

Wing Theye Woo **Ostasien:**
Krise und
Erholung

Die Zeit von 1997 bis 1998 war für die asiatischen Anrainerstaaten des Pazifik äußerst schwierig. In Indonesien, Malaysia, Südkorea und Thailand sank die Leistung der Wirtschaft auf den schlechtesten Stand seit dreißig Jahren; 1998 ging sie um sechs bis 14 Prozent zurück. Die daraus entstehenden wirtschaftlichen Härten lösten in diesen Ländern politische und soziale Umwälzungen aus. In Indonesien, Südkorea und Thailand wurde jeweils die Regierung abgelöst, und in dem früher politisch so ruhigen Malaysia brach ein erbitterter Kampf um die Macht aus. Genau diese Länder hatte die Weltbank einmal als „volkswirtschaftliche Wunder“ bezeichnet – als Vorbilder, deren wirtschaftlicher Entwicklung alle anderen Entwicklungsländer nacheifern sollten.¹⁾ Viele Beobachter haben aufgrund dieser Wende ihre Entwicklungsansätze revidiert und sich gefragt, ob man die Volkswirtschaften im asiatisch-pazifischen Raum nicht – wie die des Sowjetblocks – als „wirtschaftliche Luftspiegelungen“ bezeichnen sollte. Krankt der Kapitalismus der Seilschaften wie die Planwirtschaft denn wirklich an einem tödlichen Defekt?

Der Vorwurf, die wirtschaftlichen Institutionen der asiatisch-pazifischen Volkswirtschaften seien fehlerhaft (so wurde z.B. das Bankwesen nur ungenügend beaufsichtigt und es bestanden geheime Absprachen zwischen dem *Big Business* und bestimmten Regierungsbeamten), ist sicherlich berechtigt. Völlig unberechtigt wäre es aber, daraus den weitergehenden Vorwurf abzuleiten, dass durch die „innere Fäulnis“ dieser wirtschaftlichen Institu-

Die Jahre 1997 und 1998 bescherten Ostasien eine Finanzkrise, deren Struktur keineswegs so „typisch asiatisch“ war, wie der IWF lange Zeit behauptet hat. Ihr generischer Charakter zeigte sich vielmehr 1998, als Lateinamerika, Südafrika und Russland von der gleichen Krise betroffen waren. Über den Ursprung der Ereignisse in Ostasien gibt es indes verschiedene Theorien. Wahr ist, dass die Folgen einer ohnehin problematischen makroökonomischen Politik auf den Märkten der Schwellenländer durch destabilisierende Faktoren der globalen Finanzmärkte verschärft wurden – eine Lage, die der IWF durch sein Fehlverhalten, so z.B. durch seinen Rat einer drastischen Erhöhung der Zinssätze, zusätzlich verschlimmerte. Zur Vermeidung ähnlicher Szenarien in der Zukunft sind mehrere Schritte dringend geboten. Zu ihnen zählen neben der Reform der Finanzmärkte und der gründlicheren Analyse des globalen Kapitalismus durch die regionalen und nationalen Entscheidungsträger vor allem Reformen im IWF selbst, dessen Arbeit nach einem Austausch der bisherigen Parameter transparenter zu gestalten und nachhaltiger zu kontrollieren sein wird.

nen ihr gleichzeitiger Zusammenbruch herbeigeführt und eine Wirtschaftskrise ausgelöst worden sei, die die gesamte Region erfasste. Der zweite Vorwurf ist in etwa damit gleichzusetzen, dass man sich bei einem Gespräch über den Orkan Mitch ausschließlich auf die Abholzung der Wälder in Mittelamerika konzentriert, ohne die tatsächlich angerichteten Schäden überhaupt zu beachten. Politische Versager haben zwar durchaus ihre Bedeutung, aber sie sind nur ein Teil des finanziellen Unwetters in Asien. Dem finanziellen „Orkan“ selbst kommt mindestens genauso viel Bedeutung zu, und dies gilt ganz besonders für die Tendenz der internationalen Finanzmärkte zur Überreaktion auf positive wie negative Neuigkeiten. Schließlich war es die Panik der internationalen Anleger, durch die die asiatisch-pazifischen Länder 1998 in die Knie gezwungen wurden. Glücklicherweise erholt sich die Wirtschaft der Region dank ihrer grundlegenden Stärken schneller als allgemein vorhergesagt.

Generell kann man sagen, dass es an der Finanzkrise in Asien nur wenig gab, was man als typisch asiatisch hätte bezeichnen können. Zwar wurde die Krise von offiziellen Stellen in Washington, allen voran der Internationale Währungsfonds (IWF), als eine Krise des asiatischen Kapitalismus diagnostiziert, aber 1998, als sich die Krise nach Russland, Südafrika und Lateinamerika ausbreitete, wurde nur allzu klar, dass sie generischer Natur war. Anstelle einer asiatischen Krise sah sich die Welt mit einer globalen Krise konfrontiert, die die schnelle Entwicklung des globalen Kapitalismus in einer Welt reflektierte, die sich an die Integration der entwickelten Länder und der Entwicklungsländer noch nicht hatte gewöhnen können. Devisen Krisen, wie sie 1994/95 in Mexiko und Argentinien sowie – vermittelt durch den „Tequila-Effekt“ des Jahres 1995 – in weniger schwerer Form auch in den übrigen lateinamerikanischen Ländern auftraten, waren besonders auffällige Vorläufer der Finanzmarktkrise, die im asiatisch-pazifischen Raum in der Mitte des Jahres 1997 ausbrach. Die Finanzkrise in Asien ist eigentlich nur einer von vielen Fällen von Panik unter den internationalen Kreditgebern, obwohl natürlich bestimmte für Asien charakteristische Bedingungen für das Einsetzen dieser Panik 1997 verantwortlich waren.

1) World Bank, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy* (Oxford University Press, New York 1993).

In den einzelnen asiatischen Ländern wurden – abhängig von den jeweiligen politischen Reaktionen und strukturellen Bedingungen – verschiedene schwere wirtschaftliche Schäden angerichtet. Wichtig waren in diesem Zusammenhang z.B. die Höhe der internationalen Verschuldung, der Anteil kurzfristiger Kredite an dieser Verschuldung, die Qualität der gesetzlichen Regulierungen für den Finanzsektor, die Höhe der Fremdwährungsreserven, die den Währungshütern zur Verfügung standen, die Zähigkeit, mit der der jeweilige Wechselkurs verteidigt wurde, die Intensität, mit der die Schließung von Banken und die Festsetzung hoher Zinssätze nach Art des IWF betrieben wurde (wobei sich das Ausmaß der kurzfristigen Schäden oft eher erhöhte als verringerte, wenn man sich an die Programme des IWF hielt), und die Fähigkeit des jeweiligen politischen Systems, sich mit wirtschaftlichen Schocks auseinanderzusetzen, ohne die soziale Stabilität dabei aufzugeben. Die Lösung der Krise erfordert Reaktionen sowohl auf internationaler Ebene, wo die Mängel des sich langsam entwickelnden globalen kapitalistischen Systems behoben werden müssen, als auch auf regionaler und nationaler Ebene, damit Asien seine Konkurrenzfähigkeit in einer globalisierten Wirtschaft erhalten und verbessern kann.

