	0,01	0,01	0,05	0,00	0,01	0,07	0,06	0,06	0,09	0,14
TWD	1987	0,07	0,06	0,00	0,02	0,01	0,02	0,02	0,01	0,01	0,00	0,22	0,06	0,10	0,06	0,16
	1995	0,09	0,07	0,01	0,02	0,03	0,02	0,08	0,03	0,02	0,00	0,16	0,08	0,20	0,11	0,31

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Table 5

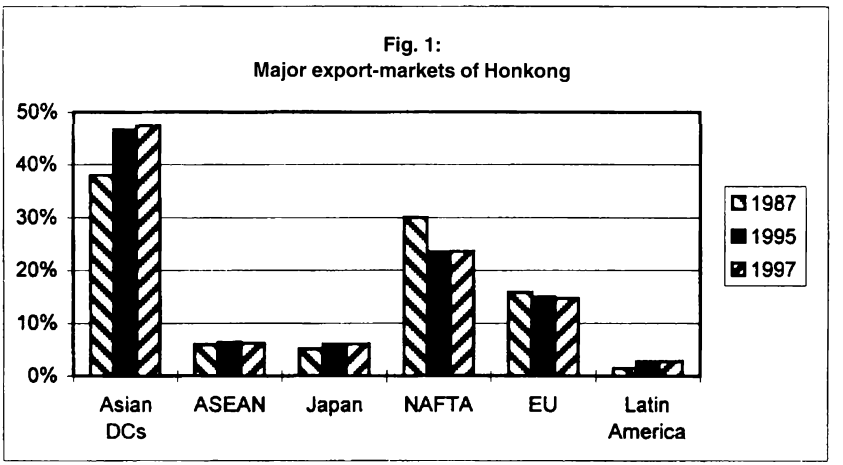
Estimation of unrecorded capital flows to China

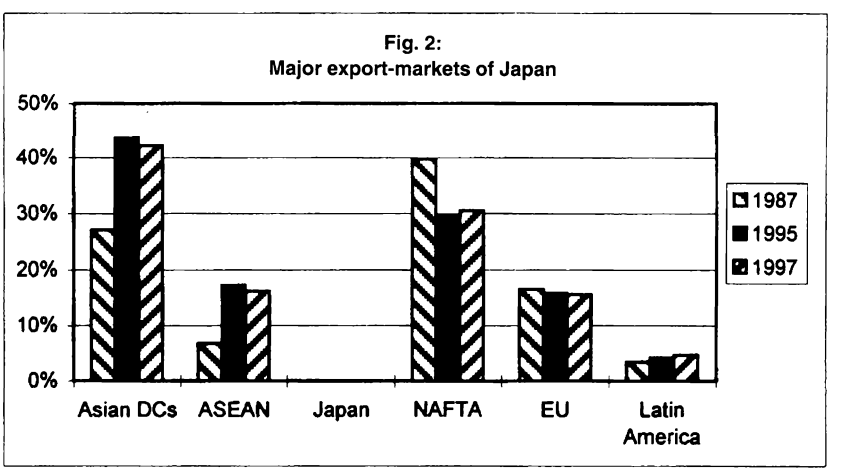
	1995	1996	1997	Sum 95-97
Current Account	1618	7243	29718	38579
Capital Account	38674	39966	22978	101618
Change in Reserves	-22469	-31705	-35857	-90031
Errors and ommissions	-17823	-15504	-16839	-50166
Sum	0	0	0	0

Source: IMF-IFS, Oct 98

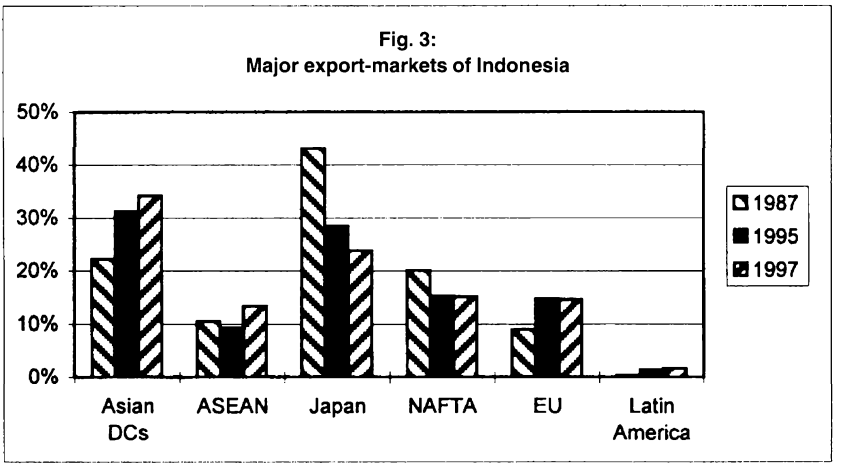
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

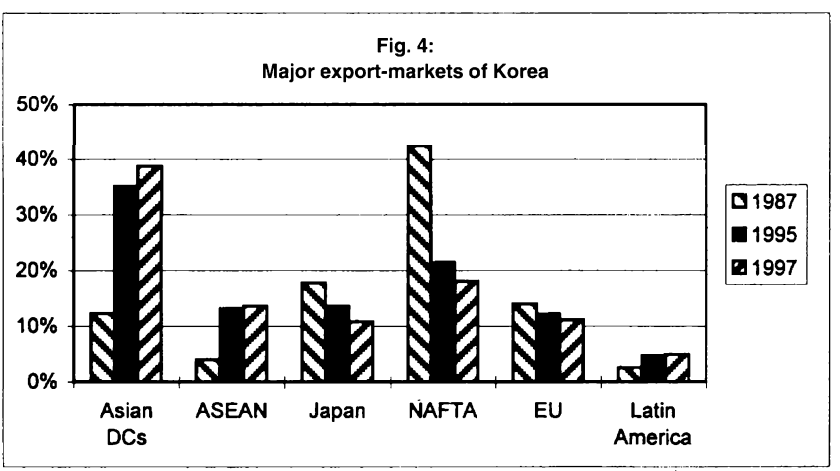
Appendix 3: Figures



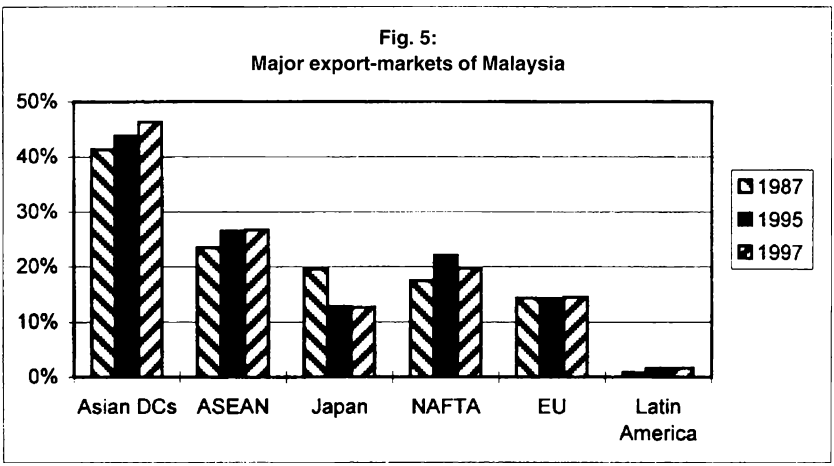


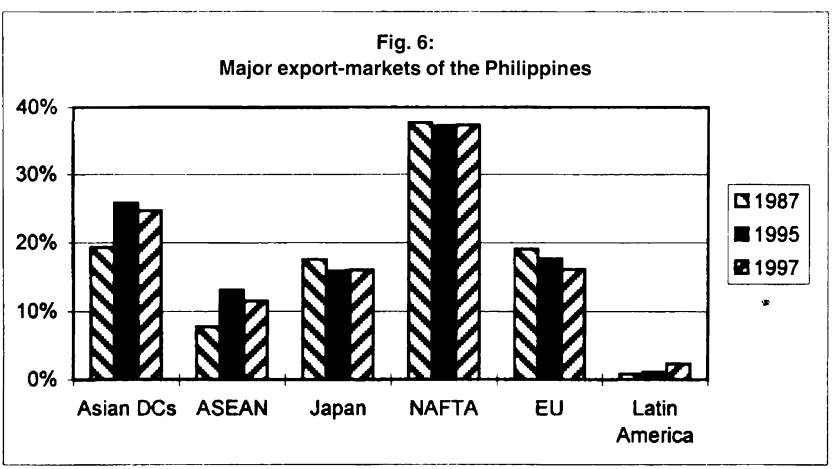
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



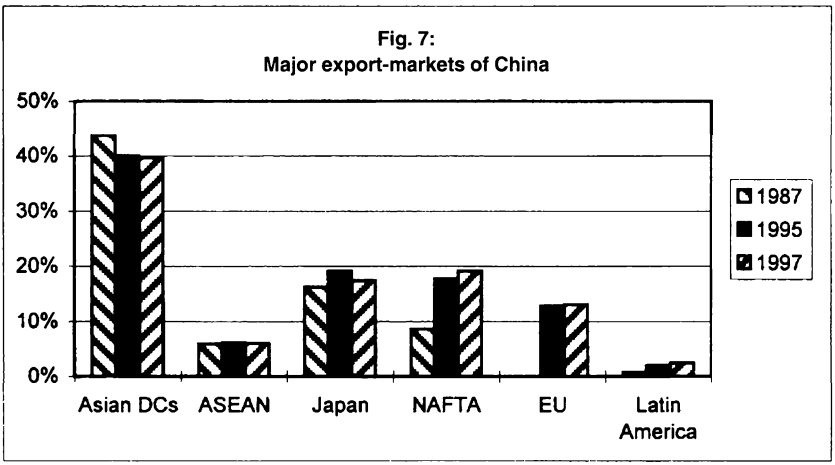


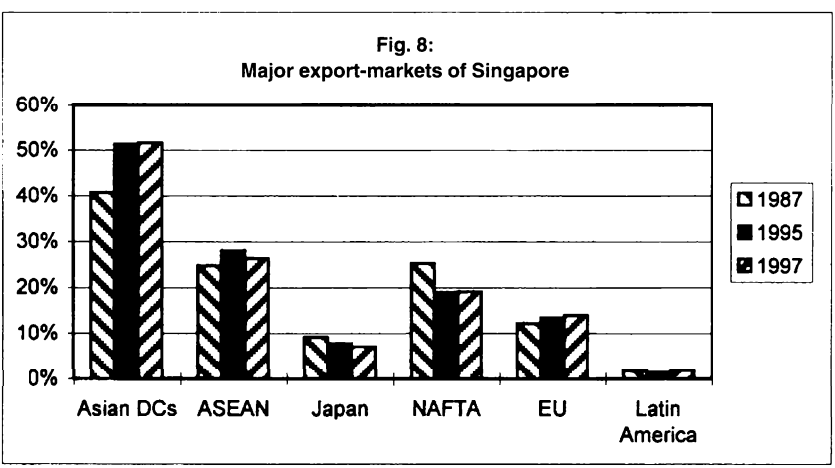
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



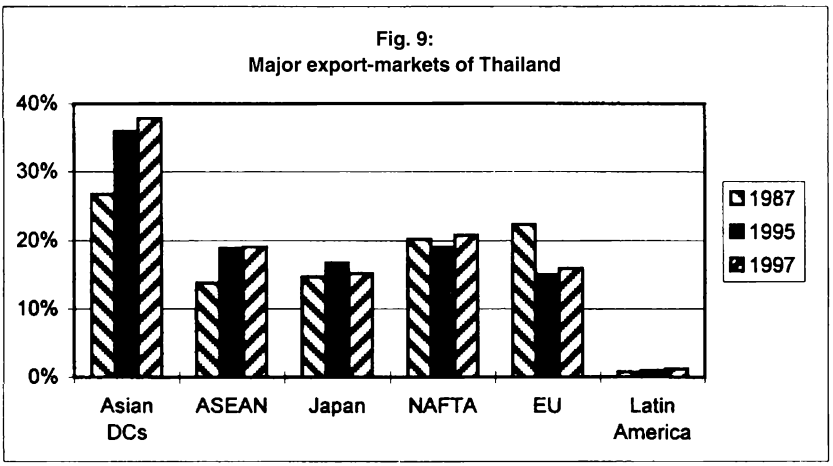


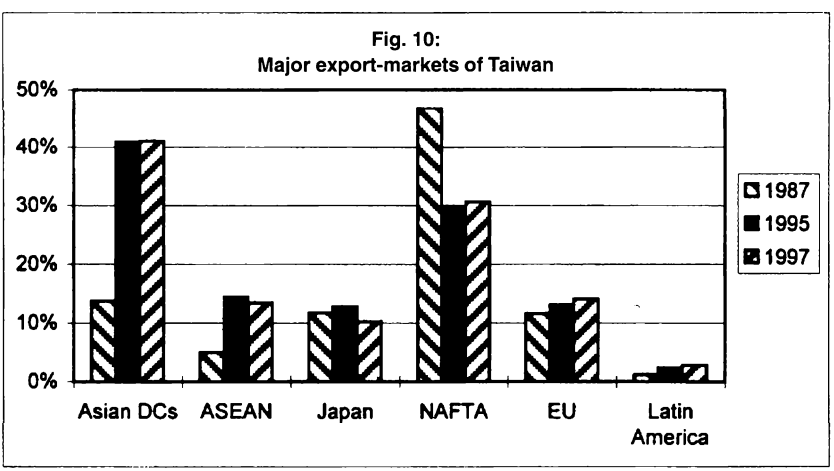
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



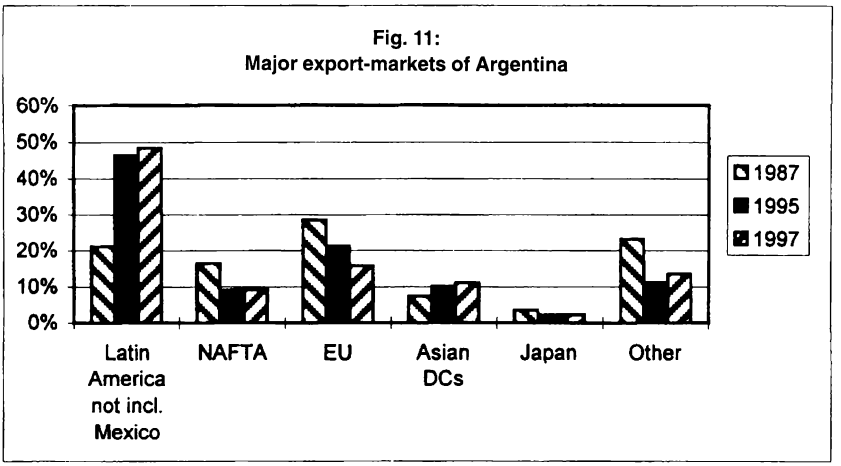


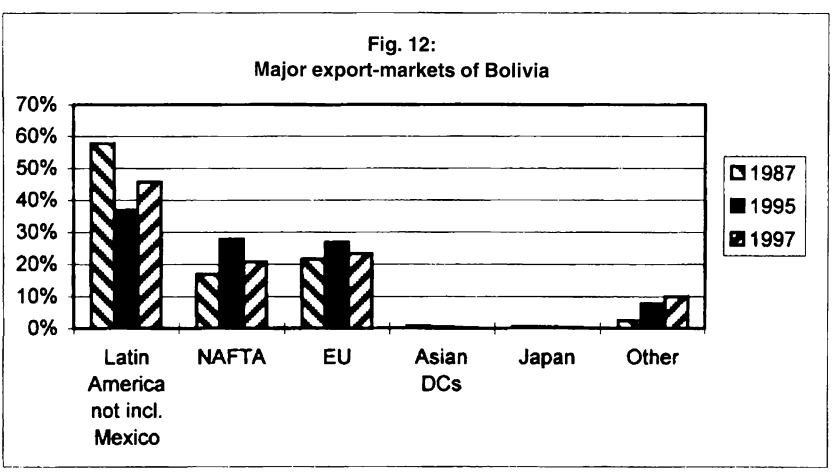
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



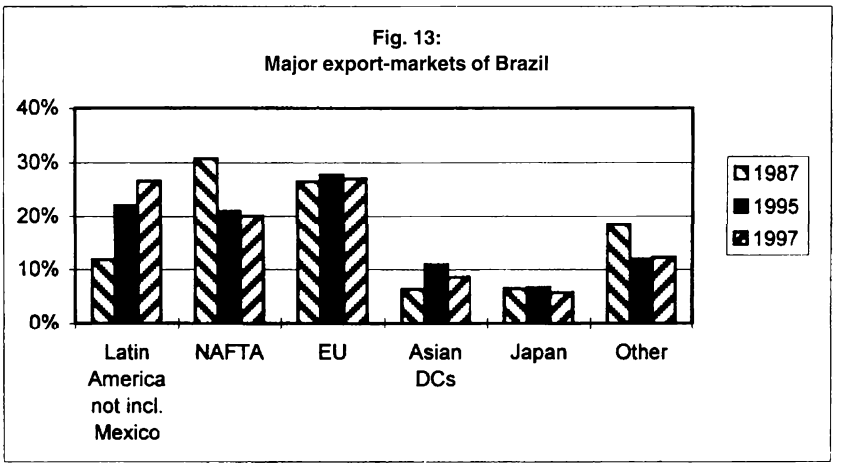


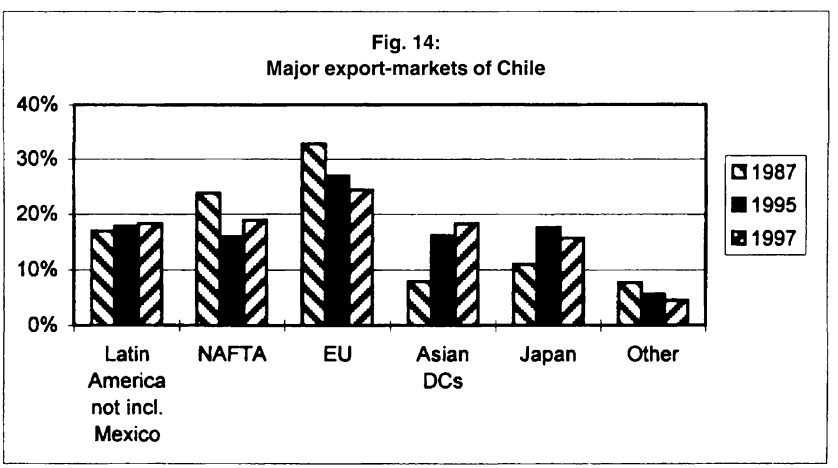
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



