

**Ursachen und Maßnahmen zur Bewältigung von
Währungs- und Finanzkrisen am Beispiel der Asienkrise**

-

**Lehren für zukünftige Hilfsprogramme des
Internationalen Währungsfonds**

Inauguraldissertation
zur Erlangung des akademischen Grades

Doctor rerum politicarum
(Dr. rer. pol.)

des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften
an der Universität Siegen

vorgelegt von

Jörn Spillmann

urn:nbn:de:hbz:467-141

Siegen, 30.04.2002

Vorwort

Währungs- und Finanzkrisen treten in unregelmäßigen Abständen immer wieder auf und lösen nicht minder häufig lebhaft Diskussionen unter Wirtschaftswissenschaftlern in bezug auf die Fragen aus, inwieweit sich solche Krisen durch geeignete Vorkehrungen verhindern lassen und welche Politiken zu deren Bewältigung beitragen beziehungsweise welche Maßnahmen verschlimmernd wirken könnten. Oftmals werden diese Diskussionen leidenschaftlich, vereinzelt auch polemisch und ehrverletzend geführt. Das heißt, sie lassen nicht selten die wissenschaftliche Objektivität vermissen. Im Fokus der Debatten stehen dabei regelmäßig die Hilfsprogramme des Internationalen Währungsfonds. Eine der letzten Währungs- und Finanzkrisen mit nicht nur spürbaren regionalen, sondern auch weltweiten ökonomischen Auswirkungen war die sogenannte „Asienkrise“. Die vorliegende Arbeit versucht einen Beitrag zur Analyse dieser Krise und der Bewältigungsstrategien zu leisten, unter anderem indem die Argumentation der Ökonomen aus den verschiedenen „ideologischen Lagern“ kritisch auf ihre Stichhaltigkeit untersucht wird, um darauf aufbauend, eigene Vorschläge für die Bewältigung ähnlicher, zukünftiger Krisen abzuleiten. Sie ist meine Dissertation, die ich Ende April 2002 zur Begutachtung am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Siegen einreichte.

An dieser Stelle möchte ich die Gelegenheit ergreifen, denjenigen meinen Dank auszusprechen, die mein Promotionsvorhaben wohlwollend und kritisch, das heißt unterstützend begleitet haben. Der erste und besondere Dank gilt dabei meinem Doktorvater, Herrn Professor Dr. Hans-Edi Loef, der sich bereit erklärte, mich als externen Doktoranden zu betreuen und auch in weniger erfolgreichen Phasen ermutigte weiterzumachen. Besonderer Dank gilt in diesem Zusammenhang auch den wissenschaftlichen Mitarbeitern des Lehrstuhls, Herrn Privatdozent Dr. Jürgen Ehlgen und Herrn Dr. Michael Gail. Beide waren stets offen für meine Probleme und trugen mit Hilfestellungen, Kommentaren und Anregungen nicht unerheblich zum Gelingen der Arbeit bei. Daneben danke ich Herrn Diplom-Volkswirt Athanassios Pitsoulis, mit dem ich seit den Tagen des Grundstudiums die „Liebe“ für die Volkswirtschaftslehre teile. Er motivierte mich immer wieder aufs neue und nahm schließlich auch die Mühen auf sich, Teile der Arbeit korrekturzulesen. Schließlich gilt mein Dank Herrn Professor Dr. Hans-Jürgen Schlösser, der sich freundlicherweise als Zweitgutachter zur Verfügung stellte und Herrn Professor Dr. Rüdiger Pethig, der den Vorsitz der Prüfungskommission übernahm.

Trotz intensiven Korrekturlesens sind Fehler auch in dieser Arbeit nicht ganz auszuschließen. Diese gehen selbstverständlich vollständig zu meinen Lasten.