In anderer Hinsicht jedoch gehen die Meinungen der Experten noch weit auseinander. Dies gilt z.B. für die Ursachen der Krise (national/international), die Gründe für die extreme Anfälligkeit Asiens (schlechte Politik/Instabilität des Privatsektors), die angemessenen politischen Reaktionen (finanzielle Orthodoxie à la IWF/finanzielle Heterodoxie in verschiedenen Formen) und für die Art und Weise, in der die Wiederholung einer solchen Krise in Zukunft am besten verhindert werden kann (Reformen auf nationaler Ebene/neue globale Architektur). Unserer Ansicht nach lag der Ursprung der Krise in bestimmten nationalen Schwächen, die durch gewisse Lücken im internationalen Finanzsystem noch wesentlich verstärkt wurden. Die anfangs von Washington empfohlenen politischen Maßnahmen waren völlig unangebracht und verschlimmerten die Lage, anstatt sie zu verbessern; dies gilt besonders für die Empfehlung, die Zinssätze abrupt zu erhöhen und zahlreiche Finanzinstitute zu schließen. Zudem müssen sowohl

auf nationaler wie auch auf internationaler Ebene Maßnahmen ergriffen werden, wenn weitere Krisen auf Dauer verhindert werden sollen; hierzu gehört eine grundlegende Änderung der Wechselkurs-Stra tegie genauso wie die Erkenntnis, dass kurzfristige Kapitalströme grundsätzlich mit dem Risiko der Instabilität behaftet sind.

Die Vielzahl der miteinander konkurrierenden Erklärungen für die Finanzkrise in Asien erinnert an die Ergebnisse der Autopsien, die nach dem Vorüberziehen eines Orkans an den Todesopfern vorgenommen werden. So ist bei körperlich geschwächten Personen, die sich um ihre Gesundheit nicht besonders kümmern, der Tod manchmal auf eine Lungenentzündung zurückzuführen (die Theorie der „inneren Fäulnis“). Andere wiederum wurden von umstürzenden Bäumen erschlagen (die Theorie der finanziellen Ansteckung). Wieder andere starben im Krankenwagen auf dem Transport in die Klinik, weil ihnen Stickstoff statt Sauerstoff verabreicht wurde (makroökonomische Verfehlungen des IWF). Nach unserem Urteil lässt sich nur die erste Abwertung des Baht im Juli mit einiger Berechtigung mit der Theorie der „inneren Fäulnis“ erklären²⁾. Der Zusammenbruch, der in Thailand im August 1997 nach der Unterzeichnung des ersten IWF-Programms einsetzte, war das Ergebnis eines makroökonomischen Kunstfehlers, der eine Finanzpanik auslöste. Die nachfolgende Abwertung verschiedener anderer Landeswährungen in Ostasien ist hauptsächlich auf finanzielle Ansteckung zurückzuführen; in manchen Fällen sank auch die volkswirtschaftliche Gesamtleistung aufgrund einer allzu sparsamen makroökonomischen Politik. Die Tatsache, dass die nach der Mitte des Jahres 1998 in Thailand, Indonesien und Südkorea durchgeführten IWF-Programme der makroökonomischen Politik der ersten Programm genau zuwiderliefen, die der IWF diesen Ländern aufoktroyiert hatte, ist praktisch gleichbedeutend mit einem Eingeständnis makroökonomischer Kunstfehler.

Allgemein am wichtigsten ist dabei die Erkenntnis, dass die Entscheidungsträger auf globaler und nationaler Ebene wie auch Geschäftsleute überall auf der Welt sich mit dem globalen Kapitalismus besser vertraut machen müssen. All diese Teilnehmer an der neuen globalen Wirtschaft müssen sich darüber im

2) In seinem Beitrag „Managing the Instability from the Globalisation of Financial Markets“, *ASEAN Economic Bulletin*, Jahrgang 17, Nr. 2 (August 2000) untermauert Wing Thye Woo dieses Argument mit den Fluktuationen der Risikoprämien für die Eurodollar-Schuldverschreibungen, die von Unternehmen in den verschiedenen asiatischen Ländern ausgegeben wurden.

Klaren sein, welche Schocks von den Prozessen der tiefgreifenden wirtschaftlichen Integration und der institutionellen Harmonisierung, die zu den zentralen Kräften des globalen Kapitalismus zählen, verstärkt und verbreitet werden. Nur in klarer Erkenntnis der neuen Realitäten kann die starke Gemeinschaft der Welt echte Vorbeugungsmaßnahmen zur Abwendung zukünftiger Krisen ergreifen, und nur so kann sich Asien schnell von der schweren Krise erholen, die die ganze Region befallen hat. Kurz, wir müssen uns der Herausforderung stellen und einen dem globalen Kapitalismus angemessenen politischen Rahmen sowie neue wirtschaftliche Strategien erarbeiten.

Die hauptsächlichen Schlussfolgerungen aus unserer Analyse sind: Die Finanzkrise entstand aus einer Wechselwirkung zwischen 1. einer problematischen makroökonomischen Politik (besonders im Bereich der Wechselkurse) auf den Märkten der Schwellenländer; 2. Mängeln in den finanziellen Sektoren der Kreditnehmerländer; und 3. systemimmanenteren destabilisierenden Faktoren der globalen Finanzmärkte. Diese Probleme traten wiederum in eine Wechselwirkung mit einigen gravierenden Schwächen in der Konkurrenzfähigkeit Asiens und lösten so die Finanzkrise aus. Dass die asiatischen Krisenwirtschaften sich 1999 so abrupt wieder erholten, widerspricht der Ansicht des IWF, dass der Einbruch der wirtschaftlichen Gesamtleistung hauptsächlich auf „innere Fäulnis“ zurückzuführen sei, und dass sich die Wirtschaft nur nach intensiven Umstrukturierungsmaßnahmen wieder erholen könne. Einerseits gehen wir also mit der Empfehlung des IWF konform, weitreichende innenpolitische Reformen durchzuführen, andererseits sind wir aber auch der Ansicht, dass die internationale Finanzarchitektur ebenfalls weitgehender Reformen bedarf, und zwar besonders im Hinblick auf die Gestaltung der für Entwicklungsländer geltenden makroökonomischen Politik, die Regulierung der internationalen Kapitalströme, eine Revision der Rolle des IWF sowie der verschiedenen Agenturen der Vereinten Nationen und anderer Institutionen und schließlich eine Neugestaltung des gesamten Systems internationaler Finanzhilfen, wozu auch eine beschleunigte Verringerung der Schuldenlast gehört.

■ Die besonderen Gegebenheiten einer Finanzkrise

Bevor wir uns mit den besonderen Gegebenheiten der asiatischen Krise befassen, müssen wir zunächst einmal klären, wie die internationalen Kapitalmärkte im Rahmen des neuen globalen kapitalistischen Systems funktionieren – oder versagen. Wir werden uns deshalb zunächst mit einigen allgemeinen theoretischen Konzepten und erst danach mit den Geschehnissen in Asien selbst befassen.³⁾

3) Das Phänomen der finanziellen Ansteckung ist mit rationalen Erwartungen theoretisch vereinbar; vergleiche hierzu Wing Thye Woo, „Some Evidence of Speculative Bubbles in the Foreign Exchange Markets“, *Journal of Money, Credit and Banking* (November 1987).