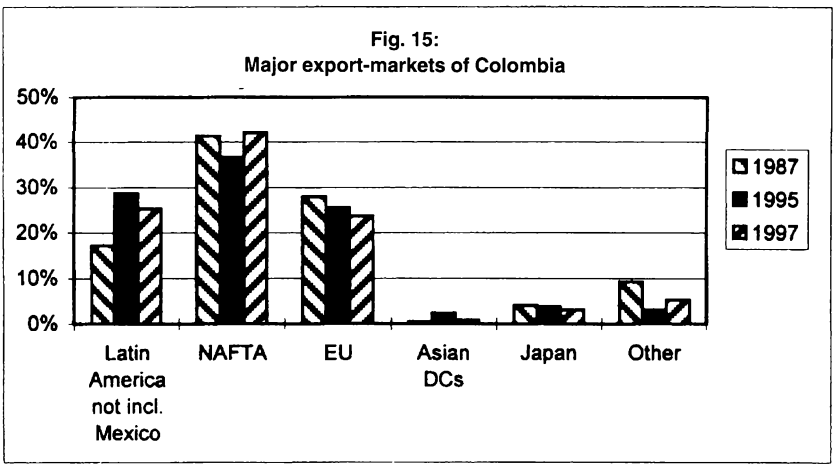


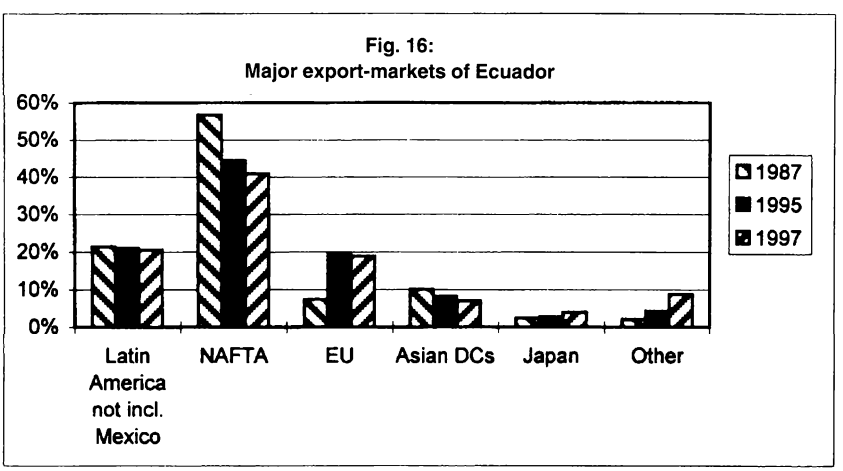
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



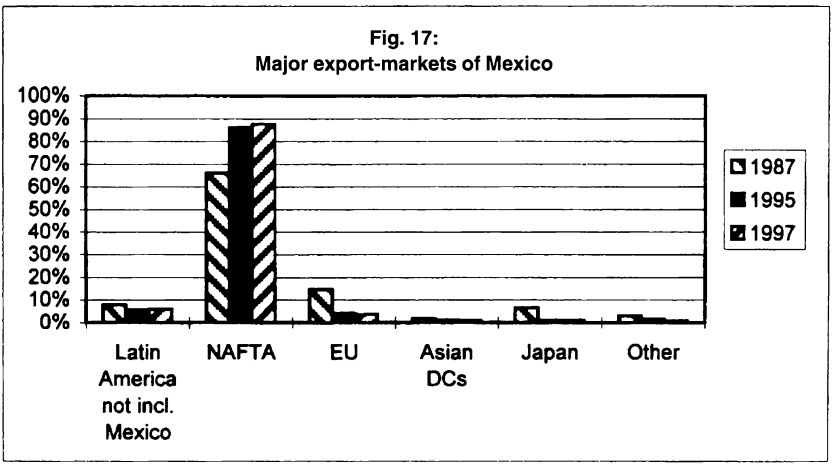


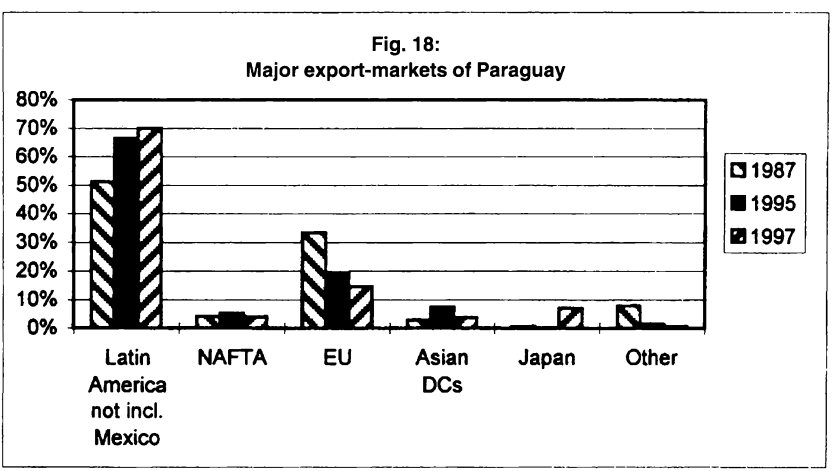
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



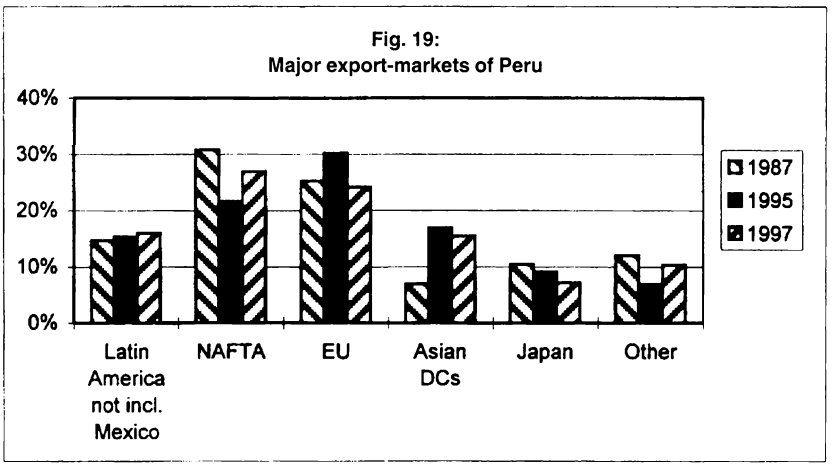


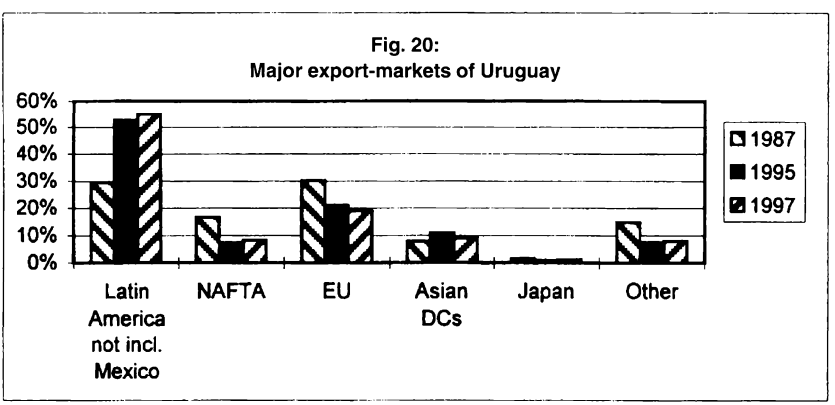
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/



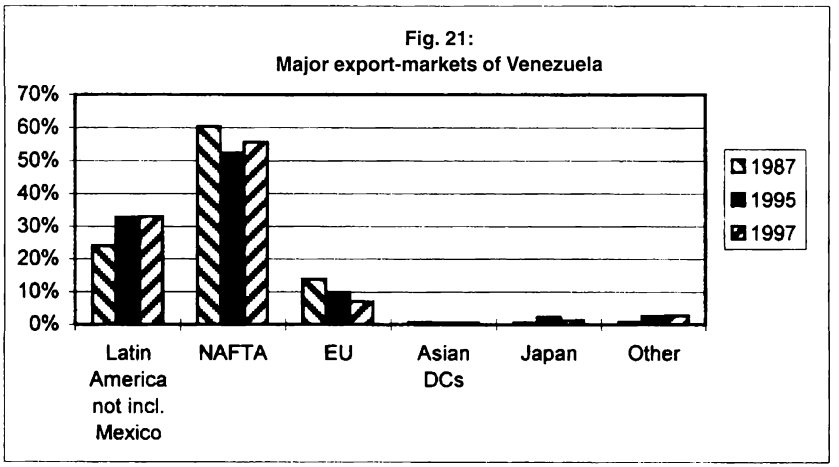


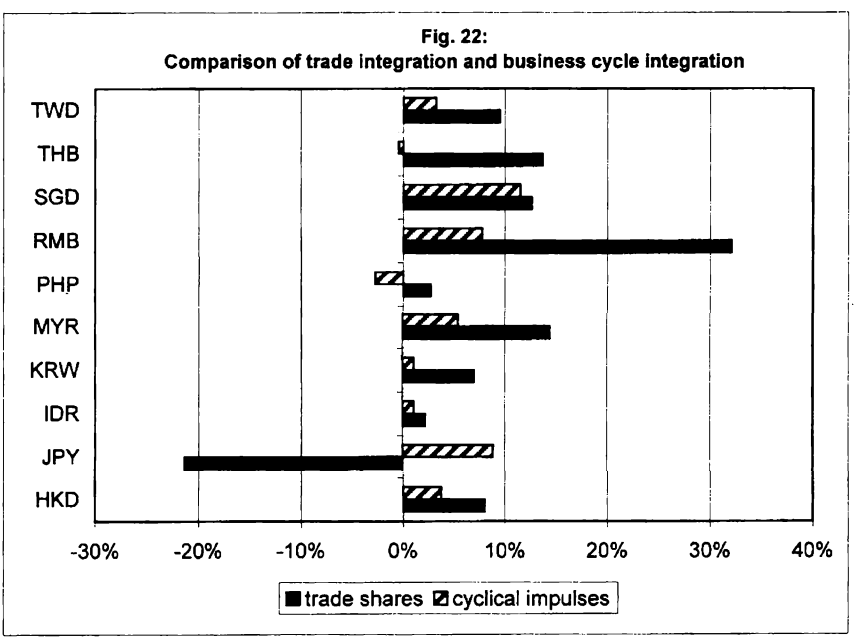
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/





DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/





DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Fig. 23:
Comparison of trade integration and business cycle integration

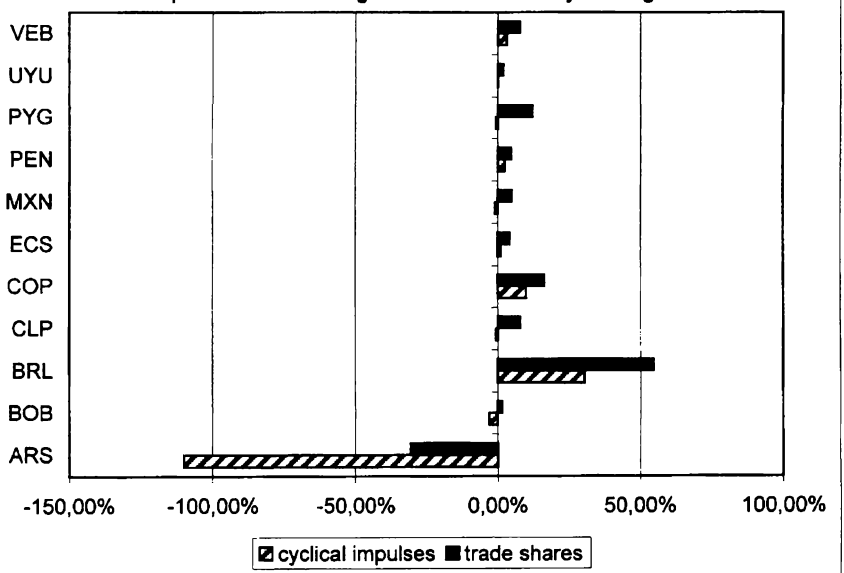
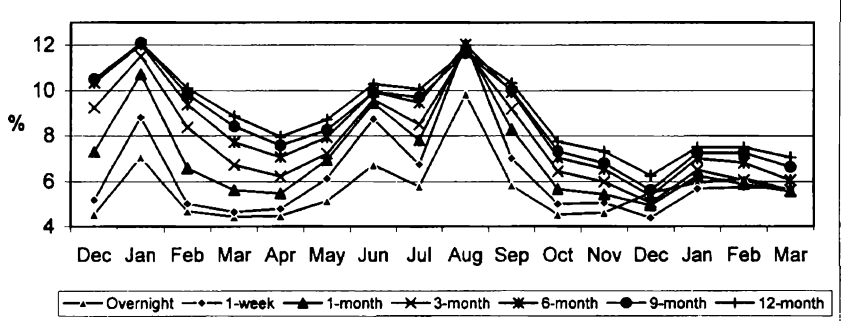
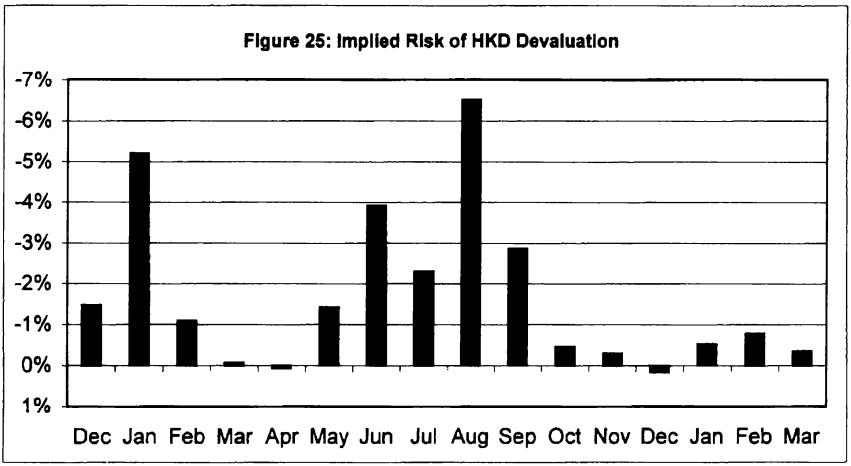
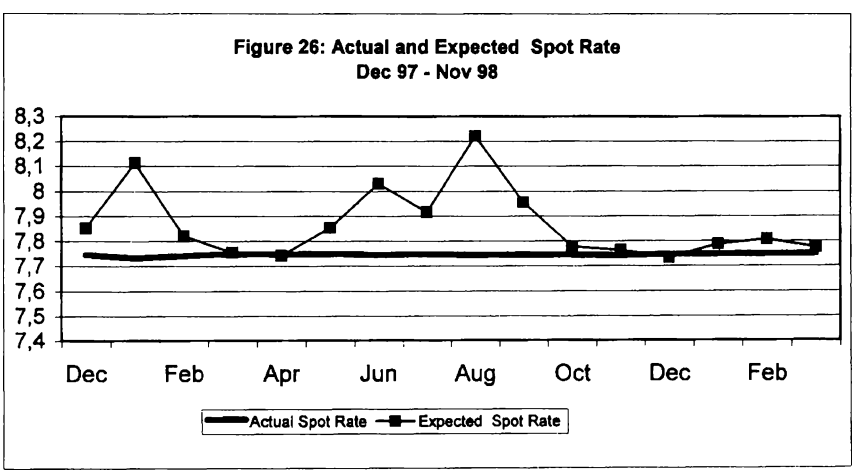


Figure 24: HKD Interbank Offered Rates
Dec97-Nov98

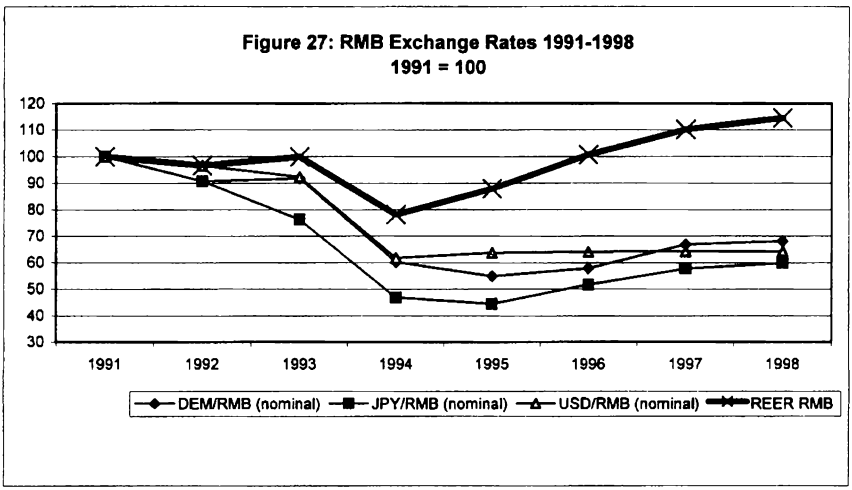


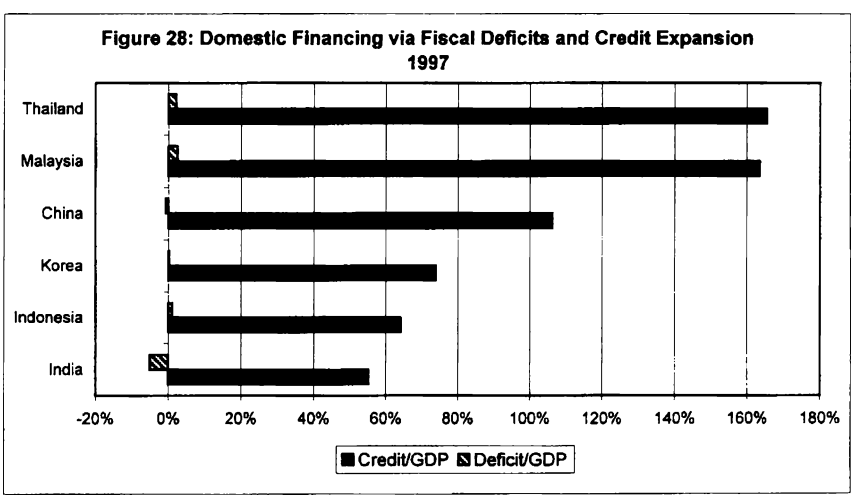
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/





DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/





DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Korreferat zum Beitrag von Wolfgang Veit

Von *Matthias Lutz,* St. Gallen

A. Einleitung

Die drei grossen Währungskrisen der 90er Jahre – im europäischen Währungssystem 1992/93, in Mexiko 1994 und in Asien 1997 – haben vielerorts zur Überzeugung geführt, dass nationale Krisen andere Länder anstecken können. In der englischsprachigen Literatur wird dieser Effekt als *contagion* (Ansteckung, schädlicher Einfluss) bezeichnet. Ob ‚Tequila-Effekt' oder ‚asiatische Grippe', als Evidenz gelten die zeitliche und räumliche Korrelation von Vermögenswerten wie Devisenanlagen und Anleihen in den betroffenen Ländern (*IMF,* 1999; *Baig/Goldfajn,* 1998). Weniger Übereinstimmung findet sich hingegen in Bezug auf die genauen Mechanismen, welche Währungs- und Finanzkrisen von einem Land aufs andere übertragen.