Siegen, 22.10.2002

Jörn Spillmann

Inhaltsverzeichnis

	Seite
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	VI
ABBILDUNGSVERZEICHNIS	VII
SYMBOLVERZEICHNIS	IX
1 EINLEITUNG UND PROBLEMSTELLUNG	1
2 DER INTERNATIONALE WÄHRUNGSFONDS: EINE PROBLEMORIENTIERTE EIN- FÜHRUNG	3
2.1 ORGANISATORISCHER AUFBAU, GRÜNDUNG UND HISTORISCHE ENTWICKLUNG DES IWF	3
2.1.1 Der organisatorische Aufbau	3
2.1.2 Von der Gründung des IWF bis zum Scheitern des Paritätensystems	5
2.1.3 Der IWF nach Scheitern des Bretton-Woods-Währungssystems	7
2.2 FINANZIELLE AUSSTATTUNG DES IWF	12
2.2.1 Quoten und Stimmengewichte	12
2.2.2 Zusätzliche Finanzierungsquellen	13
2.3 FINANZHILFEN DURCH DEN IWF	15
2.3.1 Voraussetzungen für die Bereitstellung finanzieller Hilfen	15
2.3.2 Reservetranchen und Kreditfazilitäten	17
2.3.3 Verhandlungsprozeduren	20
2.4 DER IWF UND ANDERE KRISEN IN DEN 1990ER JAHREN	22
3 URSACHEN DER WÄHRUNGS- UND FINANZKRISE IN ASIEN	27
3.1 UNZULÄNGLICHKEITEN IM FINANZSYSTEM UND ANDERE STRUKTURELLE SCHWÄCHEN	27
3.1.1 Finanzmarktliberalisierung und institutionelle Schwächen im Finanzsektor	27
3.1.1.1 <i>Thailand</i>	27
3.1.1.2 <i>Indonesien</i>	30
3.1.1.3 <i>Malaysia</i>	32
3.1.1.4 <i>Korea</i>	36
3.1.2 Entwicklung der Kreditvergabe im Finanzsektor	40
3.1.2.1 <i>Quantität der vergebenen Kredite</i>	40
3.1.2.2 <i>Qualität der vergebenen Kredite</i>	41
3.1.3 Auslandsverschuldung und Kapitalströme	43
3.1.3.1 <i>Zusammensetzung und Größe der Kapitalströme</i>	43
3.1.3.2 <i>Struktur der Auslandsverschuldung</i>	46
3.1.3.3 <i>Kurzfristige Auslandsverbindlichkeiten und Bestand an Währungsreserven</i>	49
3.2 MAKROÖKONOMISCHE FUNDAMENTALDATEN	51
3.2.1 Das Leistungsbilanzdefizit als Indikator für gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte	52
3.2.2 Die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts	54
3.2.3 Effizienz und Profitabilität der Investitionen	56
3.2.4 Öffentliche und private Sparquote	58
3.2.5 Größe des Außenhandelssektors	60
3.2.6 Der reale Wechselkurs als Maß für die internationale Wettbewerbsfähigkeit	61

3.3	INTERNATIONALES UMFELD	67
3.3.1	Wirtschaftliche Probleme in Japan	67
3.3.2	Bedeutungszuwachs und Anlegerverhalten institutioneller Investoren	69
3.3.3	Asymmetrische Informationsverteilung auf internationalen Finanzmärkten	71
3.4	AUSBRUCH UND VERLAUF DER ASIENKRISE	73
3.4.1	Thailand.....	74
3.4.2	Indonesien.....	79
3.4.3	Malaysia	82
3.4.4	Korea	85
3.5	FAZIT DER URSACHENANALYSE	89
4	ÜBERWINDUNG DER KRISEN: DIE IWF-HILFSPROGRAMME FÜR THAILAND, INDO- NESIEN UND KOREA.....	92
4.1	BEREITSTELLUNG FINANZIELLER HILFEN	92
4.2	DARSTELLUNG UND DISKUSSION DER KONDITIONALITÄT.....	95
4.2.1	Die makroökonomischen Auflagen in den IWF-Hilfsprogrammen	96
4.2.1.1	<i>Geld- und Wechselkurspolitik</i>	<i>96</i>
4.2.1.2	<i>Fiskalpolitik</i>	<i>100</i>
4.2.2	Die Strukturpolitik in den IWF-Hilfsprogrammen	104
4.2.2.1	<i>Umstrukturierung der Finanz- und Unternehmenssektoren</i>	<i>104</i>
4.2.2.2	<i>Zahlungsbilanzliberalisierung und sonstige Strukturmaßnahmen</i>	<i>108</i>
4.3	DISKUSSION DER PROGRAMME UNTER BERÜCKSICHTIGUNG DER WEITEREN WIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG.....	110
4.3.1	Thailand.....	110
4.3.2	Indonesien.....	115
4.3.3	Korea	121
4.4	KRITISCHE WÜRDIGUNG DER VORGEHENSWEISE DES IWF	127
5	ÜBERWINDUNG DER KRISEN: DIE STRATEGIE MALAYSIAS	131
5.1	KRISENBEKÄMPFUNG MITTELS „KONVENTIONELLER“ METHODEN	131
5.1.1	Geld- und Fiskalpolitik	131
5.1.2	Umstrukturierung des Finanz- und Unternehmenssektors.....	136
5.2	KAPITALVERKEHRSKONTROLLEN	141
5.2.1	Beweggründe für Kapitalverkehrskontrollen.....	141
5.2.2	Malaysias Kapitalverkehrskontrollen während der Krise	144
5.3	KRITISCHE WÜRDIGUNG DER STRATEGIE MALAYSIAS.....	149
6	IMPLIKATIONEN FÜR DIE LÖSUNG ZUKÜNFTIGER KRISEN.....	152
6.1	MAßNAHMEN ZUR REDUZIERUNG VON KAPITALABFLÜSSEN.....	152
6.1.1	Vorübergehende Einstellung von Zins- und Tilgungsleistungen	152
6.1.2	Beteiligung des privaten Sektors an den Kosten der Krisenbewältigung	160
6.2	DIE KONDITIONALITÄT DES IWF	164
6.2.1	Ex-ante- versus Ex-post-Konditionalität	165
6.2.2	Breite der IWF-Konditionalität auf dem Gebiet der Strukturpolitik	170
6.2.3	Implementierung international anerkannter Mindeststandards im Finanzsektor	173
6.3	DER IWF ALS KREDITGEBER	176
6.3.1	Kreditfazilitäten und Umfang der Finanzhilfen zur Krisenbewältigung	176
6.3.2	Festlegung der Zinssätze	184
6.3.3	Laufzeit der Kredite	189
6.4	ZUSAMMENFASSENDE EINSCHÄTZUNG	190