Charakteristisch für Finanzkrisen auf den Märkten von Schwellenländern, wie z.B. in Asien 1997/98, ist ein abrupter Richtungswchsel des Nettokapitalflusses, sodass dem Land innerhalb eines Jahres plötzlich mehr Kapital entzogen wird als ihm zufließt. Bei Entwicklungsländern mit hoher Auslandsverschuldung läuft ein solcher Krisenprozess normalerweise in drei Phasen ab. In der ersten Phase steigt der Wechselkurs der Landeswährung aufgrund bestimmter makroökonomischer Ereignisse in der Binnen- oder Außenwirtschaft des Landes bis zur Überbewertung an. In der zweiten Phase wird versucht, diesen Wechselkurs zu halten, wobei die Zentralbank einen bedeutenden Teil ihrer Devisenreserven verliert. In der dritten Phase wird im Allgemeinen die Landeswährung abgewertet, und dies führt zusammen mit dem Abbau der Fremdwährungsreserven dazu, dass ausländische Investoren in Panik geraten und ihr kurzfristig angelegtes Kapital eilig abziehen. In den meisten Fällen wird diese Panik durch die Abwertung selbst ausgelöst, die wiederum aus der Erschöpfung der Devisenreserven resultiert. Der panische Abzug aller kurzfristigen Anlagen wiederum löst einen makroökonomischen Kollaps aus, zu dessen Kennzeichen ein abrupter wirtschaftlicher Abschwung, steil ansteigende Zinssätze, sinkende Aktienkurse und eine frei fallende Währung gehören.

Manche Beobachter machen für solche Krisen die Abwertung der Landeswährung verantwortlich, da die Panik fast immer auf die Abwertung folgt. Jedenfalls war das auch in Asien so, denn der Ausbruch der asiatischen Krise folgte fast ohne Verzögerung auf die unerwartete Abwertung des thailändischen Baht am 2. Juli 1997. Auch die schwere Krise in Korea folgte einer Abwertung des koreanischen Won im Dezem-

ber 1997. Daraus wie auch aus den Ereignissen bei der Abwertung der mexikanischen Währung im Dezember 1994 ziehen diese Beobachter den Schluss, dass der Wechselkurs einer Währung ein für alle Mal festgesetzt werden müsse und auf keinen Fall schwanken dürfe. Diesem Urteil stimmen wir nicht zu. Unserer Ansicht nach wird der Panik nicht durch eine Abwertung, sondern durch die Verteidigung des Wechselkurses vor Beginn der Krise Tür und Tor geöffnet. Allmählich sinkende Wechselkurse sind an sich noch nichts Schädliches; das beweist die erfolgreiche Entwicklung vieler Länder mit flexiblen Wechselkursen, wie z.B. Chile, Kanada, Australien und Neuseeland.

Angerichtet wird der Schaden in Wirklichkeit durch den Abbau der Fremdwährungsreserven bei dem Versuch, eine überbewertete Währung zu stützen. Wenn die Abwertung einer solchen Plünderung der Devisenreserven direkt auf dem Fuße folgt, kann dies zu einer Panik führen, woraus zu lernen ist, dass man den Wechselkurs durchaus sinken lassen sollte, *bevor* man die Reserven angreift. Sobald dies nämlich geschieht, werden besonders die kurzfristigen Kredite der Banken untereinander anfällig für einen plötzlichen Vertrauensverlust. Kurz gesagt: Eine Abwertung bedeutet, dass die Reserven abgebaut werden; ein Abbau der Reserven bedeutet, dass die Zentralbank nicht mehr in letzter Instanz als Refinanzierungsinstitut für ausländische Kreditgeber zur Verfügung steht; kurzfristig angelegtes ausländisches Kapital wird panisch abgezogen, und die Flucht der Kreditgeber führt zum Zusammenbruch der gesamten Wirtschaft.

Für viele Krisen, die in jüngster Zeit auf den Märkten der Schwellenländer ausbrachen, war es typisch, dass am Ende aller Versuche, den Wechselkurs der Landeswährung zu stützen, normalerweise die Abwertung stand, und dass darauf wiederum die ausländischen Investoren in vielen Fällen ihre Kredite schnell und rücksichtslos abzogen. Diese panische Reaktion und nicht die Abwertung war es, durch die die Märkte in den Schwellenländern und die Investoren selbst so schwer geschädigt wurden.

Einzelne Schlüsselsektoren, wie z.B. Banken, Regierungen und Unternehmen außerhalb des Finanzsektors, sind in den schnell wachsenden asiatischen

Volkswirtschaften in der Regel schwer im Ausland verschuldet; zu den Kreditgebern zählen dabei internationale Banken, sogenannte Hedge-Fonds und andere Investmentfonds. Ein Großteil der Kredite ist kurzfristig, d.h. ihre Laufzeit beträgt höchstens ein Jahr. Zudem gelten für diese Kredite häufig sogenannte „auslösende Klauseln“, die eine beschleunigte Rückzahlung für den Fall vorsehen, dass der Kreditnehmer seinen vertraglichen Verpflichtungen gegenüber anderen Kreditgebern nicht nachkommt. Außerdem werden die geliehenen Beträge im Allgemeinen in langfristigen, relativ illiquiden Investitionen angelegt. Aus diesem Grund übersteigt die Summe der kurzfristigen Kredite oft bei weitem den Wert der Aktivposten, die zur Befriedigung der Kreditgeber kurzfristig mobilisiert werden können, falls weitere Kredite verweigert werden sollten.

Die Höhe der Fremdwährungsreserven einer Zentralbank ist deswegen von entscheidender Bedeutung, weil eine Zentralbank nach allgemeiner – und durchaus berechtigter – Ansicht nicht nur den Banken, sondern auch der Regierung und den Unternehmen für den Fall einer Panik unter den ausländischen Kreditgebern als Refinanzierungsinstitut in letzter Instanz zur Verfügung stehen sollte. Wenn z.B. der Fall eintreten sollte, dass ausländische Banken ihre Kreditrahmen für die inländischen Banken kündigen und gleichzeitig die Rückzahlung aller offenen Kredite verlangen, geriete das gesamte Bankensystem sofort in finanzielle Nöte, da ja die Kredite aus dem Ausland langfristig festgelegt worden sind. Zwar kann eine Bank bis zu einem gewissen Maß liquide Mittel in der Landeswährung dazu verwenden, auf den Devisenmärkten Dollars aufzukaufen, aber es ist in jedem Fall unwahrscheinlich, dass ihr ausreichend flüssige Mittel zur Verfügung stehen, um einen Abzug großer Kreditbeträge ausgleichen zu können. Das bedeutet, dass in diesem Fall die Zentralbank mit fast hundertprozentiger Sicherheit einspringen und Kredite entweder direkt in Form von Devisen oder aber in Form der eigenen Landeswährung gewähren muss. Da im letztgenannten Fall die Landeswährung noch auf den Devisenmärkten umgetauscht werden müsste, bedeutet dies, dass der Wechselkurs sinkt, es sei denn, es erfolgt eine Intervention von offizieller Seite.