Zu beachten ist, dass der Begriff *contagion* durchaus nicht wertfrei ist. Vielmehr unterstellt er, dass Länder ohne eigenes Verschulden in eine Krise geraten sind. In Bezug auf die Asienkrise sind zum Beispiel *Radelet* und *Sachs* (1998) moderate Verfechter dieser Position. Sie vermuten die wirkliche Ursache vor allem in Überreaktionen der internationalen Finanzmärkte. Dies stellt jedoch nur eine mögliche Auslegung dar. Eine Gegenposition ist, dass die betroffenen Länder nur deshalb gleichzeitig in eine Krise schlitterten, weil sie ähnliche wirtschaftliche Schwächen aufwiesen. Demzufolge wären die betroffenen Länder (Indonesien, Malaysia, Philippinen, Korea) auch ohne die ursprüngliche Krise in Thailand in wirtschaftliche Probleme geraten[1].

Beide Seiten weisen empirische Schwächen auf. Für die Verfechter der ersten Position gilt es zu erklären, warum rationale Investoren in den internationalen Finanzmärkten auf die Ausgangskrise überreagieren sollten. Hinzu kommt aufgrund mangelnden Datenmaterials das Problem, dass sich verschiedene Erklärungsansätze empirisch nur schwer verifizieren lassen. Im Prinzip ist die zweite Position leichter empirisch testbar. Die Arbeit von *Furman* und *Stiglitz* (1998)

---

[1] Nicht behandelt werden in diesem Beitrag die möglichen Gründe für die Krise im Ausgangsland Thailand. Diese Frage analysieren andere Beiträge in diesem Sammelband ausführlich, wie auch die Arbeiten von *Sachs/Radelet* (1998), *Stiglitz/Furman* (1998) und *Krugman* (1999).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zeigt jedoch, dass die in früheren Studien verwendeten Fundamentalfaktoren keinen Erklärungsbeitrag zur Krise in Asien leisten können. Wenn auch der Economist (1996) schon ein Jahr vor der Krise auf gewisse Ähnlichkeiten zwischen Mexiko 1994 und den späteren asiatischen Krisenländern hinwies, erklärt das nicht, weshalb nur ein Teil der Länder mit ähnlichen makroökonomischen Eigenschaften betroffen war.

Im vorliegenden Beitrag werden vor allem drei Aspekte der Krisenübertragung aufgegriffen. Im zweiten Teil wird gezeigt, dass grundsätzlich drei verschiedene Formen der Krisenübertragung unterschieden werden können. Ein Vorteil dieser Kategorisierung ist, dass sie die verschiedenen Erklärungsversuche anhand zugrundeliegender kausaler Zusammenhänge ordnet. Im dritten Teil geht es spezifisch um die Rolle des Handels bei der Krisenübertragung. Dabei zeigt sich einerseits, dass der systematischen empirischen Untersuchung dieses Übertragungskanals gewisse Schwierigkeiten anhaften, und andererseits, dass es in der Interpretation der Ergebnisse eine empirische Äquivalenz (*observational equivalence*) zwischen verschiedenen Typen der Krisenübertragung geben kann. Diese Überlegungen führen zum Ergebnis, dass unser Wissensstand bezüglich der Rolle des Handels in der Krisenübertragung bisher keine definitiven Schlussfolgerungen zulässt.

B. Eine Klassifizierung der Krisenübertragungsmechanismen

Wie oben dargelegt, geht es in der *contagion*-Debatte vor allem um die Frage, ob der zeitliche und räumliche Zusammenhang zwischen Währungskrisen in verschiedenen Ländern auf gleichzeitigen Veränderungen von Fundamentalfaktoren basiert, oder ob er auf Überreaktionen der internationalen Finanzmärkte zurückzuführen ist. *Masson* (1998) unterscheidet drei Kategorien von Erklärungen, die das gleichzeitige Auftreten von Währungskrisen in verschiedenen Ländern erklären.

I. Monsuneffekte (monsoonal effects)

Beim Monsuneffekt löst ein exogenes Ereignis gleichzeitig in mehreren Ländern eine Krise aus. Wie beim Monsunregen ist eben nicht nur ein einzelnes Gebiet, sondern gleich eine ganze Region betroffen. Ein gutes Beispiel für einen Monsuneffekt ist der Anstieg des Weltzinses zu Beginn der 80er Jahre, der ein Hauptauslöser der folgenden Verschuldungskrise war. Das Ausmass des Schadens eines Monsuneffekts hängt natürlich auch von der Verwundbarkeit der betroffenen Länder ab. Wichtig ist, dass in diesem Fall das gleichzeitige Auftreten von Währungs- und Finanzkrisen in mehreren Ländern nicht darauf beruht, dass sich die Krise vom ursprünglichen Krisenland in einer Kettenreaktion auf andere Länder überträgt, sondern dass eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen stattfindet, die diese Länder zur gleichen Zeit trifft. Dieser Fall wird in Abbildung 1

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

grafisch dargestellt. Hier werden Land A und Land B gleichzeitig von einer Veränderung der Fundamentalfaktoren getroffen und schlittern in eine Krise. Hätte die Veränderung nur Land A betroffen, dann wäre Land B nicht in eine Krise geraten.

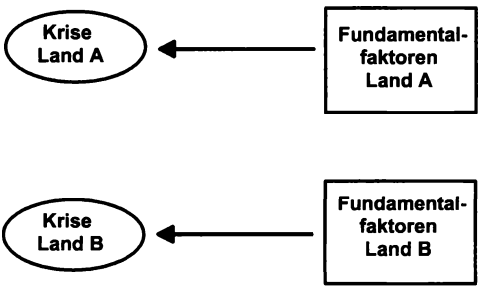


Abbildung 1: Eine gleichzeitige Verschlechterung der Fundamentalfaktoren führt in beiden Ländern zu Währungskrisen

Die Literatur (z. B. *Rieger,* 2000) erwähnt eine Reihe von Faktoren, die sich über diesen Kanal negativ auf die asiatischen Länder ausgewirkt haben könnten. Ein möglicher Faktor waren die Abwertungen gegenüber dem Dollar von Yuan (in 1994) und Yen (in 1995), die einer relativen Aufwertung der an den Dollar gebundenen asiatischen Währungen gleichkamen. Überdies wurde der Druck auf die Exporte der asiatischen Tiger durch den Wettbewerb mit China, den Transformationsländern Osteuropas und den wieder erstarkten lateinamerikanischen Wirtschaften noch verschärft. Diese Faktoren waren sicherlich an der Verschlechterung der Leistungsbilanzen der Krisenländer in den Jahren vor der Krise beteiligt.

II. Übertragung (spillovers)

Bei *spillovers* resultiert die Krisenübertragung aus der Interdependenz einzelner Wirtschaften, wie in Abbildung 2 dargestellt wird. Eine Krise in einem Land kann Fundamentalfaktoren anderer Länder derart verändern, dass dort weitere Krisen ausgelöst werden. Ein solcher Mechanismus könnte sich über Handelsbeziehungen abspielen. Einerseits reduziert ein durch die Krise verursachter Einkommenseinbruch im Ausgangsland die Exportnachfrage, andererseits führt die Abwertung (sofern sie auch eine reale Abwertung zur Folge hat) der Krisenwährung zu einem Preisnachteil für die Exporte anderer Länder. Dies macht sich sowohl bei den Exporten ins Krisenland als auch auf Drittmärkten bemerkbar[2]. Auf die Rolle des Handels wird in Abschnitt C genauer eingegangen.

[2] Hier sind u.U. nicht nur tatsächliche Handelsströme von Bedeutung, sondern auch Erwartungen über die zukünftige Exportnachfrage, durch die die Investitionstätigkeit im Exportsektor beeinflusst werden kann.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

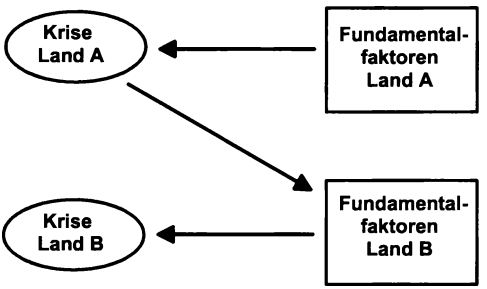


Abbildung 2: Eine Währungskrise in Land A führt zu einer Verschlechterung der Fundamentalfaktoren in Land B und dadurch auch dort zu einer Krise

Auch der Finanzsektor kann als Übertragungskanal fungieren. Bei grenzüberschreitendem Bankverkehr kann eine Bankenkrise im Ausgangsland die Rentabilität des Bankensektors in anderen Ländern senken (*Miller,* 1998). In *Agenor* et. al. (1998) zum Beispiel überträgt sich die Krise durch eine erhöhte Risikoprämie. Diese müssen inländische Firmen und Banken aufgrund der Ausgangskrise auf dem internationalen Kapitalmarkt zahlen, womit auch das inländische Zinsniveau ansteigt. Weitere Übertragungsmechanismen über den Finanzsektor werden im Beitrag von *Menkhoff* (2000) beschrieben.

Sowohl der hier beschriebene Übertragungskanal als auch Monsuneffekte entsprechen den Modellen der ersten Generation[3] in der Literatur zu spekulativen Attacken. In diesen auf *Krugman* (1979) zurückgehenden Modellen sind es schwache Fundamentalfaktoren, d. h. makroökonomische Ungleichgewichte, die letztendlich spekulative Attacken auslösen. Was *spillovers* von Monsuneffekten unterscheidet, ist, dass die Verschlechterung der Fundamentalfaktoren endogen verursacht wird, als Folge der ursprünglichen Währungskrise, wohingegen dies bei Monsuneffekten exogene Gründe hat.

III. Reine Ansteckung (true contagion)

Masson (1998) reserviert den *contagion* Begriff, hier als ‚reine Ansteckung' bezeichnet, für die Form von Krisenübertragung, bei der es keine Änderung der Fundamentalfaktoren im betroffenen Land gegeben hat, sondern die ursprüngliche Krise durch die Reaktion der internationalen Finanzmärkte übertragen wird. In den Abbildungen 3 und 4 werden zwei Typen der ‚reinen Ansteckung' gezeigt, die sich in Bezug auf die Rolle der Fundamentalfaktoren unterscheiden. Beim ersten

[3] Eine Übersicht über Modelle spekulativer Attacken ist in *Flood/Marion* (1998) zu finden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Typ – siehe Abbildung 3 – spielen die Fundamentalfaktoren zumindest eine untergeordnete Rolle. Hier führt die Krise in Land A zu einer veränderten Einschätzung der unveränderten Fundamentalfaktoren in Land B, was durch die grauen Pfeile in Abbildung 3 dargestellt wird. Dies veranlasst die Investoren, ihr Kapital ins Ausland zu verlegen, und stürzt somit auch Land B in eine Krise. Ein Modell von *Rigobon* (1998), das auf diesem Mechanismus beruht, wird in Abschnitt C beschrieben.

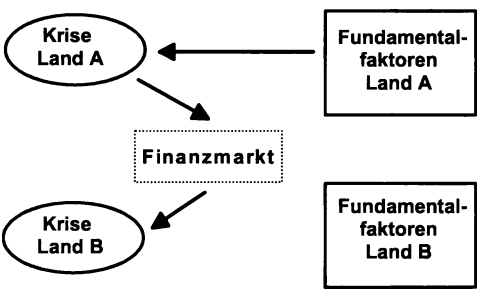


Abbildung 3: Die Krise in Land A führt zu einer Neubewertung der Fundamentalfaktoren in Land B und somit auch dort zu einer Krise

Beim zweiten Typ, der in Abbildung 4 dargestellt wird, ändern die Anleger ihr Verhalten unabhängig von den Fundamentalfaktoren in Land B. Aufgrund der Krise in Land A könnte sich zum Beispiel ihren Bedarf an Liquidität erhöhen, oder sie veranlassen, eine Portfolioumschichtung zu Anlagen mit grösserer Sicherheit vorzunehmen, und dadurch bestimmte Finanzwerte auflösen. Auch institutionelle Faktoren der Kapitalmärkte können hier eine Rolle spielen, z. B. Investitionsstrategien, bei denen die Risikoeinschätzung auf regionaler Basis erfolgt, oder Automatismen, die durch computergesteuerte Portfoliowahl erfolgen (*Siebert,* 1999). Bei asymmetrischen Informationen kann es dabei auch zu Herdenverhalten kommen, wie *Calvo* und *Mendoza* (1998) in zwei Modellvarianten zeigen.

Modelltheoretisch entspricht die reine ‚Ansteckung' den Modellen der zweiten Generation in der Literatur zu spekulativen Attacken, da letztere die Möglichkeit multipler Gleichgewichte einräumen. *Masson* (1998) beschreibt, wie *pure contagion* in ein solches Modell eingebunden werden kann. Ein Hauptmerkmal dieser Modelle ist, dass sich selbst erfüllende Erwartungen spekulative Attacken auslösen können, ohne dass sich die Fundamentalfaktoren oder deren Einschätzung verschlechtert haben (*Obstfeld,* 1996). Trotzdem sind makroökonomische Fundamentalfaktoren bedeutend, denn nur bei bestimmten Parameterwerten kann es zu einer Situation mit multiplen Gleichgewichten kommen. In Bezug auf die Übertragung von Währungskrisen könnte dies erklären, weshalb bei allen grossen Währungskrisen immer nur bestimmte Länder betroffen waren.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

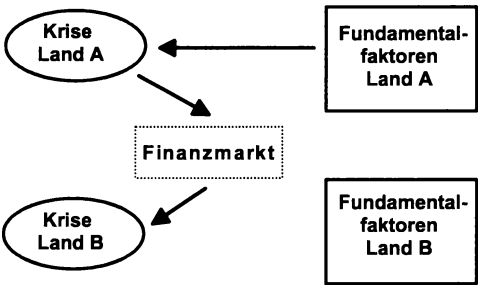


Abbildung 4: Die Reaktion der internationalen Finanzmärkte auf die Währungskrise in Land A verursacht auch in Land B eine Krise

C. Die Rolle von Handelsbeziehungen

I. Empirische Resultate

Die Asienkrise wird im Beitrag von *Veit* (2000) genauer untersucht. Seine Untersuchung zeigt, dass die regionale Integration in den letzten Jahren zwar zugenommen hat, die konjunkturzyklischen Verknüpfungen über den Handel jedoch gering ausfallen. Zwei Zahlenbeispiele aus seiner Studie verdeutlichen dies. Ein Wachstumsrückgang um zehn Prozentpunkte in Thailand ist mit einem maximalen Wachstumsrückgang von einem halben Prozentpunkt in den anderen Krisenländern Asiens verbunden. Ein ebenso grosser (d. h. minus zehn Prozentpunkte) aber gleichzeitig in den vier ersten Krisenländern (Thailand, Indonesien, Malysia, Philippinen) stattfindender Wachstumseinbruch führt zu einem Wachstumsrückgang in Südkorea, der unter einem halben Prozentpunkt liegt.

Im Gegensatz dazu finden andere Arbeiten, dass Handel eine wichtige Rolle in der Krisenübertragung spielen kann. *Eichengreen* et al. (1996) enthält eine auf die EWS Krise bezogene ökonometrische Analyse. *IMF* (1999) zeigt, dass das erwartete Exportwachstum in den von der Asienkrise betroffenen Ländern signifikant schlechter war als in den nicht betroffenen Ländern. Eine neuere ökonometrische Arbeit, in der auch die Asienkrise berücksichtigt wird, ist *Glick/Rose* (1998). Sie untersucht fünf Episoden, während derer es zur Übertragung von Währungskrisen kam. Das Ziel der Arbeit ist, die Wahrscheinlichkeit eines Landes, selbst in eine Krise zu schlittern, durch den Grad der Handelsverflechtung mit dem ursprünglichen Krisenland zu erklären.

Glick und Rose verwenden drei Masse von Handelsverflechtung. Das erste ist der gewichtete Durchschnitt der Bedeutung verschiedener Exportmärkte für die gemeinsamen Exporte mit dem ursprünglichen Krisenland. Die zweite Handelsvariable misst den direkten Handelseffekt durch die Ähnlichkeit der bilateralen Exportvolumen der beiden Länder. Das dritte Mass ist ein gewichteter Durch-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

schnitt der beiden ersten Grössen. In allen fünf untersuchten Krisenepisoden erhöht der Grad der Handelsverflechtung signifikant die Wahrscheinlichkeit, in eine Krise zu geraten. Interessanterweise dominiert der Handelseffekt dabei durchwegs die Einflüsse anderer makroökonomischer Kontrollvariablen.

Wir stehen folglich vor einem etwas paradoxen Resultat. Einerseits fallen die direkten Handelsverflechtungen in Bezug auf ihre absolute Grösse gering aus[4], andererseits sind länderspezifische Unterschiede hoch korrelliert mit der Wahrscheinlichkeit, durch die ursprüngliche Währungskrise angesteckt zu werden. Wie lassen sich diese unterschiedlichen Resultate erklären ? Dieser Frage wird in den verbleibenden Abschnitten nachgegangen. Dabei geht es einerseits um potentielle Mängel in den empirischen Schätzungen, andererseits um die Interpretation der Ergebnisse.

II. Probleme in den Schätzungen

Sowohl im Beitrag von Veit als auch in dem von Glick und Rose lassen sich gewisse Mängel feststellen. Die wahrscheinlich wichtigste Schwäche ist, dass Preiseffekte nicht mit einbezogen werden. In Veits Analyse zum Beispiel beschränkt sich die Übertragung auf Einkommenseffekte. Damit wird unterstellt, dass es nur zur Ansteckung kommt, wenn es im ursprünglichen Krisenland einen Einkommenseinbruch gegeben hat. Das mag für die Krisen in Mexiko und Thailand zutreffen, schliesst aber Krisenübertragung durch den Handel in Fällen aus, bei denen es keinen Einkommensrückgang gab[5]. Die potentielle Rolle des Handels in der Krisenübertragung beruht jedoch auch auf Preiseffekten, d. h. reale Abwertungen in Konkurrenzländern, die den bilateralen Handel und den Wettbewerb in Drittländern beeinflussen. Letzterer wird in der Arbeit von Glick und Rose zwar berücksichtigt, aber auch dort wird die Grösse der relativen Aufwertung nicht miteinbezogen, auch nicht in der Variablen, die die direkten Handelsbeziehungen misst.

Ein zweites Problem liegt darin, dass nur ‚impact effects' berücksichtigt werden. Veits Beitrag untersucht die Auswirkungen einer Einkommensveränderung in Land A auf das Einkommen in Land B. Rückkopplungseffekte, z. B. dass die durch die Krisenübertragung verursachte Veränderung in Land B wiederum Auswirkungen auf Land A hat, werden nicht miteingerechnet[6]. Ein ähnliches Problem taucht bei Glick und Rose auf, wo Kaskadeneffekte vernachlässigt werden. Damit wird unterstellt, dass es keine Rolle spielt, wieviele andere Länder schon eine Währungskrise erlitten haben.

---

[4] Dies gilt auch für die Bedeutung in Drittmärkten, wie *Masson* (1998) zeigt.