7	WÄHRUNGS- UND FINANZKRISEN AUS SICHT EINES MAKROÖKONOMISCHEN MODELLS	191
7.1	DER MODELLRAHMEN	191
7.1.1	Die speziellen Annahmen des Modells.....	191
7.1.2	Gleichgewicht und Stabilität.....	196
7.2	STÖRUNGEN DES GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN GLEICHGEWICHTS	199
7.2.1	Auswirkungen auf ein System fixer Wechselkurse	199
7.2.2	Kapitalverkehrskontrollen als Sonderfall in einem System fixer Wechselkurse.....	203
7.2.3	Auswirkungen auf ein System flexibler Wechselkurse.....	205
7.3	DIE ASIENKRISE AUS SICHT DES MODELLS.....	210
7.3.1	Hochkonjunktur und Ausbruch der Währungs- und Finanzkrisen	210
7.3.2	Strategien zur Überwindung der Krise	213
7.4	MODELLIMPLIKATIONEN FÜR DIE LÖSUNG KÜNFTIGER WÄHRUNGS- UND FINANZKRISEN.....	216
8	SCHLUßBETRACHTUNG.....	217
	ANHANG.....	221
I	QUOTEN UND STIMMRECHTSANTEILE DER IWF-MITGLIEDSTAATEN	221
II	ÜBERSICHT ÜBER MALAYSIAS KAPITALVERKEHRSKONTROLLEN.....	222
III	MATHEMATISCHER ANHANG ZU KAPITEL 7	224
(a)	Stabilitätsüberlegung für ein System fixer Wechselkurse.....	224
(b)	Stabilitätsüberlegung für ein System flexibler Wechselkurse	225
(c)	Anpassungsreaktionen in einem System fixer Wechselkurse.....	227
(d)	Anpassungsreaktionen in einem System flexibler Wechselkurse.....	228
IV	DATENQUELLEN.....	234
	LITERATURVERZEICHNIS.....	237

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	=	Abbildung
Abs.	=	Absatz
Abschn.	=	Abschnitt
ARIC	=	Asia Recovery Information Center
Art.	=	Artikel
ASEAN	=	Association of South East Asian Nations
BIBF	=	Bangkok International Banking Facility
BIP	=	Bruttoinlandsprodukt
BIS	=	Bank for International Settlements
BIZ	=	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BULOG	=	Badan Urusan Logistik
CLOB	=	Central Limit Order Book
ed.	=	editor
eds.	=	editors
et al.	=	et alii
f.	=	folgende
ff.	=	fortfolgende
G-5	=	Gruppe der fünf größten Industriestaaten
G-7	=	Gruppe der sieben größten Industriestaaten
GATT	=	General Agreements on Tariffs and Trade
Hrsg.	=	Herausgeber
IBRA	=	Indonesian Bank Restructuring Agency
ICOR	=	Incremental Capital Output Ratio
IFS	=	International Financial Statistics
IMF	=	International Monetary Fund
IWF	=	Internationaler Währungsfonds
JSX	=	Jakarta Stock Exchange
KAMCO	=	Korean Asset Management Corporation
KLCI	=	Kuala Lumpur Composite Index
KOSPI	=	Korea Stock Exchange Composite Price Index
li. Sk.	=	linke Skala
NBFI	=	Non-Bank Financial Institution
NEAC	=	National Economic Action Council
OPEC	=	Organisation Erdöl exportierender Länder
re. Sk.	=	rechte Skala
SBI	=	Sertifikat Bank Indonesia
SET	=	Stock Exchange Thailand
SZR	=	Sonderziehungsrecht(e)
UNCTAD	=	United Nations Conference on Trade and Development
UNO	=	Organisation der Vereinten Nationen
Vol.	=	Volume