Wenn die Devisenreserven einmal abgebaut sind, kann die Bank kaum noch ihre Funktion als Refinanzierungsinstitut erfüllen – und dies ist den ausländischen Kreditgebern durchaus klar. Unter diesen Umständen (Abbau der Devisenreserven und hohe kurzfristige Verschuldung) wird die Wirtschaft eines Landes anfällig für einen *circulus vitiosus*. Selbst wenn die Eckdaten der Wirtschaft durchaus geeignet erscheinen, den Schuldendienst eines Landes langfristig zu sichern, ist dies doch keine Garantie für die Bedienung kurzfristiger Schulden im Falle einer Panik. Eine Panik kann also durchaus auch dadurch entstehen, dass die Kreditgeber fest davon überzeugt sind, dass sie ausbrechen wird. Damit erklärt sich auch die Erkenntnis von Radelet und Sachs, dass ein Land dann anfällig für eine Panik unter den Kreditgebern wird, sobald das Verhältnis zwischen kurzfristiger Verschuldung und Devisenreserven den Wert 1 übersteigt.⁴⁾

Wenn in den letzten vier Jahren eine Panik in der Finanzwelt auftrat, war dies hauptsächlich den folgenden drei Faktoren zuzuschreiben:

1. Es stellte sich plötzlich heraus, dass die Devisenreserven weit geringer waren, als man zuvor geglaubt hatte.
2. Die Landeswährung wurde ohne Vorwarnung abgewertet, oft auch deswegen, weil der Wechselkurs den Abbau der Devisenreserven signalisierte.
3. Im Lande selbst breitete sich eine Infektion aus den Nachbarländern aus, für die das Land offensichtlich anfällig war (geringe Reserven, hohe kurzfristige Verschuldung, Überbewertung der Währung).

In diesem Zusammenhang muss die interessante Tatsache betont werden, dass der Hauptauslöser einer Panik normalerweise die Abwertung einer Währung nach langwierigen Versuchen zur Stützung des Wechselkurses ist. Dafür sind offensichtlich verschiedene Faktoren verantwortlich. Zunächst einmal werden viele Investoren von einer solchen Abwertung auch dann überrascht, wenn sie schon lange in der Öffentlichkeit diskutiert wurde. So unglaublich es scheinen mag – diese Investoren nehmen ganz offensichtlich die feierlichen Versicherungen der jeweiligen Regierung ernst, es werde keine Abwertung stattfinden. Zweitens deutet eine Abwertung oft an,

4) Steven Radelet und Jeffrey Sachs, „The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects“, *Brookings Papers on Economic Activity* Nr. 1 (1998), S. 1-90.

dass die Fremdwährungsreserven tatsächlich geringer sind als bislang behauptet. So wurde z.B. in Mexiko durch die Abwertung Ende Dezember 1994 „enthüllt“, wie tief die Devisenreserven Anfang Dezember gesunken waren. In Thailand wurde nach der Abwertung vom 2. Juli 1997 öffentlich erklärt, die Zentralbank sei dabei, Dollars in großem Umfang im Rahmen von Termingeschäften zu verkaufen. Da diese Verkäufe vorher nicht angekündigt worden waren, wurde der Markt davon schockiert. In Korea stellte sich anlässlich der Abwertung vom Dezember 1997 heraus, dass ein Großteil der von der Zentralbank angegebenen Devisenreserven aus illiquiden Forderungen an koreanische Banken bestand. Die Zentralbank hatte nämlich ihre Reserven ohne vorherige Ankündigung bei koreanischen Offshore-Banken eingezahlt, wobei diese ihrerseits wegen der sehr starken Kreditnachfrage anderer Banken unter Druck geraten waren. Im Endeffekt hatte die Zentralbank also den besagten koreanischen Offshore-Banken insgeheim Kredite gewährt. Ganz allgemein scheint man bei den ausländischen Investoren den Zusammenbruch eines Systems fester Wechselkurse als „schweren Vertrauensbruch“ zu betrachten, der Anlass genug ist, sämtliche Kredite zu kündigen, obwohl bereits eine Abwertung stattgefunden hat.

Wenn eine Panik erst einmal voll ausgebrochen ist, sind die Auswirkungen katastrophal. Jeder Investor verlangt natürlich, seine kurzfristigen Kredite müssten so rasch zurückgezahlt werden, wie es im Rahmen der entsprechenden Verträge nur möglich ist. Eine weitere Reaktion besteht darin, die zwischen den Banken bestehenden Vereinbarungen über Kreditrahmen auszusetzen, wovon wiederum die Vergabe von Kreditbriefen und anderen Finanzierungsmitteln abhängt, von denen der Handel normalerweise Gebrauch macht. In der Gedankenwelt der Anleger spielen die langfristigen Eckwerte einer Wirtschaft keine Rolle mehr; vielmehr gilt das Motto: „Rette sich, wer kann!“, und in dem wilden Gedränge wird derjenige Investor zuerst bedient, der sich am weitesten vordrägt. Makroökonomisch gesehen schließt man damit überall über das Ziel hinaus: 1.) Es werden Schulden abgebaut, obwohl die auf dem Binnenmarkt für Investitionen in Arbeitskapital, Kreditbriefe usw. erzielbare Rendite viel höher liegt als die

Kapitalkosten auf dem Weltmarkt; 2.) der reale Wechselkurs fällt steil ab, weit über das Maß hinaus, das zur Korrektur notwendig wäre; 3.) die Handelsbilanz schwankt wild zwischen Defizit und Überschuss hin und her; 4.) das Bankwesen leidet unter Illiquidität und vielleicht sogar unter einer Sekundärpanik der Einleger; 5.) die realen Zinssätze auf dem Markt schnellen in astronomische Höhen, weil jeder hastig versucht, Kredite aufzunehmen, um nicht in Verzug zu geraten; und 6.) ein teilweiser Verzug bei der Erfüllung von Devisenverpflichtungen ist fast nicht mehr zu umgehen. Eine solche makroökonomische Kontraktion hat im Wesentlichen zwei Auswirkungen: Zunächst einmal bricht das Kreditwesen zusammen und damit auch der Handel und die Produktion. Zum zweiten erfolgt innerhalb weniger Monate ein Übergang von der Illiquidität zur Insolvenz, weil die bestehenden Kredite aufgrund der Produktions- und Umsatzverluste sowie der erdrückend hohen Zinssätze auf das erforderliche Arbeitskapital nicht mehr bedient werden können.

■ Wirtschaftspolitische Maßnahmen bei einer Finanzpanik

Um die Produktionseinbrüche so gering wie möglich zu halten, muss die zuständige Zentralbank die folgenden zwei Schritte unternehmen, um den Zahlungsverkehr innerhalb der Wirtschaft aufrechtzuerhalten: Zunächst muss verhindert werden, dass die durch die Insolvenz einiger Banken ausgelöste allgemeine Panik auch auf die solventen Banken übergreift und diese ebenfalls in den Bankrott treibt. Dazu muss die Zentralbank den solventen Banken Mittel vorstrecken, die von ihrer Höhe her so bemessen sind, dass sämtliche aufgelösten Einlagen ausbezahlt werden können, ohne dass jedoch die Vergabe neuer Kredite möglich wird, mit deren Hilfe dann Spekulationen gegen die Landeswährung finanziert werden könnten.

Als zweiten Schritt zum Schutz des Zahlungsverkehrs muss die Zentralbank sicherstellen, dass die solventen Kunden bankrotter Banken (besonders die Exporteure) sich weiterhin Arbeitskapital leihen können, um die Fertigung aufrechtzuerhalten. Das bedeutet, dass die Zentralbank bei den bankrotten

Banken den Betrieb so lange aufrechterhalten muss, bis die Bilanzen dieser Banken saniert sind und sie verkauft werden können. Entscheidend ist auch hier wieder, dass das Kreditvolumen der Stammkunden dieser Banken nicht beschnitten werden darf. Besonders zu beachten ist hierbei, dass die Schaffung neuer Reserven die Liquidierung der Privateinlagen ermöglichen soll, nicht aber einen Run auf ausländische Aktiva.