[5] Ein gutes Beispiel sind die EWS Krisen 1992/93, in denen es Anzeichen von Ansteckung gab, obwohl es in den Hauptkrisenländern Italien und UK zu einem wirtschaftlichen Aufschwung kam.

[6] Dazu kommen natürlich auch noch die Effekte zweiter Ordnung über Drittländer. Auch Land C wird von der ursprünglichen Veränderung in Land A beeinflusst, was wiederum zu Änderungen in Land A führt, aber eben auch in Land B, Land D und so weiter.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ein dritter Aspekt, der in beiden Studien fehlt, ist die Rolle von Handelsstrukturen. Um die Rolle des Wettbewerbs in Drittländern zu bewerten, ist es natürlich notwendig, die Exportstruktur des ursprünglichen Krisenlands mit denen anderer potentieller Krisenländer zu vergleichen. Eine mögliche Krisenübertragung über den Handelskanal in Drittländern ist nur dann relevant, wenn die Exporte der betroffenen Länder aus ähnlichen, substituierbaren Gütern bestehen.

Ein vierter potentiell wichtiger Aspekt ist die Frage der Linearität in der Beziehung zwischen Handel und Krisenübertragung. Da in beiden Analysen die Quantität des Handels untersucht wird, besteht die implizite Annahme, dass, je grösser die Handelsverflechtung ist, desto grösser der Krisenübertragungseffekt. Besteht jedoch ein nichtlinearer Zusammenhang zwischen Auslöser und Zielgrösse, z. B. in Form von Schwelleneffekten (*threshold effects*), können scheinbar kleine Ursachen grosse Auswirkungen haben. Solch einen nichtlinearen Zusammenhang kann zum Beispiel in einem Modell mit multiplen Gleichgewichten enstehen, da eine geringfügige Veränderung der Ausgangssituation in bestimmten Fällen zu einem anderen Gleichgewicht führt.[7]

Aufgrund der beschriebenen Einschränkungen ist eine abschliessende Bewertung des Handelseffekts an dieser Stelle nicht möglich. In beiden besprochenen Studien werden wichtige Aspekte vernachlässigt, die die potentielle Rolle des Handelskanals bei der Krisenübertragung erklären könnten. Wichtig wäre eine detailliertere Untersuchung, die sich vor allem mit der Rolle von relativen Preisen und Exportstrukturen befasst. Die Möglichkeit, dass das empirische Handelsparadox womöglich nur ein Resultat der gerade beschriebenen Schätzprobleme ist, lässt sich somit nicht ausschliessen.

III. Empirische Äquivalenz zwischen Handel und reiner Ansteckung

Eine alternative Erklärung für das Handelsparadox beinhaltet die Möglichkeit, dass die von Glick und Rose verwendeten Masse der Handelsverflechtung unter Umständen einen anderen als den intendierten Mechanismus aufgreifen. Dann wäre der empirische Zusammenhang zwischen Handel und Krisenübertragung deswegen zustande gekommen, weil das verwendete Handelsmass mit dem eigentlichen Übertragungsmechanismus korreliert ist, die ökonometrisch geschätzte Korrelation aber nicht auf einem kausalen Zusammenhang beruht.

Empirische Studien der Determinanten von Handelsströmen demonstrieren immer wieder die Relevanz der sogenannten Gravitätstheorie, in der Variablen wie Entfernung und Ähnlichkeiten von Märkten eine bedeutende Rolle spielen (*Frankel,* 1998). Es ist durchaus möglich, dass diese Faktoren auch die Anlageentscheide

[7] In *Massons* (1998) Modell gibt es diese Möglichkeit, da die Wahrscheinlichkeit, dass die Regierung ihr Wechselkursziel aufgibt, von einer Abwertung im Konkurrenzland erhöht wird. Siehe auch *Corsetti* et. al. (1999).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

auf internationalen Finanzmärkten beeinflussen. Neue Erkenntnisse (*news*) über das ursprüngliche Krisenland können dann zu Neueinschätzungen ‚ähnlicher' Länder führen, welche Portfolioanpassungen mit sich ziehen würden. Hängen die ‚Ähnlichkeiten' auch von der Entfernung ab, kommt es zu einer regionalen Ausprägung von Krisen.

Diese Überlegungen lassen sich anhand eines von *Rigobon* (1998) entwickelten Modells präzisieren, in dem Investoren ihr Kapital in zwei Typen von Wirtschaften anlegen können. Output ist jeweils eine Funktion des Kapitalstocks, eines Produktivitätparameters und einer stochastischen Zufallsgrösse. Die beiden Wirtschaftstypen unterscheiden sich in ihrer Produktivität. Die Investoren wollen ihr Kapital im produktiveren Land investieren, kennen aber die Beschaffenheit der Wirtschaft nicht. Somit nützen sie den tatsächlichen Output, d. h. den erwirtschafteten Ertrag, als ‚Signal', um sich eine Meinung über den Wirtschaftstyp zu bilden. Da das Signal aber durch drei Faktoren bestimmt wird, ist der Investor mit einem sogenannten *signal extraction problem* konfrontiert.

Investieren die Anleger anfangs unwissentlich in einem weniger produktiven Land, dann fällt der Output *ceteris paribus* höher aus als normal. Da die Investoren jedoch den wahren Prozess der Outputgenerierung nicht kennen, neigen sie nun dazu, wieder dort zu investieren. Dieser Prozess hat zur Folge, dass der beobachtete Output immer mehr von seiner Funktion als Signal einbüsst. Mit anderen Worten, die Aussagekraft eines guten Signals als Indikator der tatsächlichen Beschaffenheit verschlechtert sich. Gleichzeitig erhöht sich jedoch die Aussagekraft (Qualität) eines schlechten Signals. Trifft ein solches in Form eines niedriger als erwarteten Outputs ein, kann es zu einer Überreaktion kommen. Die Einschätzung des Landes wird revidiert, und das bisher investierte Kapital abgezogen. Laut Rigobon ist dieses Problem in Schwellenländern besonders gross, da es dort aufgrund des andauernden Entwicklungsprozesses, der Häufigkeit wirtschaftlicher Reformen und des Fehlens bzw. der Unvollständigkeit vieler Institutionen schwieriger ist, das langfristige Gewinnpotential einzuschätzen.[8]

Die Bedeutung dieser Überlegungen für die Krisenübertragung ist naheliegend. Ein negatives Signal in einem Land (z. B. die ursprüngliche Währungskrise) lässt auch Schlüsse über das wahre Potential in ähnlichen (in Bezug auf ihre Enwicklungsstrategien) oder geografisch nahen Ländern zu. Somit kann es zu ähnlichen Krisen wie im ursprünglichen Krisenland kommen.[9] Ein Indiz für diese Sichtweise ist, dass die erste Welle spekulativer Attacken vor allem Länder der ASEAN Gruppe traf, wohingegen Südkorea und Taiwan erst später angegriffen wurden. Die Theorie ist auch kompatibel mit der Heftigkeit der Asienkrise. In den betroffenen Ländern gab es ja zuvor lange Zeit fast ausschliesslich gute Nachrichten, d. h.

---

[8] Die Unsicherheit könnte sich z. B. auch auf die Reaktions- bzw. Nutzenfunktionen von Regierungen beziehen, die gerade in den Modellen spekulativer Attacken der zweiten Generation eine wichtige Rolle spielen.

[9] Die ursprüngliche Krise stellt also eine Art Weckruf dar.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

positive ‚Signale'. Nach Rigobons Theorie wurde der Wert solcher Signale aber immer geringer, während der eines negativen Signals umso grösser wurde. *Krugman* (1999, S. 97) unterstützt diese Sichtweise:

> Even more important than this mechanical linkage *[d. h. Handel],* however, was the way that Asian economies were associated in the mind of investors. The appetite of investors for the region had been fed by the perception of a shared ‚Asian Miracle'; when one country's economy turned out not to be all that miraculous after all, it shook faith in all the others.

Vielleicht hatte die Brasilien-Krise Anfang 1999 deshalb keine ähnlich grossen Effekte, denn die Signale aus dem lateinamerikanischen Wirtschaftsraum waren seit geraumer Zeit eher durchwachsen, so dass es keine überzogenen Erwartungen der Investoren gab. Systematischere Evidenz für diese Thesen finden sich in den ökonometrischen Studien von *Baig/Goldfajn* (1998) und *Kaminsky/Schmuckler* (1999). Dort wird gezeigt, dass sich inländische Neuigkeiten (*news*) auf andere Länder übertragen können.

D. Fazit

Dieser Beitrag untersucht die Rolle des Handels bei der Übertragung von Währungs- und Finanzkrisen. In Bezug auf die Asienkrise führt die empirische Literatur zu dieser Frage zum paradoxen Ergebnis, dass die Handelsverflechtungen zwar sehr gering ausfielen, Unterschiede diesbezüglich aber dennoch eine hohe Korrelation mit dem Grad der Krisenübertragung vorweisen. Eine mögliche Erklärung liegt darin, dass in den empirischen Studien wichtige Aspekte unberücksichtigt blieben. In dieser Hinsicht ist eine detailliertere empirische Analyse vonnöten, vor allem in Bezug auf die Rolle des Preiseffekts und der Exportstrukturen der einzelnen Länder..

Darüber hinaus wurde gezeigt, dass sich die Rolle von Handelsverflechtungen und Überreaktionen in den internationalen Finanzmärkten unter Umständen empirisch gar nicht trennen lassen. Ist die Stärke von Handelsbeziehungen auf die gleichen Faktoren zurückzuführen wie die Einschätzung verschiedener Länder durch die internationalen Kapitalmärkte, dann ist die beobachtete Korrelation zwischen Handel und Krisenübertragung womöglich nur eine Scheinkorrelation. Diese Möglichkeit betrifft natürlich auch andere Faktoren in der Kategorie der *spillovers,* zum Beispiel grenzüberschreitende Bank- und Finanzgeschäfte. Der Grund dafür liegt darin, dass neue Informationen (*news*) in Form wirtschaftlicher Schwierigkeiten in einem Land in den Augen der Investoren auch neue Informationen über das Anlagepotential ‚ähnlicher' oder benachbarter Länder darstellen können.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Literatur

Agenor, P. / *Aizenman,* J. / *Hoffmaister,* A. (1998): Contagion, Bank Lending Spreads and Output Fluctuations, NBER Working Paper 6850, Cambridge, MA.

Amelung, T. (2000): Transmissionsmechanismen zwischen Finanzmarkt und dem realen Sektor: Lehre aus der Asienkrise, in: Schubert, R. (Hrsg.): Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – Das Beispiel der Asienkrise, S. 146 – 168.

Baig, T. / *Goldfajn,* I. (1998): Financial Market Contagion in the Asian Crisis, IMF Working Paper WP / 98 / 155, Washington, D.C.

Calvo, G. / *Mendoza,* E. (1999): Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets, University of Maryland, mimeo.

Corsetti, G. / *Pesenti,* P. / *Roubini,* N. / *Tille,* C. (1999): Competitive Devaluations: A Welfare-Based Approach, NBER Working Paper 6889, Cambridge, MA.

The Economist (1996): Emerging Asia's Sombre Era, August 24th, S. 67 – 68.

Eichengreen, B. / *Rose,* A. / *Wyplosz,* C. (1996): Contagious Currency Crises: First Tests, in: Scandinavian Journal of Economics, Bd. 98, S. 463 – 84.

Flood, R. / *Marion,* N. (1998): Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature, IMF Working Paper WP / 98 / 130, Washington, D.C.

Frankel, J. (ed.) (1998): The Regionalization of the World Economy, University of Chicago Press, Chicago.

Furman, J. / *Stiglitz,* J. (1998): Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia, in: Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 2, S. 1 – 135.

Glick, R. / *Rose,* A. (1998): Contagion and Trade: Why are Currency Crises Regional ? NBER Working Paper 6806, Cambridge, MA.

IMF (1999): World Economic Outlook, May 1999, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Kaminsky, G. / *Schmuckler,* S. (1999): What Triggers Market Jitters: A Chronicle of the Asian Crisis, International Finance Discussion Papers, Number 634, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C.

Krugman, P. (1979): A Model of Balance-of-Payments Crises, in: Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 11, S. 311 – 25.

– (1999): The Return of Depression Economics, W.W. Norton & Company, New York.

Masson, P. (1998): Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria, IMF Working Paper WP / 98 / 142, Washington, D.C.

Menkhoff, L. (2000): Die Rolle (inter)nationaler Finanzmärkte in der Asienkrise, in: Schubert, R. (Hrsg.): Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – Das Beispiel der Asienkrise, S. 48 – 81.

Miller, V. (1998): The Double Drain with a Cross-Border Twist: More on the Relationship Between Banking and Currency Crises, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Bd. 88, S. 439 – 43.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Obstfeld, M. (1996): Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features, in: European Economic Review, Bd. 40, S. 1037 – 47.

Radelet, S. / *Sachs,* J. (1998): The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects, in: Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 1, S. 1 – 90.

Rigobon, R. (1998): Informational Speculative Attacks: Good News is No News, mimeo, Sloan School of Management, MIT, Cambridge, MA.

Rieger, T. (2000): Erscheinungsbild und Erklärungsmuster der asiatischen Wirtschaftskrise, in: Schubert, R. (Hrsg.): Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – Das Beispiel der Asienkrise, S. 15 – 39.

Siebert, H. (1999): Währungskrisen: Frühwarnindikatoren, Übertragungskanäle, Lösungsansätze, Kieler Arbeitspapiere 909, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Der IWF als Krisenursache?

IWF-Kredite, Moral Hazard und die Reform der internationalen Finanzarchitektur

Von *Peter Nunnenkamp,* Kiel

A. Der IWF unter Beschuß

Die ökonomische Profession ist wieder einmal zerstritten. Die verschiedenen Lager haben inzwischen lange Listen von Schuldigen vorgelegt, die die jüngsten Finanz- und Währungskrisen in Emerging Markets verursacht haben könnten (vgl. z. B. *Caplen* 1999). Das eine Lager sucht insbesondere in den Krisenländern selbst nach Schuldigen und benennt als solche: die für Fiskal- und Wechselkurspolitik verantwortlichen Politiker, untätige oder inkompetente Finanzaufsichtsbehörden, ineffiziente und politisch willfährige Inlandsbanken sowie heimische Unternehmer, die in ihrer Expansionslust kein Risiko scheuten. Das andere Lager findet Schuldige vor allem außerhalb der Krisenländer: spekulierende Hedge Fonds, panische Auslandsbanken, die Wirtschaftspolitik von Drittstaaten und falsche Ratgeber (die u. a. eine schnelle Kapitalverkehrsliberalisierung und Wechselkursfixierungen propagiert hätten).

Der Streit über die Entstehung der aktuellen Finanzkrisen ähnelt sehr der Diskussion über die Ursachen der internationalen Schuldenkrise in den achtziger Jahren. Auch damals konnte sich die Profession nicht darüber einigen, welche *relative* Bedeutung internen wirtschaftspolitischen Fehlentwicklungen, exogenen Schocks und dem Fehlverhalten ausländischer Geldgeber zukam. Damals wie heute hat dieses Diagnosedefizit naturgemäß zur Folge, daß auch die wirtschaftspolitischen Schlußfolgerungen kontrovers bleiben. Die häufig gestellte Forderung, die nächste Finanzkrise von vornherein zu verhindern, statt sie erst im Nachhinein zu bekämpfen, läßt sich kaum einlösen, solange die Entstehung der letzten Krisen nicht hinreichend erklärt werden kann, weil der Beitrag unterschiedlicher Faktoren höchst umstritten ist.

Die Finanzkrisen der neunziger Jahre und die Schuldenkrise der achtziger Jahre weisen eine weitere Parallele auf: Damals wie heute glauben einige Ökonomen (z. B. *Vaubel* 1983 und *Lal* 1998), das erwähnte Diagnosedefizit – und damit das Problem der Krisenvermeidung – auf ziemlich einfache Weise überwinden zu können. Sie führen die lange Liste interner und exogener Krisenfaktoren auf ein

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

einziges Grundübel zurück und brauchen sich deshalb mit der relativen Bedeutung der einzelnen Faktoren nicht mehr zu befassen. Dieses Grundübel heißt Moral Hazard oder – konkreter – IWF, weil dieser durch seine Kreditvergabe auf verschiedenen Ebenen Fehlverhalten induziere.

Dieser radikal vereinfachende Erklärungsansatz hat seinen Reiz. Die nächste Krise wäre danach zu vermeiden, wenn der IWF eine akute Krise nicht zum Anlaß nähme, finanziellen Beistand zu gewähren. Die Asienkrise etwa wird als zwangsläufige Folge der Rettungsaktion in Mexiko im Jahr 1995 angesehen (*Meltzer* 1998). Spätestens mit dieser Rettungsaktion sei allen Beteiligten signalisiert worden, daß der IWF (zusammen mit anderen offiziellen Kreditgebern) im Ernstfall mit umfangreichen Finanzhilfen einspringe. Diese Erwartung habe das Verhalten der Entscheidungsträger in den Emerging Markets sowie der privaten Auslandsinvestoren geprägt:

- Die Regierungen in den Emerging Markets seien verführt worden, an nicht marktgerechten Wechselkursen festzuhalten. Die Anreize, für eine produktive Verwendung von Kapitalimporten zu sorgen, seien geschwächt worden. Gleiches gelte für die Anreize, die Voraussetzungen für eine wirksame Unternehmenskontrolle (corporate governance) und eine funktionsfähige Finanzmarktaufsicht zu schaffen.
- Gleichzeitig seien die privaten Auslandsinvestoren dazu verführt worden, ihr Engagement in den Emerging Markets ohne Rücksicht auf Rückzahlungsrisiken auszuweiten. Die internationale Spekulation sei ermuntert worden, weil Finanzhilfen es ermöglicht hätten, sich im Krisenfall mit begrenzten Verlusten abrupt zurückzuziehen. Dadurch daß der IWF Wechselkursbindungen und eine umfassende Kapitalverkehrsliberalisierung propagiert habe, habe er zum einen Anreize für spekulative Engagements geboten und zum anderen bessere Möglichkeiten für einen überstürzten Rückzug geschaffen.