Bei einer solchen Panik muss die Zentralbank die Aufrechterhaltung des Zahlungswesens und der Produktion im Inland über die Stützung des Wechselkurses stellen. Der Wechselkurs sollte freigegeben werden, damit der Abfluss an Kapital durch den Wertverlust der Währung soweit wie möglich eingeschränkt wird. Bei einzelnen Banken kann die durch den fallenden Wechselkurs verursachte Erhöhung ihrer Verbindlichkeiten im Ausland zur Insolvenz führen. Die Zentralbank muss auch in diesen Fällen den Betrieb aufrechterhalten, damit die für die Fertigung erforderlichen Kredite auch weiterhin an solvente Firmen fließen können. Wenn aber das der Wirtschaft zur Verfügung stehende Arbeitskapital ungeachtet der finanziellen Panik unverändert bleibt, haben die inländischen Firmen die Möglichkeit, ihre Ausfuhren zu erhöhen und so aus der Abwertung der Landeswährung einen Nutzen zu ziehen.

Die daraus resultierende Steigerung des Exportvolumens ist zusammen mit der Stabilisierung der Produktion geeignet, das Vertrauen in die Wirtschaft wiederherzustellen. Dies veranlasst wiederum die inländischen Investoren, ihr Kapital aus dem Ausland abzuziehen, während es gleichzeitig ausländische Kreditgeber dazu motiviert, wieder im Land zu investieren. Letztendlich erholt sich dann auch der Wert der Landeswährung wieder von seinem übermäßigem Tiefstand, obwohl vielleicht der vor der Krise gültige Wechselkurs nicht wieder voll erreicht wird. Eine bedeutende Nebenwirkung dieser Vorgänge besteht darin, dass auch diejenigen Banken wieder solvent werden können, die durch die wechselkursbedingte Erhöhung ihrer ausländischen Verbindlichkeiten zuvor in die Insolvenz geraten waren.

Im Licht dieser Analyse treten die Fehler klar zu Tage, die in den ersten Maßnahmenpaketen des IWF für Thailand, Südkorea und Indonesien enthalten wa-

ren. Die schärfere Gangart in der Währungspolitik, die Erhöhung der Zinssätze als Maßnahme gegen eine weitere Abwertung der Landeswährung, die abrupte Schließung insolventer Kreditinstitute und die Erhöhung der Rücklagenquoten waren lediglich dazu geeignet, einen abrupten Einbruch des Kreditvolumens herbeizuführen, was wiederum zu einem Produktionseinbruch und einer weiteren Verschärfung der Krise führte. Mit der Schließung der insolventen Kreditinstitute breitete sich die finanzielle Panik besonders in Indonesien, wo es keine Versicherung für Bankeinlagen gab, auch auf die solventen Banken aus. Durch die restriktive Finanzpolitik wurde dann das Schicksal dieser Volkswirtschaften vollends besiegt.

Unsere Einwände gegen die ersten Maßnahmenpakete des IWF für die Krisenländer sind keinesfalls so auszulegen, dass wir ganz allgemein nicht damit einverstanden seien, insolvente Banken zu schließen oder höhere Rücklagenquoten nach Art der Bank of International Settlements einzuführen. Wir wenden uns lediglich gegen die Anwendung dieser beiden Maßnahmen mitten in einer Finanzkrise – sie wurden einfach zur falschen Zeit eingesetzt.

■ Die praktische Umsetzung dieser Grundsätze in Asien

Unsere Interpretation einer Finanzkrise ist allgemeiner Art und nicht speziell auf Asien bezogen, aber sie lässt sich trotzdem sehr gut auf die dortigen Ereignisse anwenden. Für alle Länder, die in Asien in Schwierigkeiten gerieten (besonders Indonesien, Korea, Malaysia und Thailand), waren drei Hauptfaktoren kennzeichnend. Zunächst waren die Volkswirtschaften dieser Länder äußerst erfolgreich und zogen in den neunziger Jahren bedeutende Kapitalzuflüsse an. Zweitens waren die Wechselkurse all dieser Länder entweder direkt oder aber über einen bestimmten Abwertungsrahmen an den US-Dollar gebunden. Zum dritten wurden die einzelnen Volkswirtschaften infolge des Kapitalzustroms und der festen Wechselkurse immer anfälliger; charakteristisch hierfür waren die Überbewertung der jeweiligen Landeswährung, sinkende Devisenreserven und eine hohe Auslandsverschuldung, besonders bei kurzfristigen Krediten. Wie bereits gesagt, setzte mit der Währungsspekulation das Schlimmste aller Übel ein,

sobald den Investoren klar wurde, dass eine Währung überbewertet war; in Thailand war das Ende 1996 der Fall, in den übrigen Ländern Mitte 1997. Um ihre überbewerteten Währungen zu stützen und ihren auswärtigen Verbindlichkeiten nachzukommen, plünderten diese Länder einfach ihre Devisenreserven. Als diese Reserven immer geringer wurden, griesen die ausländischen Kreditgeber in Panik und verlangten die sofortige Rückzahlung sämtlicher Kredite, anstatt sie umzuwälzen – was sowohl für die Kreditgeber als auch für die Kreditnehmer von Vorteil gewesen wäre.

Im Fall Asiens können wir also definitiv davon ausgehen, dass die Krise auf Erfolge und nicht auf Misserfolge zurückzuführen war. Nur erfolgreiche Volkswirtschaften können soviel Kapital anziehen wie die asiatischen. Ironischerweise wurde dort aber so viel ausländisches Kapital eigentlich gar nicht benötigt. Während der Phase schnellen Wachstums in den achtziger Jahren wurden in den asiatischen Ländern etwa 25 bis 30 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) angespart und ein weiterer Betrag in ähnlicher Höhe investiert, sodass ausländische Kredite kaum benötigt wurden. Anfang der neunziger Jahre wurden in diesen Ländern die Finanzmärkte liberalisiert. Banken und Firmen waren nun plötzlich in der Lage, im Ausland Kredite aufzunehmen, sodass ihre Investitionsquote sogar noch die Sparquote übertraf. An willigen Kreditgebern aus dem Ausland herrschte sicherlich kein Mangel. In der Folge stieg denn auch der Anteil der Investitionen am BIP auf 35 Prozent und mehr, wobei das Bruttoinlandsprodukt mindestens zu fünf Prozent aus Auslandskrediten finanziert wurde.

Es gibt mehr als genug Beweise dafür, dass weder die ausländischen noch die inländischen Finanzmärkte in der Lage waren, diese zusätzlichen Investitionen besonders effizient einzusetzen. Sowohl die mikro- als auch die makroökonomischen Fakten untermauern die Ansicht, dass die in den neunziger Jahren anfallenden zusätzlichen Investitionen kaum Gewinne abwarf. So wurde z.B. in der Innenstadt von Bangkok viel zu viel Geld in spekulative Immobilienprojekte investiert. Auch in bestimmten anderen Sektoren wurde unmäßig investiert, wie z.B. in die Herstellung von Speicherchips und besonders in die

Herstellung der Chaebol-Plagiate in Korea. Wieder andere Summen wurden auf Projekte regelrecht verschwendet, die wie das von vornherein zum Scheitern verurteilte „National Car-Programm“ nur bestimmten Seilschaften – in diesem Fall der Familie des früheren Präsidenten Suharto – Vorteile brachten. Obwohl jedoch diese zusätzlichen Investitionen nur wenig zum Wachstum der Wirtschaft beitrugen, richteten sie im Allgemeinen aber auch keinen Schaden an; ganz sicher sind sie kein stichhaltiger Grund für den abrupten Zusammenbruch der Wirtschaft.

Die Gründe für diesen Zusammenbruch lagen hauptsächlich bei den weiter oben geschilderten makroökonomischen Problemen und nicht bei den mikroökonomischen Unzulänglichkeiten des Investitionsbooms, obwohl die Widrigkeiten zweifellos durch genau diese Unzulänglichkeiten verschärft wurden. Weit wichtiger war die Tatsache, dass die Investitionen über kurzfristige Kredite finanziert wurden, und das bei festen (oder – in Indonesien – gleitenden) Wechselkursen. Als während der neunziger Jahre stetig neues Kapital nachströmte, stiegen die Preise und Löhne im Inland an, bis schließlich das Lohnniveau in US-Dollar allmählich untragbare Höhen erreichte. Die durch den Mechanismus des Swap-Markts verursachte stetige Abwertung des chinesischen Yuan zwischen 1991 und 1994 schwächte die Konkurrenzfähigkeit dieser Länder noch weiter. Als dann der Wechselkurs des Dollar gegenüber dem japanischen Yen und den europäischen Währungen 1995 und 1996 abrupt anstieg, stiegen die Währungen dieser Länder entsprechend im Wert mit, wodurch ihre Konkurrenzfähigkeit auf internationaler Ebene noch weiter unterminiert wurde. Als Folge dieser Entwicklungen begann die Wachstumsrate der Ausfuhren 1996 erheblich nachzulassen, bis schließlich Ende 1996 den Akteuren auf den einzelnen Märkten klar wurde, dass in verschiedenen asiatischen Ländern, besonders in Thailand, eine Abwertung unumgänglich sei.

Wie es so schön heißt: Alles andere ist Geschichte. Thailand plünderte seine Fremdwährungsreserven in einem aussichtslosen Versuch, die Währung zu stützen. Als die Reserven zum Großteil aufgebraucht waren, gab sich das Land schließlich am 2. Juli 1997 geschlagen und ließ eine Abwertung des Baht zu. Der

IWF kündigte für die thailändische Wirtschaft verschiedene drakonische Maßnahmen an, nämlich eine überproportionale Steigerung der Zinssätze, Etatstreichungen bedeutenden Ausmaßes und – besonders dramatisch – die Schließung von 58 Finanzfirmen. Der Abbau der Devisenreserven, die hohen kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten und die Unsicherheit, die wegen der strikten Maßnahmen des IWF auf dem Markt herrschte, führten zusammen zu einer finanziellen Panik größten Ausmaßes, die schließlich auch auf die übrige asiatisch-pazifische Region übergriff. Indonesien und Malaysia wurden im Herbst 1997 befallen, Korea im Dezember 1997. Die Umkehr der Kapitalströme ist in Tabelle 2.1 dargestellt, in der die Zusammensetzung der Nettokapitalströme nach Indonesien, Malaysia, den Philippinen, Südkorea und Thailand für die Jahre 1994 bis 1999 aufgeführt ist.

Besonders lehrreich ist die Tatsache, dass die Geschäftsbanken noch am meisten der Panik verfielen. Das Volumen der von ihnen an die fünf asiatischen Länder vergebenen Kredite erhöhte sich von 1994 bis 1996 sprunghaft von 24 auf 63 Milliarden US-Dollar und sank danach abrupt in den Negativbereich; 1997 wurden 21 Milliarden US-Dollar abgezogen, 1998 36 Milliarden und 1999 (voraussichtlich) 16 Milliarden. Die vielgeschmähten Hedge-Fonds wurden vermutlich unter den Posten „Portfolio-Kapital“ und „Nichtbank-Kreditgeber“ miterfasst; jedenfalls war das Ausmaß ihrer Tätigkeit verschwindend gering im Vergleich zu den Geschäftsbanken. 1996 betrug das Volumen 35 Milliarden Dollar und 1997 16 Milliarden. 1998 erfolgte ein Abzug von einer Milliarde US-Dollar, und 1999 sollen es vier Milliarden werden. Die Auslandsdirektinvestitionen (Kapitalinvestitionen) in den fünf asiatischen Ländern stiegen nach 1996 sogar an, nämlich von fünf Milliarden Dollar im Jahre 1996 auf (geschätzt) 13 Milliarden 1999.

Als die Krise ausbrach, verwiesen zahlreiche Beobachter auf die Schwächen der asiatischen Volkswirtschaften: eine schlechte Bankenaufsicht, ein überhöhtes Kreditvolumen in den neunziger Jahren, die Bevorzugung von Seilschaften bei der Kreditvergabe usw. Diese Schwächen waren und sind durchaus noch vorhanden, reichen aber als Erklärung für den Zusammenbruch in Asien kaum aus. Zwar waren die

I Tabelle 1:
Außenfinanzierung in
Indonesien, Malaysia,
Südkorea, Thailand und
den Philippinen
(Angaben in Milliarden
US-Dollar)

	1994	1995	1996	1997	Schätzg. 1998	Progn. 1999
Leistungsbilanzsaldo	-24,6	-40,6	-54,8	-26,1	69,2	44,6
Außenfinanzierung netto	47,4	83,0	99,0	28,3	- 4,2	7,8
1.0 Privatkapitalströme netto						
Direktkapital	4,7	4,2	4,7	5,9	9,5	12,5
Portfolio-Kapital	7,6	11,0	13,9	- 1,5	4,3	6,0
Geschäftsbanken	24,0	53,2	62,7	-21,2	-36,1	-16,0
Private Kreditgeber	4,2	12,0	21,0	17,1	- 5,3	- 2,3
2.0 Öffentliche Kapitalströme netto						
Verschiedenes (Gold und Richtigstellungen)	-17,5	-28,3	-27,3	-33,7	-22,9	-21,0
Rücklagen ohne Gold (- = Zuwachs)	- 5,4	-14,1	-16,9	31,5	-42,1	-31,4

Quelle: Institute of International Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, 29. Januar 1998 und 25. April 1999.

5) Die Angaben stammen aus:
Institute of International Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, 29. Januar 1998 und 25. Februar 1999.

asiatischen Volkswirtschaften ganz sicher keine „Wirtschaftswunder“, aber sie waren auch keine Absturzkandidaten; sie fielen vielmehr einer globalen Panik zum Opfer. Von der Qualität ihrer Institutionen her lagen sie im Großen und Ganzen etwa in der Mitte der größeren Volkswirtschaften der Welt, durchaus ausreichend für schnelles Wachstum, besonders in Anbetracht der Tatsache, dass diese Länder von einem relativ niedrigen Einkommensniveau ausgingen und ihnen deshalb alle Möglichkeiten offenstanden, neue Technologien einzuführen und mit den führenden Nationen gleichzuziehen. So wurden z.B. die asiatischen Volkswirtschaften in den Untersuchungen des World Economic Forum von ihrer Konkurrenzfähigkeit her regelmäßig etwas über dem Durchschnitt eingestuft. Indonesien nahm z.B. 1997 unter den 53 Ländern, deren Konkurrenzfähigkeit untersucht wurde, den 15. Platz ein, während Thailand und Südkorea an 18. bzw. 21. Stelle lagen. Die Investoren waren zwar über diese Schwierigkeiten zumindest im Allgemeinen informiert, aber die besonderen Stärken Asiens waren ihnen genauso vertraut: hohe Sparquoten, politische Unterstützung von Ausfuhren, qualifizierte und disziplinierte Arbeitskräfte und eine privatwirtschaftliche Ausrichtung. Womit niemand rechnete, war der plötzliche Abzug ausländischer Kredite, der diese Volkswirtschaften in die Knie zwang.