Dieser eingängigen Argumentation, die logischerweise in die Forderung nach Abschaffung des IWF als Kreditgeber einmündet, wird im folgenden zweierlei entgegengehalten. Erstens wird anhand verschiedener Indikatoren aufgezeigt, daß es keine überzeugenden *empirischen* Belege für ein durch den IWF induziertes Fehlverhalten von Regierungen und privaten Auslandsinvestoren gibt. Zweitens werden die Konsequenzen für die Reform der internationalen Finanzarchitektur diskutiert. Statt auf Radikallösungen wie die Abschaffung des IWF zu setzen, wird ein Vorschlag unterbreitet, der darauf abzielt, die Eintrittswahrscheinlichkeit neuer Krisen zu reduzieren und die Bekämpfung von Krisen, die auch in Zukunft nicht vermieden werden können, wirksamer zu gestalten als in der Vergangenheit.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

B. Wie relevant ist Moral Hazard?

Wer Moral Hazard für die Wurzel der Finanzkrisen in Emerging Markets hält, unterstellt, daß sich die dortigen Regierungen und die privaten Auslandsinvestoren anders verhalten hätten, wenn keine Aussicht auf Rettung durch den IWF bestanden hätte. Ob und in welchem Maß dies tatsächlich der Fall gewesen wäre, entzieht sich einer direkten Beobachtung. Mit anderen Worten: Moral Hazard läßt sich nicht messen. Das Ziel dieses Abschnitts kann deshalb nur sein, aus dem Muster der IWF-Kreditvergabe seit Mitte der siebziger Jahre indirekte Anhaltspunkte zur Relevanz von Moral Hazard zu gewinnen. Dies geschieht im folgenden in drei Schritten:

- Die IWF-Kreditvergabe an alle Entwicklungs- und Schwellenländer (EL) wird zunächst ins Verhältnis zu Variablen gesetzt, die für die Kreditnehmer sowie die Auslandsinvestoren von Belang sind. Auf diese Weise kann man zum Beispiel erkennen, ob die Anreize für Fehlverhalten – wie manchmal behauptet – im Zeitablauf stärker geworden sind.
- Im zweiten Schritt wird die Verteilung der IWF-Kredite im Länderquerschnitt analysiert, und es wird geprüft, ob ein Zusammenhang mit wesentlichen Ländermerkmalen besteht. Hierdurch soll geklärt werden, ob der IWF insbesondere solche EL begünstigt hat, in denen aufgrund einer fehlgeleiteten Wirtschaftspolitik eine erhöhte Krisengefahr bestand.
- Schließlich wird die These geprüft, daß Moral Hazard in jüngerer Vergangenheit hauptsächlich auf seiten der Auslandsinvestoren aufgetreten ist. Zu diesem Zweck wird die IWF-Kreditvergabe an die EL der Verteilung privater Kapitalzuflüsse im Länderquerschnitt sowie dem Zeitprofil unterschiedlicher Formen des Kapitalzuflusses gegenübergestellt.

I. IWF-Kredite in längerfristiger und relativer Betrachtung

Der vorherrschende Eindruck über die Bedeutung der IWF-Kreditvergabe für die Kreditnehmer und ihre privaten Auslandsgläubiger wird durch die spektakulären Rettungsaktionen der letzten Jahre geprägt.[1] Die Finanzhilfen (einschließlich der Mittel, die aus anderen offiziellen Quellen als dem IWF gespeist wurden) für Mexiko (1995), Rußland (1996 und 1998), Thailand, Indonesien und Korea (alle 1997) sowie Brasilien (1998) beliefen sich im Durchschnitt auf 11 vH des BIP dieser Länder und auf 25 vH ihrer gesamten Auslandsverschuldung. In Mexiko, Indonesien und Korea machten die Finanzhilfen mehr als zwei Drittel der (Mitte 1998) ausstehenden Forderungen der BIZ-Berichtsbanken gegenüber diesen Ländern aus.

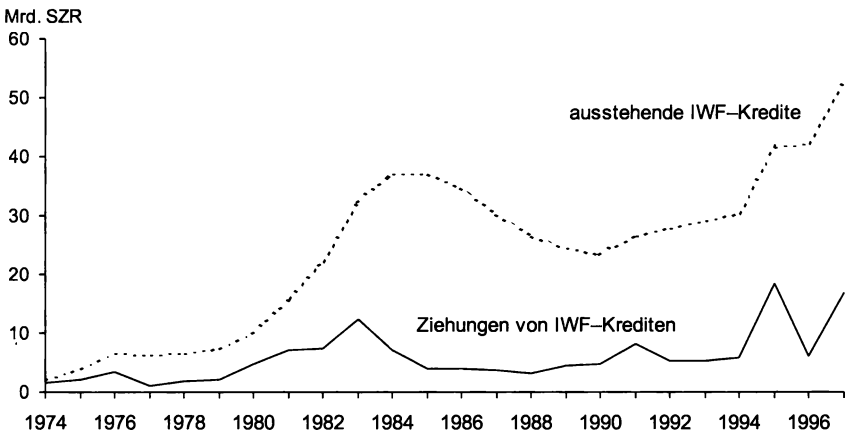
[1] Vgl. hierzu ausführlicher *Nunnenkamp* (1999: Abschnitt II).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ein anderes Bild ergibt sich, wenn man die IWF-Kreditvergabe an alle EL seit Mitte der siebziger Jahre betrachtet.[2] Zwar ist die IWF-Kreditvergabe absolut gesehen gestiegen (Schaubild 1). Die im Durchschnitt der Jahre 1995 – 1997 ausstehenden IWF-Kredite waren etwa achtmal so hoch wie in den Jahren 1974 – 1979.

Schaubild 1

Ziehungen von IWF-Krediten durch alle Entwicklungsländer und ausstehende Verbindlichkeiten dieser Länder gegenüber dem IWF[a], 1974 – 1997



[a] Definitionen im Text.

Quelle: IMF (b).

Dieser Anstieg vollzog sich aber nicht stetig. Vielmehr sind zyklische Ausschläge zu erkennen. Vor dem jüngsten Boom der IWF-Kreditvergabe, der mit den Finanzkrisen in Mexiko, Rußland und Asien einherging, kam es bereits in den frühen achtziger Jahren zu einem zeitweiligen Boom, der mit der internationalen Schuldenkrise zusammenfiel. Bemerkenswert ist, daß die IWF-Kreditvergabe nach diesem ersten Boom wieder deutlich zurückging. Die Ziehungen aller EL waren 1988

[2] Die IWF-Kreditvergabe umfaßt verschiedene Elemente: eigene IWF-Mittel; Mittel, für die der IWF als Treuhänder fungiert (Trust Fund und Subsidy Account der Supplementary Financing Facility); sowie Kreditmittel, auf die der IWF zurückgreifen kann (General bzw. New Arrangements to Borrow). Bei „Ziehungen von IWF-Krediten" handelt es sich um Stromgrößen. Unter „Ziehungen" werden im folgenden nicht nur Ziehungen aus dem sogenannten General Resources Account (hauptsächlich Stand-by Credit Tranche und Extended Fund Facility), sondern auch Kredite aus der Structural Adjustment Facility, der Enhanced Structural Adjustment Facility und dem Trust Fund subsumiert. „Ausstehende IWF-Kredite" verweist auf die entsprechenden Bestandsgrößen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

zum Beispiel geringer als 1976. Die ausstehenden IWF-Kredite verblieben fast ein Jahrzehnt lang (1986 – 1994) unterhalb des Spitzenwertes, der während der Schuldenkrise erreicht wurde. Es ist schwer vorstellbar, daß es möglich gewesen wäre, die IWF-Kreditvergabe nach der Schuldenkrise nachhaltig zurückzuführen, wenn die zuvor erhöhte IWF-Kreditvergabe dauerhafte Anreize für Fehlverhalten gesetzt hätte.

Relativ betrachtet scheint die IWF-Kreditvergabe an alle EL überdies zu gering zu sein, um schwerwiegendes Moral Hazard zu induzieren (Tabelle 1). Selbst in den Jahren 1995 – 1997, als Mexiko, Rußland und asiatische Krisenländer in beträchtlichem Umfang auf den IWF zurückgriffen, machten die jahresdurchschnittlichen Ziehungen aller EL nur 0,3 vH des BIP der EL aus. Die Devisenreserven der EL im Jahr 1997 waren fast 13 mal so hoch wie ihre ausstehenden Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF. Der IWF spielte auch im Vergleich zum Engagement der privaten Auslandsbanken in den EL eine untergeordnete Rolle.

Tabelle 1

Relative Bedeutung der IWF-Kreditvergabe an alle Entwicklungsländer (vH)

	Ziehungen von IWF-Krediten, 1995 – 1997 (jahresdurchschnittlich)	Ausstehende Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF, 1997
BIP aller Entwicklungsländer,[a] 1997	0,3	1,1
Außenhandel aller Entwicklungsländer,[b] 1997	1,0	3,5
Ausstehende Auslandsschulden aller Entwicklungsländer,[a] 1997	–	3,3
Kapitalverkehrsbilanz (Verbindlichkeiten) aller Entwicklungsländer,[c] 1997	5,0	–
Devisenreserven aller Entwicklungsländer,[d] 1997	2,0	7,8
Internationales Bankgeschäft,[e] 1996	0,2	0,8
Ausstehende Forderungen der BIZ-Berichtsbanken gegenüber Entwicklungs- und Transformationsländern, Ende 1997	2,2	7,9

[a] Einige Entwicklungsländer nach IWF-Definition werden von der Weltbank als solche nicht berücksichtigt. Die Kennzahlen überschätzen also die relative Bedeutung der IWF-Finanzierung, weil die Angaben zum BIP und zu den Auslandsschulden von der Weltbank stammen. – [b] Durchschnitt der Exporte und Importe. – [c] Financial account liabilities. – [d] Ausschließlich Goldreserven. – [e]Schätzung der Deutschen Bundesbank.

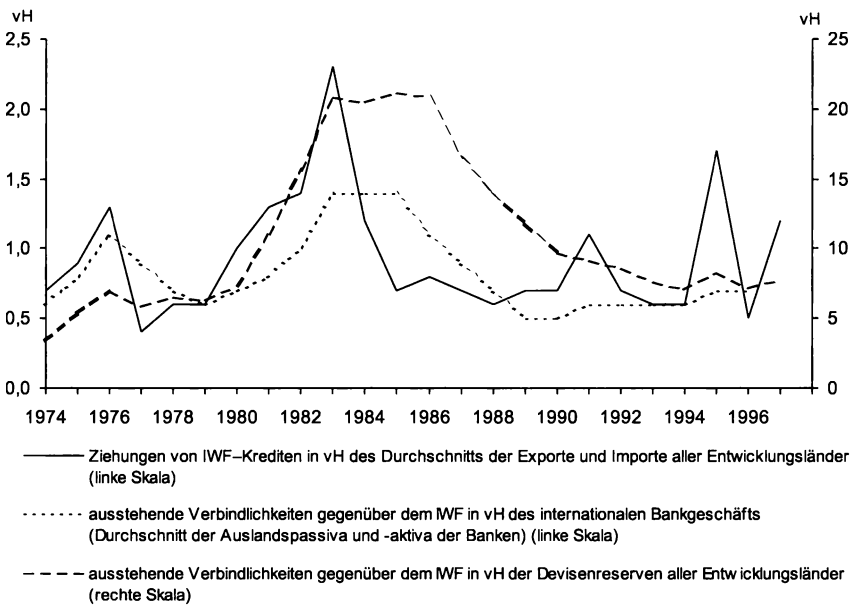
Quelle: IMF (b); *World Bank* (1998a); *BIZ* (1998); *Deutsche Bundesbank* (1997).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Schaubild 2 verstärkt den Eindruck, daß die IWF-Kreditvergabe trendmäßig keineswegs an Bedeutung gewonnen hat.[3] Relativ zum Außenhandel der EL waren die jahresdurchschnittlichen Ziehungen von IWF-Krediten in den Jahren 1996/97 nicht höher als schon in der Mitte der siebziger Jahre. Das Verhältnis zwischen den ausstehenden IWF-Krediten und den Devisenreserven der EL entsprach 1997 dem Niveau vor Ausbruch der internationalen Schuldenkrise im Jahr 1982. Gemessen am internationalen Bankgeschäft blieben die ausstehenden IWF-Kredite seit 1987 (mit weniger als 1 vH) marginal.

Schaubild 2

Relative Bedeutung der IWF-Kreditvergabe an alle Entwicklungsländer, 1974 – 1997



Quelle: IMF (b).

Es wäre ohne Zweifel voreilig, allein aus diesen Verhältnisgrößen auf die Irrelevanz von Moral Hazard zu schließen. Die Vereinbarung eines Beistandsprogramms mit dem IWF, in dem Finanzhilfen an wirtschaftspolitische Bedingungen geknüpft werden, wird häufig als Zeichen für erneute Kreditwürdigkeit gewertet. Demge-

[3] *Fischer* (1999) verweist darauf, daß der IWF heute über ein mehr als dreimal so hohes Potential zur Kreditvergabe verfügen müßte, als dies nach der jüngsten Quotenerhöhung tatsächlich der Fall ist, wenn der IWF – gemessen am Output seiner Mitgliedsländer – die relative Bedeutung wiedererlangen sollte, die er 1945 gehabt hat.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

mäß könnte der IWF das Verhalten der privaten Auslandsinvestoren selbst dann beeinflußt haben, wenn die Finanzhilfen des IWF im Vergleich zum internationalen Bankgeschäft unbedeutend waren.[4] Als Zwischenergebnis läßt sich jedoch festhalten, daß es kaum Anzeichen für ein systematisches Fehlverhalten aller EL gibt. Wenn Moral Hazard beispielsweise durch den starken Anstieg der IWF-Kreditvergabe während der internationalen Schuldenkrise ausgelöst worden wäre, hätte sich dies u. a. in einer abnehmenden Bereitschaft der EL niederschlagen müssen, eigene Devisenreserven zu halten. Tatsächlich hat sich aber die Importdeckung durch die Devisenreserven aller EL fast verdoppelt (von 13 Monaten in den Jahren 1981/82 auf 24 Monate in den Jahren 1996/97) (*IMF* b).

II. Wirtschaftspolitisches Fehlverhalten der Kreditnehmer des IWF?

Trotz der geringen Bedeutung der IWF-Kreditvergabe an alle EL zusammengenommen könnte der IWF ein Fehlverhalten bestimmter Kreditnehmer begünstigt haben, wenn Finanzhilfen vorrangig auf einzelne EL oder Ländergruppen ausgerichtet worden sind. Für eine derartige Konzentration scheint zu sprechen, daß fast drei Viertel der akkumulierten Ziehungen von IWF-Krediten durch 119 EL im Zeitraum 1974 – 1997 auf nur 16 EL entfielen.[5] Während 16 EL der Grundgesamtheit überhaupt keine IWF-Kredite in Anspruch nahmen, machten die akkumulierten Ziehungen (1974 – 1997) in 15 EL mehr als 20 vH ihres jährlichen BIP (1996) aus. Allerdings gehörten nur zwei Länder (Rumänien und Sambia) gleichzeitig zur Gruppe der 16 EL mit besonders hohen absoluten Ziehungen und zur Gruppe der 15 EL, in denen die Ziehungen einen besonders hohen Anteil am BIP stellten.

Insbesondere bei der Frage, ob der IWF vorrangig solche EL unterstützt hat, die zu groß waren, um sie fallenzulassen („too big to fail"), ist es entscheidend, ob absolute oder relative Angaben über die akkumulierten Ziehungen der EL betrachtet werden. Der Vorwurf an den IWF, vor allem die weltwirtschaftlich bedeutendsten EL zu wirtschaftspolitischem Fehlverhalten ermutigt zu haben, speist sich aus den publizitätswirksamen Rettungsaktionen der letzten Jahre für Länder wie Mexiko, Rußland, Korea und Brasilien. Über einen längeren Zeitraum und für die Gesamtheit der EL gibt es jedoch keine überzeugende Evidenz dafür, daß der IWF schwerpunktmäßig bedeutende EL „herausgepaukt" hat. Wie nicht anders zu erwarten, sind zwar die absoluten Ziehungen im Zeitraum 1974 – 1997 mit Größenindikatoren wie der Bevölkerungszahl und dem BIP der EL positiv korreliert (Tabelle 2). Eine verzerrende Begünstigung bedeutender EL müßte sich aber in überproportionalen Ziehungen pro Kopf niederschlagen. Dies war nicht der Fall, wie die völlig

---

4 Im Abschnitt B.III wird dieser Aspekt wieder aufgenommen.

5 In abfallender Reihenfolge: Mexiko (17,3 Mrd. SZR), Korea, Argentinien, Indien, Brasilien, Philippinen, Pakistan, Thailand, Indonesien, Sambia, Rumänien, Venezuela, Algerien, Ungarn, Chile und Marokko (2,1 Mrd. SZR).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

insignifikanten Korrelationen zwischen den Ziehungen pro Kopf und den beiden Größenindikatoren anzeigen.

Tabelle 2

IWF-Kredite und Merkmale der kreditnehmenden Länder: Korrelationsergebnisse[a]

Ländermerkmale	Akkumulierte Ziehungen von IWF-Krediten, 1974 – 1997	
	absoluter Betrag	pro-Kopf Betrag
Bevölkerung (1996)	0,31** (119)	– 0,10 (119)
BIP (1996)	0,59** (107)	0,07 (107)
BIP pro Kopf (1996)	0,34** (107)	0,34** (107)
Durchschnittliche Inflationsrate (1974 – 1996)[b]	0,11 (96)	– 0,003 (96)
Schwankung der Inflationsrate (1974 – 1996)[b,c]	0,06 (96)	– 0,02 (96)
Veränderung der Terms of Trade (1975 – 1994)	– 0,04 (73)	– 0,21* (73)

[a] Pearson Korrelationen; Anzahl der Beobachtungen in Klammern; **, *: signifikant bei 1 bzw. 10 vH Irrtumswahrscheinlichkeit (zweiseitiger Test). – [b] Konsumentenpreise; unvollständige Zeitreihe für verschiedene Länder; ohne Länder mit unzureichender Anzahl von Beobachtungen. – [c] Standardabweichung.

Quelle: IMF (b); *World Bank* (1998b); *UNCTAD* (1997).

Obwohl die IWF-Kreditvergabe an EL mit besonders geringem Pro-Kopf-Einkommen nach Tabelle 2 vergleichsweise niedrig war, spricht zweierlei dafür, daß der IWF – statt der bedeutenden – eher die „bedürftigen" EL relativ stark unterstützt hat:

- Erstens ergibt sich eine signifikant negative Korrelation mit dem Pro-Kopf-Einkommen, wenn die akkumulierten Ziehungen nicht – wie in Tabelle 2 – auf die Bevölkerung der kreditnehmenden Länder, sondern auf ihr BIP bezogen werden.
- Zweitens läßt sich die Bedürftigkeit an den Terms of Trade festmachen, da diese überwiegend außerhalb der Kontrolle einzelner EL liegen. Der negative Korrelationskoeffizient deutet darauf hin, daß EL mit einer vergleichsweise ungünstigen Entwicklung der Terms of Trade relativ hohe IWF-Kredite erhielten.[6]

[6] Diese Korrelation wird allerdings insignifikant, wenn – statt 1975 – das Jahr 1973 als Ausgangspunkt für die Veränderung der Terms of Trade gewählt wird. Die Verdreifachung der Ölpreise im Zeitraum 1973 – 1975 ist für diese unterschiedlichen Korrelationsergebnisse in erster Linie verantwortlich.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die in Tabelle 2 aufgeführten Korrelationskoeffizienten lassen einen weiteren Vorwurf an den IWF als ungerechtfertigt erscheinen. Es findet sich keine Bestätigung dafür, daß die IWF-Kreditvergabe die EL zu einer unsoliden Wirtschaftspolitik verführt hat, wenn man die Inflationsrate als makroökonomischen Politikindikator heranzieht. Bei einem IWF-induzierten Fehlverhalten müßte die Korrelation zwischen den akkumulierten Ziehungen von IWF-Krediten und der Inflationsrate positiv sein; statt dessen sind alle diesbezüglichen Koeffizienten völlig insignifikant.

Empirisch läßt sich auch die These nicht halten, daß der IWF durch seine Kreditvergabe die EL dazu ermuntert hat, inflexible Wechselkurssysteme aufrechtzuerhalten. In einzelnen Fällen wie in Brasilien mag dies durchaus so gewesen sein (*Dornbusch* 1999; *Sachs* 1999). Insgesamt gesehen geht dieser Vorwurf aber ins Leere. Die 32 EL mit frei floatenden Währungen haben im Zeitraum 1974 – 1997 im Durchschnitt fast doppelt so hohe IWF-Kredite pro Kopf (81 SZR) erhalten wie die 48 EL mit gepeggten Währungen (43 SZR) (IMF b).[7] Demgegenüber waren die internationalen Geschäftsbanken erheblich stärker in EL mit gepeggten Währungen engagiert als in EL mit frei floatenden Währungen.[8] Die Geschäftsbanken scheinen also auf die Dauerhaftigkeit fixierter Wechselkurse vertraut zu haben, obwohl der IWF diesem Vertrauen durch seine Kreditvergabe keinen Vorschub geleistet hat.

III. IWF-induziertes Fehlverhalten der privaten Auslandsinvestoren?

Die fehlende empirische Evidenz für Moral Hazard auf seiten der Kreditnehmer des IWF mag erklären, warum die Kritiker des IWF in jüngerer Zeit verstärkt die Fehlanreize thematisiert haben, die der IWF auf seiten der privaten Auslandsinvestoren verursacht haben könnte. Es wird darauf verwiesen, daß vor allem die internationalen Geschäftsbanken von den Finanzhilfen in der Mexiko-Krise 1994/95 profitiert hätten (*Reisen* 1999). Die unvorsichtige Vergabe von Bankkrediten an die späteren Krisenländer in Asien sei hierdurch angeregt worden. Ein weiteres Indiz dafür, daß die IWF-Keditvergabe hauptsächlich dazu diene, stark exponierte Geschäftsbanken „herauszupauken", wird darin gesehen, daß die internationalen Banken auch in Asien bisher nur begrenzte Verluste erlitten haben.[9]

---

7 Die Klassifizierung der EL nach ihrem Wechselkurssystem bezieht sich auf den Stand im März 1998.

8 Die Mitte 1998 ausstehenden Forderungen der BIZ-Berichtsbanken waren in EL mit gepeggten Währungen mit durchschnittlich 600 US $ pro Kopf der Bevölkerung der EL dreimal so hoch wie in EL mit frei floatenden Währungen (BIZ 1998).

9 Der IWF (*IMF* 1998: 7) macht die Einschränkung, daß die Bankverluste aus außerbilanziellen Aktivitäten noch unbekannt sind. Indirekt bestätigen jedoch selbst die im Januar 1999 herausgegebenen Zahlen des Institute of International Finance (Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 28. 1. 1999), daß die internationalen Geschäftsbanken – an ihrem Finanzierungsanteil gemessen – von den Finanzkrisen in Asien und Rußland weniger stark betroffen waren

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Anzeichen dafür, daß die IWF-Kreditvergabe in Einzelfällen auf einen „bail out" für die internationalen Geschäftsbanken hinausgelaufen ist, bedeuten jedoch nicht notwendigerweise, daß das Verhalten der Banken gegenüber den EL generell und auf maßgebliche Weise durch den IWF beeinflußt worden ist. Aus längerfristiger Perspektive und auf die Gesamtheit der EL bezogen spricht denn auch einiges gegen die These, der IWF habe die internationalen Banken zu einer exzessiven Kreditvergabe an die EL verführt.

Mit dieser These ist es kaum vereinbar, daß sich die externe Finanzierungsstruktur der EL stark zugunsten ausländischer Direktinvestitionen verschoben hat. Dieser Trend war bereits in den achtziger Jahren zu beobachten (*Nunnenkamp* 1998a). Er setzte sich in den neunziger Jahren fort; der Anteil ausländischer Direktinvestitionen und der eigentumsrelevanten Portfolioinvestitionen (equity securities) an der gesamten externen Finanzierung aller EL stieg von 32 vH in 1990 auf 54 vH in 1997 (Tabelle 3). Bankkredite, die dominierende Form der „anderen Finanzierungsinstrumente" in Tabelle 3, waren noch in den Jahren 1990 – 1992 die wichtigste Quelle für Kapitalzuflüsse; in den Jahren 1996/97 entfiel dagegen ein deutlich geringerer Finanzierungsanteil auf Bankkredite als auf Direktinvestitionen oder Portfolioinvestitionen, obwohl in erster Linie die Banken von einem „bail out" profitieren. Die Verschiebungen der Finanzierungsstruktur widersprechen also dem Muster, das unter dem Gesichtspunkt von Moral Hazard zu erwarten gewesen wäre.

Auch die zeitliche Entwicklung der Vergabe von Bankkrediten an die EL läßt sich kaum mit der These eines durch den IWF gesteuerten Bankverhaltens in Einklang bringen. Fehlanreize könnten bereits durch die stark ansteigende IWF-Kreditvergabe in den frühen achtziger Jahren ausgelöst worden sein. Als Signal für zukünftige „bail outs" scheint dieser Anstieg von den Banken aber nicht gewertet worden zu sein. Anderenfalls wäre es kaum verständlich, daß eine Gruppe von 14 bedeutenden EL in den Jahren 1986 – 1990 Kapitalabflüsse bei der Finanzierung durch Auslandskredite verzeichnete (Nunnenkamp 1998a).

Selbst die Finanzhilfe für Mexiko im Jahr 1995 scheint nicht die häufig behaupteten negativen Anreizwirkungen auf das Bankverhalten (vgl. z. B. *Meltzer* 1998) gehabt zu haben. Zu einem von den Banken antizipierten „bail out" paßt es nicht, daß die Kreditfinanzierung Mexikos nicht nur nach der Krise (1996/97), sondern bereits vor der Krise (1992/93) negativ war (IMF a). Zudem hat die Rettungsaktion für Mexiko – anders als immer wieder zu hören – keinen Boom der Kreditvergabe an die EL im allgemeinen und an die asiatischen EL im besonderen ausgelöst. Die externe Kreditfinanzierung aller EL sank vielmehr von 106 Mrd. US$ in 1995 auf durchschnittlich 67 Mrd. US$ in den beiden Folgejahren. Die Kreditfinanzierung asiatischer EL, die sich 1995 auf 50 Mrd. US$ belaufen hatte, betrug in den Folgejahren 46 bzw. 36 Mrd. US$.

---

als jene Auslandsinvestoren, die Anleihen dieser Krisenländer hielten oder Eigentumsanteile erworben hatten (vgl. ausführlicher Nunnenkamp 1999: Abschnitt VI).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Tabelle 3

Externe Finanzierungsstruktur der Entwicklungsländer, 1990 – 1997 (vH der Verbindlichkeiten in der Kapitalverkehrsbilanz)

	Ausländische Direkt-investitionen	Portfolioinvestitionen			Andere Finanzierungs-instrumente
		Insgesamt[a]	Equity securities	Bonds und Notes	
1990	28,7	20,4	3,5	17,3	50,8
1991	30,0	22,8	5,2	18,0	47,2
1992	29,1	29,4	7,5	22,5	41,5
1993	28,2	43,8	15,5	28,5	28,0
1994	39,7	41,9	12,3	30,3	18,3
1995	36,4	14,1	5,7	12,4	49,4
1996	37,7	32,3	9,4	22,4	30,0
1997	45,5	31,8	8,5	23,1	22,7

[a] Insgesamt niedriger als die Summe von Equity securities und Bonds und Notes für solche Jahre, in denen die Entwicklungsländer negative Verbindlichkeiten bei Geldmarktinstrumenten und Finanzderivaten aufwiesen.

Quelle: IMF (a).

Einfache Korrelationsrechnungen stehen schließlich der Auffassung entgegen, daß der IWF Finanzhilfen bevorzugt an solche EL vergeben hat, in denen die internationalen Geschäftsbanken besonders exponiert waren (Tabelle 4). Die akkumulierten Ziehungen von IWF-Krediten im Zeitraum 1974 – 1997 waren im Länderquerschnitt überhaupt nicht mit den ausstehenden Forderungen der BIZ-Berichtsbanken korreliert, sobald man beide Variablen relativ definiert (d. h., um die Ländergröße korrigiert). Eine etwas stärkere (positive) Korrelation zeigt sich zwischen den Ende 1997 ausstehenden IWF-Krediten und den ausstehenden Forderungen der BIZ-Berichtsbanken, wenn beide Variablen auf die Bevölkerung der jeweiligen EL bezogen werden. Auch diese Korrelation ist aber insignifikant, wenn beide Variablen auf das BIP der EL bezogen werden. Selbst die umfangreiche Kreditvergabe des IWF in den letzten Jahren an Krisenländer, in denen die internationalen Geschäftsbanken besonders exponiert waren, hat bisher also nicht bewirkt, daß die Verteilung von IWF-Krediten sich der Verteilung von Bankkrediten stark angeglichen hat.

All dies schließt nicht aus, daß die internationalen Geschäftsbanken in Einzelfällen darauf vertraut haben, ihre eigenen Verlustrisiken wegen des Eingreifens durch den IWF zumindest partiell sozialisieren zu können. Diese Erwartungen sind teilweise wohl auch erfüllt worden. Angesichts der verfügbaren empirischen Evidenz ist es aber unwahrscheinlich, daß das Bankverhalten generell und dauerhaft durch die Kreditvergabepraxis des IWF verzerrt worden ist. Der Vorwurf, der IWF habe

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

seine Kreditvergabe vorrangig zur Absicherung ausstehender Bankforderungen eingesetzt, ist nicht zu halten. Im großen und ganzen scheinen der IWF und die Banken ihre Entscheidungen über die Verteilung von Krediten an die EL unabhängig voneinander getroffen zu haben.

Tabelle 4

IWF-Kredite und Bankkredite im Entwicklungsländer-Querschnitt: Korrelationsergebnisse[a]

	Ausstehende Forderungen der BIZ-Berichtsbanken (Stand Juni 1998)		
	absoluter Betrag	pro Kopf[b]	vH des BIP[c]
Akkumulierte Ziehungen von IWF-Krediten, 1974 – 1997			
– absoluter Betrag	0,74** (114)	–	–
– pro Kopf[b]	–	0,15 (114)	–
– vH des BIP[c]	–	–	– 0,12 (104)
Ausstehende Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF, Ende 1997			
– absoluter Betrag	0,69** (110)	–	–
– pro Kopf[b]	–	0,17* (110)	–
– vH des BIP[c]	–	–	– 0,14 (103)

[a] Anzahl der Beobachtungen in Klammern; **, *: signifikant bei 1 bzw. 10 vH Irrtumswahrscheinlichkeit (zweiseitiger Test). – [b] Bevölkerung der kreditnehmenden Länder in 1996. – [c] BIP der kreditnehmenden Länder in 1996.

Quelle: IMF (b); *BIZ* (1998).

C. Moral Hazard und die Reform der internationalen Finanzarchitektur

I. Das Dilemma

Angesichts fehlender Anhaltspunkte für verbreitetes Moral Hazard auf seiten der EL und der privaten Auslandsinvestoren ist es nicht gerechtfertigt, dem IWF die Rolle eines Brandstifters zuzuschreiben, der Brände zu löschen trachtet, die er zuvor selbst gelegt hat. Die Kritiker des IWF überschätzen diesen, wenn sie die IWF-Kreditvergabe für das Fehlverhalten von EL und privaten Auslandsinvestoren verantwortlich machen. Die Forderung, eine weitere Kreditvergabe des IWF im Rahmen einer neuen internationalen Finanzarchitektur zu unterbinden, ist kein Patentrezept, um zukünftigen Finanz- und Währungskrisen vorzubeugen (*Eichengreen* 1999: 97 f.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Eine Abschaffung des IWF böte keine Gewähr dafür, daß die EL wirtschaftspolitische Fehlentscheidungen vermeiden und die privaten Auslandsinvestoren Risiken immer korrekt einschätzen. Vielmehr ist zu erwarten, daß die EL angesichts wirtschaftspolitischer Zielkonflikte selbst ohne die Aussicht auf spätere Finanzhilfen manchmal zu Maßnahmen greifen, die eine erhöhte Krisengefahr in sich bergen. Beispielsweise dürften einzelne EL – trotz des Risikos einer realen Überbewertung der heimischen Währung und dadurch ausgelöster Spekulationsattacken – weiterhin geneigt sein, auf fixierte Wechselkurse zu setzen, um Inflationserwartungen zu brechen. Ebenso wenig sind private Auslandsinvestoren vor Fehleinschätzungen von Länderrisiken gefeit, sobald die Möglichkeit eines späteren „bail out" definitiv ausgeschlossen wird. Vor allem das Herdenverhalten kurzfristig orientierter Auslandsinvestoren kann auch zukünftig dazu führen, daß eine zeitweilig vorherrschende Euphorie abrupt in eine allgemeine Panik umschlägt, wenn frühere Fehleinschätzungen korrigiert werden. Die Erwartung einer drohenden Krise erfüllt sich auf diese Weise von selbst. Ohne jegliches internationales Sicherheitsnetz wäre man den möglichen Weiterungen derartiger Fehlentwicklungen schutzlos ausgesetzt.

Es verbietet sich also, die Reform der internationalen Finanzarchitektur allein an der Minimierung von Anreizproblemen auszurichten. Der empirische Befund, wonach Moral Hazard in der Vergangenheit von untergeordneter Bedeutung war, rechtfertigt allerdings auch keine Maximierung des Schutzes vor Ausbreitungseffekten von Finanz- und Währungskrisen. Ein maximaler Schutz ließe sich erreichen, wenn der IWF über prinzipiell unbegrenzte Ressourcen verfügen könnte und damit in die Lage versetzt würde, als internationaler Kreditgeber der letzten Instanz zu agieren.[10] Bei einem dermaßen aufgewerteten IWF bestünde jedoch – im Vergleich zu früher – eine größere Gefahr, daß schwerwiegende Anreizprobleme heraufbeschworen werden.

Ein internationaler Kreditgeber der letzten Instanz wäre erst dann in Erwägung zu ziehen, wenn strikte finanzielle Sicherheitsstandards weltweit gelten und ihre Befolgung durch wirksame Kontrollmechanismen durchgesetzt werden kann. Die Asienkrise hat gezeigt, daß diese Voraussetzungen noch nicht erfüllt sind. Es mangelt an Transparenz, weil zeitnahe und umfassende Daten über die finanzielle Situation von Schuldnern und Gläubigern derzeit nicht verfügbar sind. Es war weitgehend unbekannt, in welchen Ländern international übliche Sicherheitsstandards eingehalten wurden und wo dies nicht der Fall war. Die Diskussion darüber, wie die Lücken in der Finanzaufsicht selbst hochentwickelter Industrieländer zu schließen sind, steht erst am Anfang. Derartige Defizite wären zu beheben, um Moral Hazard im Zaum halten zu können.

---

10 Die Problematik eines internationalen „lender of last resort" ist bereits in den achtziger Jahren analysiert worden; vgl. *Claassen* (1985) und die dort angegebene Literatur. Zur aktuellen Diskussion vgl. *Fischer* (1999).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

II. Die zukünftige Rolle des IWF

Bei der Reform der internationalen Finanzarchitektur gilt es einen Ausweg aus dem Dilemma zwischen einem besseren Schutz vor Ausbreitungseffekten von Finanzkrisen und verstärkten Anreizproblemen zu finden.[11] Weitgehend unstrittig ist, daß eine erhöhte Transparenz und eine bessere Datenverfügbarkeit notwendige Elemente sind, um diesen Konflikt zu entschärfen. Strittig ist dagegen, wie finanzielle Rettungsaktionen zukünftig auszugestalten wären, damit Anreizprobleme begrenzt und Krisen zugleich eingedämmt werden können.[12]

Teilweise glaubt man den Zielkonflikt allein dadurch lösen zu können, daß der IWF sich strikt an die Regeln hält, die für jeden Kreditgeber der letzten Instanz gelten sollten,[13] und die Funktion eines internationalen Kreditgebers der letzten Instanz nur gegenüber solchen Ländern wahrnimmt, die sich hierfür im vorhinein qualifiziert haben.[14] So wäre Moral Hazard nach *Calomiris* (1998) und *Edwards* (1998) zu minimieren, indem Liquiditätshilfen durch den Kreditgeber der letzten Instanz an die Voraussetzung gebunden werden, daß das begünstigte Land bestimmte Standards bezüglich Datenbereitstellung und Transparenz sowie der Solidität der Wirtschaftspolitik erfüllt. IWF-Mitgliedsländer, die derartige Standards nicht einhalten, hätten keinen Zugang zu Liquiditätshilfen des Kreditgebers der letzten Instanz.

Dieser Ansatz ist mit einigen Problemen behaftet und für sich allein genommen nicht ausreichend, Anreizprobleme so weit wie möglich zu vermeiden (*Golder* 1999). Zum einen ist zu bezweifeln, daß eine strikte „Zweiklassengesellschaft" der IWF-Mitgliedsstaaten politisch überhaupt durchsetzbar ist. Selbst wenn dies der Fall wäre, bleibt es fraglich, ob einem nicht zugangsberechtigten IWF-Mitglied im Krisenfall Liquiditätshilfen glaubhaft verweigert werden können, sofern dieses Land weltwirtschaftlich bedeutend ist (wie z. B. Rußland) (*Eichengreen* 1999: 101 ff.). Zum zweiten könnten vermeidbare Finanzkrisen geradezu provoziert werden, sobald ein Land einzelne Zugangsvoraussetzungen nicht länger erfüllt und der IWF deshalb seine Zusage zurückziehen müßte, bei Bedarf Liquiditätshilfen bereitzustellen. Eine Herabstufung von Ländern erscheint angesichts des Risikos, daß dieser Vorgang zum Krisenauslöser wird, kaum möglich.

Der Vorschlag, die Krisenvorbeugung durch den IWF auf zugangsberechtigte Länder zu beschränken, ist überdies unzureichend, weil verschärfte Anreizprobleme auf seiten der privaten Auslandsinvestoren außer Betracht bleiben. Ein mit zusätzlichen Kompetenzen und Ressourcen ausgestatteter IWF könnte die Risiko-

---

11 Eine ähnliche Argumentation findet sich in *Mann* (1999).

12 Vgl. ausführlicher den Survey in The Economist (1999).

13 Vgl. hierzu im einzelnen z. B. *Fischer* (1999) und *Nunnenkamp* (1999: 14).

14 Dieser Ansatz liegt auch dem Vorschlag einer „vorbeugenden Kreditlinie" des IWF zugrunde, der im Oktober 1998 von Präsident Clinton vorgelegt wurde. Eine kritische Würdigung dieses Vorschlags sowie möglicher Alternativen bietet *Golder* (1999).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

vorsorge der privaten Auslandsinvestoren selbst dann schwächen, wenn sich die neue Rolle des IWF nur auf einen (wesentlichen) Teil der Mitglieder bezöge. Diesem Fehlanreiz gilt es rechtzeitig zu begegnen.