■ Die Zukunftsaussichten ausgewählter asiatisch-pazifischer Länder

Vor einer Bewertung der wirtschaftlichen Aussichten ausgewählter asiatisch-pazifischer Länder wäre zunächst darauf hinzuweisen, dass in der ersten Hälfte der neunziger Jahre insgesamt viermal eine Panik auf den Finanzmärkten auftrat, nämlich 1995 in Argentinien und Mexiko sowie 1994 in der Türkei und in Venezuela.

Teil A von Tabelle 2 zeigt für die betreffenden Volkswirtschaften die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts über einen Zeitraum, der von zwei Jahren vor der Panik bis zwei Jahre nach ihrem Ende reicht; nur bei Venezuela findet sich auch eine Zahlenangabe für das dritte Jahr nach der Krise. In dreien der vier Fälle, nämlich in Argentinien, Mexiko und

	Teil A: Die Präzedenzfälle	T - 1	T - 1	T	T + 1	T + 2	T + 3
Argentinien 1995	5,7	8,0	- 4,0	4,8			8,6
Mexiko 1995	2,0	4,5	- 6,2	5,2			7,0
Türkei 1994	6,4	8,4	- 5,0	6,7			7,3
Venezuela 1994	7,3	0,3	- 2,9	3,4	- 1,6		5,1

(T = das nach dem Land angegebene Jahr des Ausbruchs der Panik)

	Teil B: Der asiatisch-pazifische Raum	1995	1996	1997	1998 ⁽⁶⁾
Indonesien	8,2	8,0	4,6		- 13,6
Malaysia	9,5	8,6	7,7		- 7,5
Südkorea	8,7	7,3	5,5		- 5,8
Thailand	8,8	5,5	- 0,4		- 8,0

II Tabelle 2: Die finanzielle Panik im Verhältnis zur realen Änderung des BIP (Angaben in Prozent)

Quelle: IWF, *International Financial Statistics*, Dezember 1999 (wo nicht anders angegeben)

6) Die Schätzwerte stammen aus: HSBC, *Asia Economics Weekly*, 11. Oktober 1999.

I Tabelle 3: Prognosen für das Wirtschaftswachstum

Stelle:	IWF	IWF ⁷⁾	Dezember 99	Okttober 99	Okttober 99	HSBC ⁸⁾	HSBC ⁹⁾
Datum:	1999	1999	2000	1999	2000	1999	März 00
Jahr:							2000
Indonesien	-3,4	-0,8	2,6	-0,5	4,0	0,2	4,0
Malaysia	-2,0	2,4	6,5	4,5	5,5	5,4	5,5
Südkorea	-1,0	6,5	5,5	7,5	6,0	9,4	6,3
Thailand	1,0	4,0	4,0	3,9	3,4	3,9	5,3

7) IWF, *World Economic Outlook*, Oktober 1999

8) HSBC, *Asia Economics Weekly*, 11. Oktober 1998

9) HSBC, *Asia Economics Weekly*, 6. März 2000

der Türkei, fiel die Wirtschaftsleistung aufgrund der finanziellen Panik ein Jahr lang steil ab und stieg dann genauso steil wieder an; eine ähnliche Bewegung vollführte das Bruttosozialprodukt (BSP).

Teil B von Tabelle 2 zeigt für Indonesien, Malaysia und Südkorea 1998 eine ähnlich abrupte Schwäche, nachdem sich das Wachstum 1997 bereits verlangsamt hatte. Wenn die mit Argentinien, Mexiko und der Türkei gemachten Erfahrungen auch für Malaysia, Südkorea und Thailand gelten, die nicht – wie Indonesien – in eine schwere politische Krise verstrickt sind, müsste nach unserer Theorie der Finanzpanik der Niedergang dieser Volkswirtschaften kurzlebig bleiben. Der IWF jedoch prognostizierte im Dezember 1998 eine nur schwache Erholung für 1999, wobei er die Finanzkrise einer schon lange anstehenden Strukturschwäche zuschrieb, ähnlich wie bei den Planwirtschaften in Osteuropa und Russland vor 1990.

Die Prognosen des IWF vom Dezember 1998 haben sich im Fall der Krisenländer als völlig verfehlt erwiesen (vgl. Tabelle 2.3). Bereits Mitte 1999 war klar, dass die Region sich auf dem Weg der Besserung befand; der IWF korrigierte denn auch seine Prognosen im Oktober 1999 dementsprechend nach oben. Da für den IWF aber immer noch die Perspektive der „inneren Fäulnis“ galt, reichten die Korrekturen nicht aus, um das wahre Ausmaß der Erholung vorwegzunehmen. So war der IWF pessimistischer als die Wachstumsprognosen der HSBC (Hongkong and Shanghai Banking Corporation) für Korea und Malaysia, die etwa zur gleichen Zeit veröffentlicht wurden. Die jüngsten Anzeichen vom März 2000 deuten darauf hin, dass die Wirtschaftsleistung in Südkorea im Jahre 1999 vermutlich um etwa 9,4 Prozent ansteigen und nicht – wie vom IWF im Dezember 1998 prognostiziert – um ein Prozent sinken wird. Auch die Wirtschaftsleistung von Malaysia wird im Jahr 1999 vermutlich um 5,4 und nicht um ein Prozent wachsen, während das Bruttoinlandsprodukt von Thailand um 3,9 Prozent ansteigen und nicht um zwei Prozent sinken wird. Die kräftige Erholung all dieser Länder im Jahr 1999 widerlegt endgültig die Erklärung, die Finanzkrise in Asien sei innerer Fäulnis zuzuschreiben. Der schnelle Wiederaufschwung dieser Länder lässt sich viel besser an-

hand der Theorie der finanziellen Ansteckung erklären.

Die Theorie der finanziellen Ansteckung sagt nicht nur die schnelle Erholung der Volkswirtschaften voraus, sondern auch die ungebremste Fortsetzung dieser Gesundung im Jahr 2000. Auch die führenden Investmentbanken, wie z.B. die HSBC, sagen Ähnliches voraus. Im März 2000 herrschte allgemein die Ansicht, dass Indonesien und Thailand in diesem Jahr noch schneller wachsen würden als 1999, während die Wachstumsrate in Malaysia gleich bleiben würde. Man muss es dem IWF hoch anrechnen, dass auch er sich mittlerweile dazu bekehrt hat, nicht nur die rasche wirtschaftliche Erholung, sondern auch die grundlegende wirtschaftliche Stärke der Krisenländer in Asien anzuerkennen, wie aus seinen im Oktober 1999 veröffentlichten Wachstumsprognosen deutlich hervorgeht.