III. Ein Vorschlag zur Einbindung privater Auslandsinvestoren

Um die Eintrittswahrscheinlichkeit von Finanzkrisen zu reduzieren und gleichzeitig die Bekämpfung unvermeidbarer Krisen auf eine breitere finanzielle Basis zu stellen, müssen die privaten Auslandsinvestoren enger in das internationale Krisenmanagement eingebunden werden.[15] Umstritten ist, ob hierzu vorab verbindliche Regeln aufgestellt werden müssen, die die Handlungsfreiheit der privaten Auslandsinvestoren beschränken. Das Institute of International Finance (*IIF* 1999) lehnt solche Regeln ab, weil dann zu befürchten sei, daß der Zugang der EL zum internationalen Kapitalmarkt erschwert werde. Dieses Argument überzeugt nicht, weil es ja gerade darum geht, einer unvorsichtigen Kreditvergabe und der Sozialisierung von Ausfallrisiken vorzubeugen.

Die – vom IIF propagierte – nachträgliche Beteiligung am Krisenmanagement, die auf freiwilliger Basis und von Fall zu Fall zu vereinbaren sei, wird dem Ziel der Krisenvorbeugung kaum gerecht. Sie steht zudem einer schnellen und wirksamen Bekämpfung unvermeidbarer Krisen entgegen. Nach Ausbruch einer Krise ginge Zeit verloren, weil zunächst unterschiedliche Gläubigerinteressen koordiniert werden müßten. Die Koordinierungsaufgaben sind dadurch komplexer geworden, daß heute – im Gegensatz zur internationalen Schuldenkrise in den achtziger Jahren – eine Vielzahl unterschiedlicher Auslandsinvestoren in den EL engagiert ist. Es dürfte ex post nicht mehr zu vermeiden sein, daß „free rider" sich der Mithaftung entziehen.

Eine obligatorische Beteiligung der privaten Auslandsinvestoren erscheint deshalb unabdingbar. Sie könnten wie folgt in ein globales System der Krisenvorbeugung und -bekämpfung eingebunden werden:[16]

- Die privaten Auslandsinvestoren werden verpflichtet, für Länder mit erhöhtem Ausfallrisiko Krisenfonds mit finanziellen Einlagen oder entsprechenden Kreditlinien zu speisen. Die Krisenfonds für die betroffenen Länder wären privatwirtschaftlich durch Gläubigerausschüsse zu gestalten und zu verwalten. Die konkrete Ausformung der Krisenfonds kann weitgehend den privaten Gläubigern überlassen werden. Insbesondere wäre es die Aufgabe der Ausschüsse, alle relevanten Gläubiger zu erfassen und proportional zu ihrem Engagement in dem betreffenden Land zu Einlagen in den Krisenfonds zu veranlassen. Die Einlagesätze könnten sich an unterschiedlichen Länderrisiken und der Volatilität verschiedener Finanztransfers ausrichten.

---

15 Vgl. die ausführliche Analyse in *IMF* (1999).

16 Dieser Vorschlag findet sich bereits in *Nunnenkamp* (1998b).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

- Bei Eintritt einer Krise würde der IWF wie bisher prüfen, ob eine finanzielle Rettungsaktion sinnvoll ist und in welcher Höhe Finanzierungsbedarf besteht. Die finanziellen Erfordernisse würden aber nur zum geringeren Teil aus IWF-Mitteln (d. h. aus Steuergeldern) befriedigt. Der Großteil des Finanzpakets müßte von den privatwirtschaftlichen Krisenfonds bereitgestellt werden. Eine langwierige Koordination zwischen IWF und privaten Gläubigern entfiele, weil bereits Vorsorge für den Krisenfall getroffen worden ist. Wenn die akkumulierten Einlagen nicht ausreichen, müßte der betreffende Gläubigerausschuß eine Verpflichtung zu proportionalem Nachschießen durchsetzen.
- Dem Gläubigerausschuß stünde es frei, eine finanzielle Beteiligung an der Rettungsaktion zu verweigern. Bei einer Absage könnte der IWF dem Schuldnerland offiziell gestatten, die Bedienung von Forderungen privater Gläubiger auszusetzen. Die privaten Gläubiger müßten also auch im Fall der Nicht-Beteiligung am finanziellen Notprogramm damit rechnen, einen größeren Teil der Kosten aufgebürdet zu bekommen als bisher.

Dieser Vorschlag ist in keiner Hinsicht perfekt, trägt aber gerade dadurch dem obigen Dilemma Rechnung. Moral Hazard ist nicht gänzlich ausgeschaltet, weil der IWF weiterhin finanziell involviert wäre. Selbst ein rein privatwirtschaftlicher Versicherungsansatz wäre nicht frei von Moral Hazard. Für die Gläubigerausschüsse mag es schwierig sein, die privaten Einlagepflichten problemgerecht auszugestalten und durchzusetzen. Auch in Zukunft wären die Interventionsmittel begrenzt, d. h., es gäbe keinen mit unerschöpflichen Mitteln ausgestatteten Kreditgeber der letzten Instanz.

Es stünden aber mehr Interventionsmittel bereit, als der IWF allein aufbringen kann. Dies erscheint sinnvoll, weil selbst ohne Moral Hazard ein Risiko neuer Finanz- und Währungskrisen besteht und es die Weiterungen solcher Krisen zu begrenzen gilt. Gleichzeitig wird das Risikobewußtsein privater Auslandsinvestoren durch die Verpflichtung zur finanziellen Eigenvorsorge geschärft. Es wird der Gefahr begegnet, daß ein mit zusätzlichen Ressourcen und größeren Kompetenzen ausgestatteter IWF spekulative Übertreibungen der privaten Auslandsinvestoren induziert. Das Dilemma zwischen einem engeren finanziellen Sicherheitsnetz und einer adäquaten Lastenverteilung wird dadurch entschärft, daß in Zukunft nicht nur Steuergelder, sondern vermehrt auch Mittel aus privaten Quellen auf dem Spiel stünden.

Literatur

BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) (1998): Entwicklung des internationalen Bankgeschäfts und der internationalen Finanzmärkte, Quartalsbericht, November, Basel.

Calomiris, C. W. (1998): Blueprints for a New Global Financial Architecture, Columbia University, New York, Internet version (www.aei.org / sp / spcalomiris.htm).

Caplen, B. (1999): Where Will the Mud Stick?, in: Euromoney, February, S. 33 – 48.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Claassen, E.-M. (1985): The Lender-of-Last-Resort Function in the Context of National and International Financial Crises, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 121, S. 217–237.

Deutsche Bundesbank (1997): Finanzbedarf des Internationalen Währungsfonds in einem veränderten Umfeld, Monatsbericht, November, Frankfurt a.M., S. 57–67.

Dornbusch, R. (1999): Brazil Beyond Tropical Illusions, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, Mass., mimeo.

Edwards, S. (1998): Abolish the Fund, in: The Financial Times, November 13.

Eichengreen, B. (1999): Toward a New International Financial Architecture. A Practical Post-Asia Agenda, Institute for International Economics, Washington, D.C.

Fischer, S. (1999): On the Need for an International Lender of Last Resort. http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm.

Golder, S. M. (1999): Precautionary Credit Lines. A Means to Contain Contagion in Financial Markets? Kieler Diskussionsbeiträge 341, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

IIF (Institute of International Finance) (1999): Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises in Emerging Markets, Washington, D.C., Internet version (http://www.iif.com/pressrel/1999pr6.htm).

IMF (International Monetary Fund) (a): Balance of Payments Statistics Yearbook, Washington, D.C.

– (b): International Financial Statistics, Washington, D.C.

– (1998): International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Washington, D.C.

– (1999): Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises, Advance Copy, Internet version (http://www.imf.org/external/pubs/ft/series/01 privsecp.pdf).

Lal, D. (1998): Zeit zum Abschied für den Währungsfonds, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 1. Oktober: 19.

Mann, C. L. (1999): Market Mechanisms to Reduce the Need for IMF Bailouts, International Economics Policy Brief 99–4, Institute for International Economics, Washington, D.C.

Meltzer, A. H. (1998): Asian Problems and the IMF, in: The Cato Journal, Bd. 17, S. 267–274.

Nunnenkamp, P. (1998a): Boom and Bust in Capital Flows to Developing Countries. What South Asia Can Learn from Recent Financial Crises, Kieler Arbeitspapiere 853, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

– (1998b): Wirtschaftliche Aufholprozesse und „Globalisierungskrisen" in Entwicklungsländern. Implikationen für die nationale Wirtschaftspolitik und den globalen Ordnungsrahmen, Kieler Diskussionsbeiträge 328, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

– (1999): The Moral Hazard of IMF Lending. Making a Fuss about a Minor Problem? Kieler Diskussionsbeiträge 332, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

Reisen, H. (1999): After the Great Asian Slump. Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows, Policy Brief 16, OECD Development Centre, Paris.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Sachs, J. (1999): Self-inflicted Wounds, in: The Financial Times, January 22.

The Economist (1999): A Survey of Global Finance, January 30.

UNCTAD (1997): Handbook of International Trade and Development Statistics, TD / STAT. 23, United Nations, New York.

Vaubel, R. (1983): The Moral Hazard of IMF Lending, in: The World Economy, Bd. 6, S. 291 – 303.

World Bank (1998a): Global Development Finance, Washington, D.C.

– (1998b): World Development Indicators, CD-RoM, Washington, D.C.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Korreferat zum Vortrag von Peter Nunnenkamp

Von *Rabindra Nath Chakraborty,* St. Gallen

A. Einleitung

Eine Analyse von Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen hat sich der Frage zu stellen, inwieweit die Aktivitäten derjenigen Institutionen, zu deren erklärten Zielen die Abfederung der Negativwirkungen von Krisen zählt, nicht selbst Teil der Krisenursachen sind. Der Beitrag von Peter Nunnenkamp in diesem Band (*Nunnenkamp* 2000) untersucht diese Frage im Hinblick auf den Internationalen Währungsfonds (IWF). Nunnenkamp unternimmt darin den Versuch, einen empirisch schwer faßbaren Zusammenhang zu erhellen und der quantitativen Untersuchung zugänglich zu machen. Er gelangt zu dem Ergebnis, daß es „nicht gerechtfertigt [ist], dem IWF die Rolle eines Brandstifters zuzuschreiben, der Brände zu löschen trachtet, die er zuvor selbst gelegt hat."

Diese Gesamteinschätzung erscheint plausibel. Ebenso plausibel erscheinen zwei wirtschaftspolitische Empfehlungen von Nunnenkamp, denen zufolge der IWF nicht abgeschafft und der private Sektor in die Prävention sowie die Lösung von Finanzkrisen einbezogen werden sollte.

Dennoch wird der vorgetragenen Argumentation nicht gefolgt. So erscheint die von Nunnenkamp vorgenommene Eingrenzung der Fragestellung auf die Frage nach der Rolle des IWF als *alleinige* Krisenursache als zu restriktiv. Zudem ist die *Reichweite* der vorgetragenen empirischen Argumente als begrenzt einzuschätzen. Der von Nunnenkamp vorgeschlagene Ansatz zur Einbeziehung des Privatsektors erscheint schließlich als wenig praktikabel.

Die folgende Erörterung ist wie folgt strukturiert: Nach einer Würdigung der Eingrenzung der Fragestellung wird auf die Reichweite der empirischen Argumente eingegangen. Anschließend werden die wirtschaftspolitischen Empfehlungen Nunnenkamps behandelt.

B. Die Eingrenzung der Fragestellung

Nunnenkamp untersucht ein Argumentationsmuster, das die Kreditvergabe durch den IWF (insbesondere die umfangreichen Beistandskredite der Neunziger

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Jahre) als alleinige Ursache von Finanzkrisen ansieht und infolgedessen die Abschaffung des IWF als Kreditgeber fordert. Er verengt die Analyse der Rolle des IWF als Krisenursache auf die Frage, ob der durch den IWF induzierte moral hazard alle anderen Einflußfaktoren auf die Kreditvergabe des IWF dominiere. Nur hierdurch wird es ihm möglich, das vorgelegte empirische Material in seinem Sinne zu interpretieren. Diese Eingrenzung erscheint jedoch aus drei Gründen zu restriktiv:

Erstens wird das skizzierte Argumentationsmuster in den von Nunnenkamp angeführten Beiträgen (*Lal* 1998, *Meltzer* 1998, *Vaubel* 1983) nicht vertreten. Die Autoren fordern die Abschaffung des IWF in seiner jetzigen Form nicht, weil sie ihn als alleinige Krisenursache ansehen, sondern weil sie ihn als *dominante* Krisenursache betrachten und eine Abfederung der Negativwirkungen von Krisen nicht für wünschenswert halten. Nunnenkamps Argumentation überhöht dagegen die Argumente der IWF-Kritiker, um sie anschließend zu falsifizieren.

Lal (1998) hebt zwar hervor, daß der IWF „das eigentliche Problem" (und nicht etwa die Lösung) der Asienkrise darstelle. Er argumentiert jedoch weiter, daß die Kreditvergabe des Fonds den moral hazard in den Emerging Markets lediglich „verschärft" habe. Außerdem sei der Anstieg des systemischen Risikos, das beim Auftreten von Krisen im internationalen Finanzsystem ausgelöst werde, nicht so hoch, daß hierdurch die Stabilität des globalen Finanzsystems gefährdet wäre. Nach Lal können Finanzkrisen somit auch ohne die Existenz des IWF auftreten, wobei ihre Konsequenzen keine Kreditvergabe durch den IWF rechtfertigen. Ähnlich argumentiert *Vaubel* (1983, S. 294 f.), der eine Reihe unterschiedlicher Argumente gegen die Kreditvergabe durch den IWF untersucht, von denen moral hazard nur eines ist.

Meltzer (1998) weist zwar darauf hin, daß die Kreditvergabe des IWF im Zusammenhang mit der Asienkrise ein großer Fehler sei, da aufgrund des auf seiten der internationalen Banken induzierten moral hazards zukünftige Finanzkrisen wahrscheinlicher würden. Andererseits fordert er einen „wahren" internationalen Kreditgeber der letzten Instanz, der sich vom IWF in seiner heutigen Form darin unterscheide, daß er im Krisenfall Kredite zu Zinssätzen *oberhalb* des Marktzinssatzes vergebe (*Meltzer* 1998, S. 272–274). Diese Forderung ergäbe keinen Sinn, wenn Meltzer davon ausginge, daß nach der Abschaffung des IWF in seiner jetzigen Form keine Finanzkrisen mehr auftreten würden.

Die Einschätzungen der Autoren sind nicht überraschend. Denn die Identifikation des IWF als alleinige oder alle anderen Ursachen dominierende Krisenursache ist nicht erforderlich, um die Forderung nach Abschaffung des IWF (in seiner Rolle als Kreditgeber) zu begründen. Es genügt hierfür zu argumentieren, daß die Aktivitäten des IWF keinen Beitrag zur Vermeidung zukünftiger Krisen leisten und sein Beitrag zur Abfederung eingetretener Krisen entweder überflüssig oder ineffektiv ist (siehe z. B. *Vaubel* 1983).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Zweitens erscheint die Fixiertheit der Analyse auf den IWF als Institution problematisch. Denn der IWF ist Teil eines Systems internationaler Regime und informeller Vereinbarungen zur Abfederung der Negativwirkungen von Finanz- und Zahlungsbilanzkrisen. Insofern erscheint es sinnvoller, nicht allein den IWF, sondern die Existenz dieser Regime analytisch zur Disposition zu stellen. Die entscheidende Frage wäre dann, ob die Wirkung des moral hazard so stark ist, daß internationale Rettungsaktionen zugunsten der von Finanzkrisen betroffenen Volkswirtschaften nicht stattfinden sollten.

Eine Abschaffung des IWF würde dann zur Eliminierung der von Nunnenkamp diskutierten Erscheinungsformen des moral hazard auf internationaler Ebene führen, wenn der IWF in seinen Kreditvergabeentscheidungen autonom wäre und seine Kreditvergabe im Falle seiner Abschaffung nicht durch die anderer Institutionen ersetzt werden könnte. Dies ist jedoch nicht der Fall: Spätestens die Geschichte der Kreditvergabe an die Russische Föderation seit 1990 hat verdeutlicht, daß die Kreditvergabe des IWF durch die Interessen seiner wichtigsten Finanziers bestimmt ist. Die umfangreiche Unterstützung Mexikos im Jahr 1995 ging vor allem auf das Betreiben der USA zurück.

Damit stellt sich die Frage, ob das Ende des IWF auch das Ende internationaler Rettungsaktionen bedeuten würde. Angesichts der hohen Kosten, die mit einer Destabilisierung des globalen Finanzsystems verbunden sind, ist dies schwer vorstellbar. Es ist vielmehr zu erwarten, daß nach einer Abschaffung des IWF andere Institutionen (z. B. die Weltbankgruppe) dessen Funktion übernehmen würden. Dies wird auch daran deutlich, daß nur ein begrenzter Teil des Volumens der großen Rettungspakete der Neunziger Jahre aus IWF-Mitteln finanziert wurde.

Drittens existiert moral hazard nicht als isolierbarer krisenverursachender Faktor, sondern immer in Relation zu einer Situationsstruktur. Er kann gemessen werden als Abweichung des Verhaltens relevanter Akteure relativ zu einem effizienten Referenzzustand. Ändern sich die Parameter, die die zugrunde gelegte Situationsstruktur beschreiben, so ändert sich das Ausmaß der Verhaltensabweichung. Es ist daher schwierig, von Parameteränderungen auf die Veränderung des Ausmaßes von moral hazard zu schließen, ohne die Wirkungsweise von moral hazard genauer zu spezifizieren. Nunnenkamp skizziert in Abschnitt A einige Mechanismen, die erklären, weshalb moral hazard zu einer Ausweitung der Kapitalimporte führt. Er verzichtet jedoch auf ein Modell, das die Entstehung einer Finanzkrise erklärt. Zudem wäre es sinnvoll, die Rolle zusätzlicher Faktoren zu thematisieren, z. B. moral hazard auf nationaler Ebene (implizite oder explizite Garantien des Staates).

Es erscheint daher lohnend, die Analyse auszuweiten auf die Rolle, die moral hazard *als einer von mehreren* Faktoren spielt, welche für die Verursachung von Finanzkrisen in Entwicklungsländern verantwortlich sein können. Dies hätte erhebliche Konsequenzen für die Aussagekraft der von Nunnenkamp angeführten empirischen Sachverhalte.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Ein Beispiel ist der Rückgang der Kreditvergabe des IWF an alle Entwicklungsländer zusammengenommen, der in den Achtziger Jahren stattfand (Schaubild 1). Hierfür können Faktoren verantwortlich sein, die das Ausmaß von moral hazard mitbestimmen (Parameter) oder den Einfluß von moral hazard überlagern (zusätzliche Faktoren). Um zu argumentieren, daß moral hazard empirisch bedeutend ist, ist es nicht erforderlich zu behaupten, daß der Umfang der Kreditvergabe des IWF im Zeitablauf zugenommen habe. Wird der Einfluß des moral hazard durch andere Faktoren überlagert, so kann moral hazard bedeutend sein, obwohl die Kreditvergabe zeitweilig *abnimmt.* Eine Ursache könnte in den wirtschaftspolitischen Reformen liegen, die die Schuldnerländer als Antwort auf die Schuldenkrise der Achtziger Jahre durchgeführt haben.

Auch im Hinblick auf weitere von Nunnenkamp angeführte Indikatoren könnte argumentiert werden, daß diese auch von anderen Faktoren als moral hazard beeinflußt worden seien. Dies gilt z. B. für den Anstieg der Devisenreserven der Entwicklungsländer in Relation zu den ausstehenden Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF, für den (insignifikanten) Zusammenhang zwischen dem Regime fester Wechselkurse und der Kreditvergabe durch den IWF oder für die Verschiebungen in der Struktur der Kapitalbilanzen der Entwicklungsländer.

C. Die Reichweite der empirischen Argumente

Selbst wenn die von Nunnenkamp vorgenommene Verengung der Analyse akzeptiert wird, ergeben sich bei einigen der angeführten empirischen Argumente Probleme: Der Autor verweist auf den geringen Anteil der Kreditvergabe des IWF an einer Reihe von Vergleichsaggregaten wie z. B. dem BIP aller Entwicklungsländer (Tabelle 1) und folgert hieraus, daß die Kreditvergabe des IWF „zu gering" sei, um „schwerwiegendes moral hazard zu induzieren". Hier bleibt zunächst unklar, worin das Vergleichskriterium besteht. Welcher Anteil der IWF-Kreditvergabe am Bruttoinlandsprodukt der Entwicklungsländer würde z. B. ausreichen, um „schwerwiegendes" moral hazard zu induzieren?

Zudem ist zu berücksichtigen, daß andere potentielle Kreditgeber die Vergabe von Krediten an Länder, die sich in einer Zahlungsbilanzkrise befinden, von der Kreditvergabe durch den IWF abhängig machen. In diesem Sinne erfüllt der IWF die Rolle eines Katalysators, die weit über die Höhe seiner eigenen Kreditvergabe hinausgeht. An den „Rettungspaketen", die nach dem Beginn der Asienkrise zusammengestellt wurden, war eine Vielzahl von Akteuren beteiligt. So enthielt der Beistandskredit in Höhe von 17,2 Mrd. $, der Thailand im August 1997 gewährt wurde, Beiträge vom IWF, der Weltbank, der Asiatischen Entwicklungsbank, Japan, Australien, der VR China, Hong Kong, Indonesien, Korea, Singapur und Malaysia. Die Höhe der Kreditvergabe des IWF allein zu betrachten, unterschätzt die Bedeutung des Fonds.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Nunnenkamp unterstellt ferner, daß eine Konzentration der Kreditvergabe des IWF auf wenige Länder das Auftreten von moral hazard begünstige. Er zeigt dann, daß Unterschiede in der Höhe der Kreditvergabe zwischen Entwicklungsländern durch Unterschiede im Bruttoinlandsprodukt oder in der Bevölkerungszahl dieser Länder erklärt werden können. Die positive Korrelation der Höhe der Kreditvergabe je Entwicklungsland mit dem BIP ist jedoch konsistent mit der Existenz von bedeutendem moral hazard. Hier kommt es allerdings darauf an, wie der Begriff des moral hazard operationalisiert wird.

Eine naheliegende Operationalisierung würde hervorheben, daß sich moral hazard in einer im Verhältnis zu wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit exzessiven Kreditaufnahme im Ausland vor Eintreten einer Zahlungsbilanzkrise manifestiert. Können die Auslandsschulden nicht mehr bedient werden (oder können keine weiteren Kredite aufgenommen werden), so entsteht eine Zahlungsbilanzkrise. Wird die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit an der Höhe des BIP gemessen, so wäre der Indikator für moral hazard der Umfang der exzessiven Kreditaufnahme im Ausland, bezogen auf das BIP. Wird ferner davon ausgegangen, daß eine höhere exzessive Kreditaufnahme vor Eintritt der Zahlungsbilanzkrise zu einem höheren Volumen an Beistandskrediten führt, so ergibt sich genau der von Nunnenkamp herausgestellte Zusammenhang: Länder mit höherem BIP können selbst dann ein höheres absolutes Volumen an Beistandskrediten aufweisen, wenn der relative Umfang ihrer exzessiven Kreditaufnahme (relativ zum BIP) gleich hoch war.

Schließlich weist Nunnenkamp darauf hin, daß es keine empirischen Indizien dafür gebe, daß Länder mit hohen Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF eine „unsolide" Wirtschaftspolitik verfolgt hätten. Nunnenkamp verwendet hierbei die Inflationsrate als Indikator für die ökonomische Nachhaltigkeit der Wirtschaftspolitik. Wird unter „unsolider" Wirtschaftspolitik eine Wirtschaftspolitik verstanden, die dauerhafte Wohlfahrtsverluste hervorruft, so ist dem entgegenzuhalten, daß es Ursachen „unsolider" Wirtschaftspolitik gibt, die nicht notwendigerweise zu einem Anstieg der Inflationsrate führen. So kann eine unvollständige Liberalisierung in einer weitgehend regulierten und infolgedessen durch allokative Ineffizienzen gekennzeichneten Ökonomie in eine Zahlungsbilanzkrise münden, ohne daß dies von dauerhaft hoher Inflation begleitet sein muß. Ein Beispiel ist die Liberalisierung der Importe in einem ansonsten durch Importsubstitution bestimmten wirtschaftspolitischen Umfeld, wie sie etwa im Vorfeld der Zahlungsbilanzkrise Indiens von 1990/91 stattfand.

D. Die wirtschaftspolitische Empfehlung

Den beiden wirtschaftlichen Empfehlungen Nunnenkamps – Festhalten an der Rolle des IWF als Kreditgeber und die Beteiligung des privaten Sektors an den Kosten der Finanzkrisen – ist zuzustimmen. Der Begründung wird jedoch in einigen Punkten nicht gefolgt:

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

In seiner empirischen Analyse gelangt Nunnenkamp zu dem Ergebnis, daß „moral hazard in der Vergangenheit von untergeordneter Bedeutung war". Gleichwohl lehnt er eine Ausweitung der Kreditvergabemöglichkeiten des IWF mit der Begründung ab, daß hierdurch „schwerwiegende Anreizprobleme" heraufbeschworen würden. Hier bleibt unklar, weshalb die bloße Ausweitung der Ressourcenausstattung des IWF dazu führt, daß moral hazard eine dominante Wirkung entfaltet. Wird ein höheres Kreditvolumen mit einer restriktiveren Gestaltung und weitergehenden Durchsetzung wirtschaftspolitischer Auflagen gekoppelt, so kann moral hazard auch unter diesen Umständen in Grenzen gehalten werden. Die Ablehnung des Vorschlages, dem IWF die Rolle eines internationalen Kreditgebers der letzten Instanz zuzuweisen, wäre eher damit zu begründen, daß der IWF in diesem Falle als globale Zentralbank agieren müßte. Dies setzt aber eine Übereinstimmung in den geld- und finanzpolitischen Zielen der nationalen Regierungen voraus, die mittelfristig unerreichbar ist (vgl. *Eichengreen* 1999, S. 93–95). Der Bruch in Nunnenkamps Argumentation ist eine Konsequenz der im empirischen Teil getroffenen analytischen Vorentscheidung, moral hazard nicht als einen von mehreren (potentiell gleichberechtigten) krisenverursachenden Faktoren, sondern als einzigen (dominanten) Faktor zu analysieren.

Was die Kostenbeteiligung des privaten Sektors betrifft, schlägt Nunnenkamp die Einrichtung von Krisenfonds auf Länderebene vor. Hier ist allerdings zu fragen, ob nicht ähnliche Probleme auftreten werden wie sie Nunnenkamp in seiner Kritik der Vorschläge von *Calomiris* (1998) und *Edwards* (1998) benennt. Da die finanzielle Ausstattung der Krisenfonds die länderspezifischen Risiken widerspiegeln soll, wird eine Anpassung erforderlich, wenn sich die Risiken verändern. Diese kann jedoch – ähnlich wie beim Zurückziehen einer Kreditzusage für den Krisenfall (z. B. einer *contingent credit line*) durch den IWF – selbst eine Finanzkrise auslösen: Ein Land, bei dem zunehmende Risiken dazu führen, daß die Beitragssätze für den Krisenfonds steigen, wird sich in gleichem Maße einem Vertrauensverlust ausgesetzt sehen wie ein Land, bei dem die (grundsätzliche) Zusage von Liquiditätshilfen durch einen als Kreditgeber der letzten Instanz agierenden IWF wieder zurückgezogen wird. Der Einfluß der Krisenfonds auf die Märkte würde sich in dieser Hinsicht unterscheiden von dem der Rating-Agenturen: Da die Mitglieder des Krisenfonds eigene Investitionen verlieren würden, würde ihr Verhalten als ein viel stärkeres Signal interpretiert werden als das der Rating-Agenturen. Die Krisenfonds würden zudem stärker proaktiv agieren, was zu einer weiteren Destabilisierung der Märkte beitragen kann.

Darüber hinaus verzichtet Nunnenkamp darauf darzulegen, wie die Beitragspflicht der Mitglieder der Krisenfonds durchgesetzt werden soll. Sollen die Krisenfonds auf freiwilliger Basis eingerichtet werden, so stellt sich die Frage, welche Anreize dazu geeignet sind, die Selbstorganisationsfähigkeit einer Gruppe von Investoren zu stärken, die so unterschiedliche Akteure wie Banken, Pensionsfonds, Investment fonds oder *hedge funds* umfaßt. Zudem ist nicht ersichtlich, wie die geforderte Nachschußpflicht der Mitglieder des Krisenfonds *im Krisenfall* durchge-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

setzt werden kann. Akteure, die ihre Investitionen infolge der Krisensituation gerade aufgelöst haben, besitzen keinen Anreiz, die soeben abgezogenen Mittel über den Krisenfonds wieder im Land zu investieren. Werden die Nachschußzahlungen nicht geleistet, so muß die Lücke durch den IWF und andere multilaterale Regime geschlossen werden.

Sollen die Fonds auf Zwangsmitgliedschaften basieren, so müßten diese durch die nationalen Gesetzgebungen in den Herkunfts- und Empfängerländern der Kapitalflüsse verordnet und international abgestimmt werden. In diesem Zusammenhang wäre zu klären, welche Anreize auf seiten der nationalen Regierungen dazu geeignet sind, entsprechende Gesetzgebungsprozesse einzuleiten.

Ist eine Finanzkrise eingetreten, so soll die finanzielle Beteiligung des Krisenfonds an den Kosten der Krise dadurch sichergestellt werden, daß der IWF dem Krisenland die Aussetzung des Schuldendienstes an die privaten Gläubiger gestatten kann, sofern diese die Beteiligung verweigern. Diese Drohung ist jedoch nicht glaubhaft: Der durch das einseitige Schuldenmoratorium hervorgerufene langfristige Vertrauensverlust wäre für viele Länder größer als der Nutzen der Aussetzung. Denn der Vertrauensverlust würde sich nicht nur in einem vorübergehenden Verlust des Zugangs zum internationalen Kapitalmarkt manifestieren. Darüber hinaus würde die Einschätzung des Länderrisikos von den Marktteilnehmern nach oben korrigiert, so daß die Risikoprämie auf den Zins stiege. Damit wäre mittel- und langfristig eine Zunahme der Kosten der externen Finanzierung zu erwarten.

In diesem Zusammenhang könnte argumentiert werden, daß diese Kostenzunahme gering ausfallen würde, da das Schuldenmoratorium die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit des Schuldnerlandes stärkt und damit auch dessen langfristige Rückzahlungsfähigkeit in bezug auf zukünftige Kredite erhöht. Ob dieser Effekt stark ist, kann jedoch nur von Fall zu Fall entschieden werden. Der Vorschlag von Nunnenkamp sieht jedoch eine allgemeine Regel vor, die der Disziplinierung der privaten Gläubiger dient. Es ist zu erwarten, daß diese darauf mit entsprechenden Risikoprämien reagieren werden.

M.E. sollte die Einbeziehung des Privatsektors in die Vorbeugung und die Bewältigung von Krisen stärker auf Dezentralität und Freiwilligkeit setzen. Die Rolle des IWF sollte in erster Linie darauf ausgerichtet sein, die Einführung internationaler Standards durch den Privatsektor zu unterstützen sowie die Aufnahme direkter Verhandlungen zwischen Schuldnern und privaten Gläubigern zu fördern (vgl. im folgenden *Eichengreen* 1999).

Was die *Krisenvorbeugung* betrifft, könnten bereits bestehende Institutionen des privaten Sektors stärker in die Definition internationaler Standards in den Bereichen Buchhaltung, Wirtschaftsprüfung, Konkursrecht und Gläubigerschutz einbezogen werden. Der IWF sollte gemeinsam mit der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich die Akzeptanz dieser Standards auf den Märkten und ihre Umsetzung in nationales Recht unterstützen sowie seine eigene Kreditvergabe von

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ihrer Einhaltung abhängig machen. Zudem sollte er allen Marktteilnehmern Informationen über die Einhaltung dieser Standards verfügbar machen.

Was die *Bewältigung von Finanzkrisen* betrifft, sollte der IWF eine stärkere Rolle bei der Koordination von Verhandlungen zwischen privaten Gläubigern und öffentlichen oder privaten Schuldnern einnehmen: „Avoiding both routine rescues and devastating defaults will require creating a more orderly way of restructuring problem debts" (*Eichengreen* 1999, S. 15). Zudem könnte der IWF bereits bei der Formulierung von Kreditvereinbarungen zwischen privaten Gläubigern und (öffentlichen oder privaten) Schuldnern darauf hinwirken, daß Vereinbarungen getroffen werden, die gegebenenfalls eine Umschuldung erleichtern. Hierbei ist es allerdings wichtig, daß diese Regeln in möglichst alle neuen Kreditvereinbarungen aufgenommen werden, da sonst die Gefahr adverser Selektion besteht. Diese Vereinbarungen sollten daher den Charakter allgemeiner Geschäftsbedingungen besitzen. Hierzu zählen Regeln zur Vertretung aller Schuldner (z. B. der Anteilsinhaber einer Anleihe) durch einen Treuhänder sowie Mehrheitsregeln. Mehrheitsregeln für die Zustimmung aller Gläubiger zu einer Umschuldungsvereinbarung können verhindern, daß eine sinnvolle Vereinbarung durch eine Minderheit unter den Gläubigern blockiert wird.

Permanente Gläubigervertretungen können zudem in einen regelmäßigen Informationsaustausch mit den Schuldnern treten. Dies würde es öffentlichen Schuldnern ermöglichen, ihre Gläubiger regelmäßig über ihre Politik zu informieren, ohne daß dies von den Märkten als Signal für eine Notlage wahrgenommen würde. Der regelmäßige Informationsaustausch ermöglicht die Entstehung von Vertrauen und senkt die Transaktionskosten für den Aufnahme von Verhandlungen im Krisenfall. Zudem können die Gläubiger problematische Entwicklungen frühzeitig erkennen. Der IWF könnte die Einrichtung derartiger Komitees unterstützen. Auf seiten der Finanzminister der G7 sind einige dieser Vorschläge auf positive Resonanz gestoßen (vgl. G7-Finanzminister 1999).

Literatur

Calomiris, C. W. (1998): Blueprints for a New Global Financial Architecture. Columbia University, New York. Internet version (www.aei.org/sp/spcalomiris.htm).

Edwards, S. (1998): IMF: Abolish the Fund, in: The Financial Times, November 13.

Eichengreen, Barry (1999): Toward a new international financial architecture. Institute for International Economies, Washington D.C.

G7-Finanzminister (1999): Stärkung der internationalen Finanzarchitektur – Bericht der G7-Finanzminister an den Wirtschaftsgipfel in Köln, 18.-20. Juni 1999, http://www.g-8.de/06/00116/index.html.

Lal, D. (1998): Zeit zum Abschied für den Währungsfonds, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 1. 10. 1998, S. 19.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Meltzer, A. H. (1998): Asian Problems and the IMF, in: The Cato Journal 17 (3), S. 267–274.

Nunnenkamp, P. (2000): Der IWF als Krisenursache?, in: Schubert, R. (Hrsg.): Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungkrisen, Berlin 2000.

Vaubel, R. (1983). The Moral Hazard of IMF Lending, in: The World Economy 6 (3), S. 291–303.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Autorenverzeichnis

Dr. *Torsten Amelung,* Ruhrkohle AG, Rellinghauser Str. 1, D-45128 Essen

Dr. *Rabindra Nath Chakraborty,* Universität St. Gallen, Büro IWÖ-HS 6, Tigerbergstr. 2, CH-9000 St. Gallen

Prof. Dr. *Heinz-Günter Geis,* Freie Universität Berlin, Institut für Bank und Finanzwirtschaft, Garystrasse 21, D-14195 Berlin

Prof. Dr. *Andreas Hauskrecht,* FU Berlin, Abt. Wirtschaftswissenschaften, Kaiserswerther Str. 16 – 18, D-14195 Berlin

Prof. Dr. *Rainer Klump,* Abteilung Wirtschaftspolitik, Universität Ulm, D-89069 Ulm

Dr. *Matthias Lutz,* Universität St. Gallen, Institute of Economics, Dufourstr. 48, CH-9000 St. Gallen

Prof. Dr. *Lukas Menkhoff,* Rheinisch-Westfälische Technische Hochschule Aachen, D-52056 Aachen

Prof. Dr. *Hans-Peter Nissen,* Universität Paderborn, FB Wirtschaftswissenschaften, Warburger Str. 100, D-33098 Paderborn

Dr. *Peter Nunnenkamp,* Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Düsternbrooker Weg 120, D-24105 Kiel

Dr. *Hans Christoph Rieger,* Universität Heidelberg, Südasien-Institut, Im Neuenheimer Feld 330, D-69120 Heidelberg

Prof. Dr. *Renate Schubert,* Institut für Wirtschaftsforschung, Eidgenössische Technische Hochschule, Weinbergstrasse 35, CH-8092 Zürich

Prof. Dr. *Eva Terberger-Stoy,* Universität Heidelberg, Alfred Weber-Institut für Sozial- und Staatswissenschaft, Grabengasse 14, D-69117 Heidelberg

Prof. Dr. *Wolfgang Veit,* Fachhochschule Köln, Claudiusstrasse 1, D-50678 Köln

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50306-3 | Generated on 2025-07-05 15:17:53
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/