■ Die sieben Säulen der Reform

Aus unserer Analyse der Finanzkrise in Asien geht klar hervor, dass die verschiedensten Bereiche dringend weitreichender Reformen bedürfen, wie z.B. die Binnenmärkte und Institutionen der einzelnen Länder, die internationalen Organisationen und die internationale Finanzarchitektur. Aufgrund der vorliegenden Analyse schlagen wir vor, an insgesamt sieben Fronten politische Maßnahmen zu ergreifen.

Am wichtigsten ist dabei zunächst eine grundlegende Reform der Finanzmärkte in vielen Entwicklungsländern. Um die Widerstandsfähigkeit der Finanzsysteme bei einer Panik unter den Kreditgebern zu erhöhen, ist es erforderlich, das Regulierungs- und Aufsichtswesen auszubauen, die Praxis der Rechnungslegung dem internationalen Standard anzugelichen, den ausländischen Banken den Zugang zu erleichtern und die Jahresabschlüsse der Finanzinstitute häufiger, rechtzeitiger und in erweitertem Umfang der Öffentlichkeit vorzulegen.

Zweitens lässt die Arbeit des IWF bislang viel zu wünschen übrig – die Panik, die die asiatischen Volkswirtschaften in die Knie zwang, wurde durch den IWF sogar noch geschürt. Die Möglichkeiten, die Arbeit des IWF von außen zu beaufsichtigen, müssen ausgebaut und verbessert werden. Dazu wiederum ist

es erforderlich, dass das interne Beschlussfassungsverfahren des IWF transparenter und demokratischer gestaltet und eine größere Zahl von Entwicklungsländern daran beteiligt wird.

Drittens kann und darf der IWF weder als Refinanzierungsinstitution noch als Rückversicherungsinstanz für die Investitionen internationaler Anleger fungieren. Unter den entsprechenden Umständen sollte das internationale Währungssystem generell eine Freigabe der Wechselkurse vorsehen. Des weiteren sollten im Rahmen des neuen Währungssystems regionale Währungsinstanzen und ein internationales Insolvenzgericht eingerichtet werden, um die Umstrukturierung der Schulden auf internationaler Ebene zu beschleunigen.

Viertens ist das Versagen der ersten Programme des IWF für Thailand, Indonesien und Südkorea sowie der späteren Programme für Russland und Brasilien ein klarer Beweis dafür, dass das System der internationalen Sanierungspakete neu gestaltet werden muss. So müsste es z.B. möglich sein, internationale Investitionen nicht durch den Abzug, sondern durch den „Zuzug“ von Kapital zu sanieren. Der Erlass von Schulden, Moratorien für bestehende Schulden, die Prioritierung des Schuldendienstes für neue Kredite und andere Möglichkeiten, wie sie bei Insolvenzverfahren in der Binnenwirtschaft zur Routine gehören, sollten auch in internationalen Sanierungspaketen Anwendung finden. Auf keinen Fall jedoch dürfen die Mittel des IWF zur Stützung überbewerteter Wechselkurse verwendet werden, wie das (erfolglos) in Russland und Brasilien versucht wurde.

Fünftens wäre die Regulierung und Überwachung der internationalen Kapitalmärkte strenger zu handhaben und international zu koordinieren. Zur Reform des Regulierungswesens müssten hauptsächlich der Zustrom von kurzfristigem Kapital eingeschränkt und langfristige Kapitalanlagen aus dem Ausland liberalisiert werden. Hierbei könnten die Vereinten Nationen die Initiative ergreifen und zu diesem wichtigen Thema ein Treffen der beteiligten internationalen Organisationen einberufen, um Differenzen und Mißverständnisse zwischen den entwickelten Staaten und den Entwicklungsländern auszuräumen.

Sechstens muss für die verschiedenen Fälle von Insolvenz unter den Finanzinstituten und Firmen im asiatisch-pazifischen Raum rasch eine wirksame Lösung gefunden werden, weil sonst weiterhin das Kreditwesen paralysiert und die Investitionstätigkeit behindert wird. Für die Rekapitalisierung der Banken ist es wesentlich, dass öffentliche Gelder zugeschossen und einige der größeren inländischen Banken durch ausländische Kreditinstitute übernommen werden. Zur Wiederbelebung des Unternehmensbereichs wiederum sind Möglichkeiten zur Schuldenabschreibung sowie *Debt-Equity-Swaps* unerlässlich.

Siebtens besteht im asiatisch-pazifischen Raum im Allgemeinen und in Südostasien im Besonderen ein gravierendes Missverhältnis zwischen den Ausrüstungsinvestitionen (Fabrikanlagen und Maschinen) einerseits und den Sozialinvestitionen andererseits, wozu wissenschaftliche Forschungszentren, die Rechts- und Verwaltungssysteme und der Ausbau der Zivilgesellschaft gehören. Dass der Ausbau einer eigenen wissenschaftlichen Basis für den Erhalt hoher wirtschaftlicher Wachstumsraten unerlässlich ist, wird mittlerweile allgemein anerkannt, weniger jedoch die Tatsache, dass die fehlerhaften sozialen Infrastrukturen und inadäquaten politischen Institutionen in Asien, denen das Übermaß an Korruption und Mißmanagement zuzuschreiben ist, Anlass zu großer Sorge bieten. In einer Welt, in der die internationale Konkurrenzfähigkeit immer wichtiger wird und ausländische Investoren nicht nur von Asien, sondern auch von Mitteleuropa und Lateinamerika umworben werden, haben diejenigen Länder Asiens, in denen noch keine Reformen stattgefunden haben, immer mehr unter den allgemeinen Bedenken über ihren Mangel an „good governance“ zu leiden. Kurz gesagt: Die langfristige Konkurrenzfähigkeit Asiens hängt gleichermaßen davon ab, ob es gelingt, zusätzlich zu marktgerechten Preisen auch noch die richtigen Institutionen zu finden.

■ Anmerkung

Besonderen Dank schulde ich Florian Alburo, Chia Siow Yue, William James, Kao Kim Hourn, Wisarn Pupphavesa, Hadi Soesastro, Nattapong Thongpakde, Mya Than sowie den anderen Teilnehmern der ASEAN-Round-Table-Konferenz für ihre fun-

dierte Kritik, durch welche die Qualität des vorliegenden Beitrags wesentlich verbessert wurde. Die in diesem Beitrag verwendeten Forschungsdaten wurden zum Teil gemeinsam mit Jeffrey Sachs erarbeitet.

■ Bibliographie

HSBC, *Asia Economics Weekly*, 11. Oktober 1998 und 6. März 2000.

Institute of International Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, 29. Januar 1998 und 25. Februar 1999.

International Monetary Fund. *World Economic Outlook*, Oktober 1999.

Radelet, Steven und Jeffrey D. Sachs, „The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects“. *Brookings Papers on Economic Activity*, Nr. 1 (1998), S. 1-90.

Woo, Wing Thye, „Some Evidence of Speculative Bubbles in the Foreign Exchange Markets“. *Journal of Money, Credit and Banking* (November 1987).

Woo, Wing Thye, „Coping with Capital Flows Accelerated by the Globalisation of Financial Markets“. *ASEAN Economic Bulletin*, Jahrgang 17, Nr. 2 (August 2000).

World Bank, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*. Oxford University Press, New York 1993.

Der Text wurde von Wilfried Becker aus dem Englischen übersetzt.