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Entwicklung der Aktienindizes für Standard- und Bauwerte in Thailand.....	28
Abb. 2: Entwicklung der Aktienindizes für Standard- und Bauwerte in Indonesien.....	31
Abb. 3: Entwicklung der Aktienindizes für Standard- und Bauwerte in Malaysia.	34
Abb. 4: Entwicklung der Aktienindizes für Standard- und Bauwerte in Korea.	38
Abb. 5: Bestand und reale Wachstumsrate der Bankkredite an den privaten Sektor.....	41
Abb. 6: Notleidende Kredite im Verhältnis zum Gesamtkreditbestand.....	42
Abb. 7: Nettokapitalimporte.	44
Abb. 8: Bestände und Wachstumsraten der Währungsreserven.	45
Abb. 9: Zusammensetzung und Entwicklung der Nettokapitalströme.	45
Abb. 10: Verhältnis zwischen gesamter Auslandsverschuldung und BIP.	47
Abb. 11: Verhältnis zwischen kurzfristiger und gesamter Auslandsverschuldung.....	48
Abb. 12: Verhältnis zwischen kurzfristiger Auslandsverschuldung und Währungsreserven.....	50
Abb. 13: Verhältnis zwischen gesamtem Schuldendienst und Währungsreserven.	51
Abb. 14: Verhältnis zwischen Leistungsbilanzsaldo und BIP.	52
Abb. 15: Ex- und Importwachstum.	53
Abb. 16: Wachstumsraten des BIP.....	55
Abb. 17: Investitionen im Verhältnis zum BIP.	57
Abb. 18: Incremental Capital Output Ratio.....	58
Abb. 19: Verhältnis zwischen nationalen Ersparnissen, Haushaltssalden und BIP.....	58
Abb. 20: Offenheitsgrad.	60
Abb. 21: Entwicklung der nominalen Wechselkurse zum US-Dollar.....	62
Abb. 22: Entwicklung der nominalen Wechselkurse zum japanischen Yen.	64
Abb. 23: Entwicklung der Konsumentenpreisindizes.	65
Abb. 24: Entwicklung der effektiven realen Wechselkurse.	66
Abb. 25: Zins-, Wechsel- und Aktienkursentwicklung in Japan.	68
Abb. 26: Ursachen der Währungs- und Finanzkrise in Asien.	90
Abb. 27: Offizielle Finanzhilfen für Indonesien, Korea und Thailand.....	93
Abb. 28: Zielwerte für ausgewählte makroökonomische Kennzahlen.	96
Abb. 29: Zinsen, Wechselkurs, Währungsreserven, ausländische Direktinvestitionen – Thailand.....	110
Abb. 30: Ausgewählte volkswirtschaftliche Kennziffern - Thailand.....	112
Abb. 31: Inländische Absorption und Bestand an notleidenden Krediten - Thailand.....	113
Abb. 32: Zinsen, Wechselkurs, Währungsreserven, ausländische Direktinvestitionen – Indo- nesien.	116
Abb. 33: Ausgewählte volkswirtschaftliche Kennziffern – Indonesien.....	117
Abb. 34: Inländische Absorption und notleidende Kredite - Indonesien.	118

Abb. 35: Zinsen, Wechselkurs, Währungsreserven und ausländische Direktinvestitionen - Korea.	122
Abb. 36: Ausgewählte volkswirtschaftliche Kennziffern - Korea.	124
Abb. 37: Inländische Absorption und notleidende Kredite - Korea.....	126
Abb. 38: Zinsen, Wechselkurs, Währungsreserven und ausländische Direktinvestitionen - Malaysia.	131
Abb. 39: Ausgewählte volkswirtschaftliche Kennziffern - Malaysia.	132
Abb. 40: Inländische Absorption und notleidende Kredite - Malaysia.....	133
Abb. 41: IWF-Kreditzinsen in Abhängigkeit der Auflagenerfüllung.	188
Abb. 42: Simultanes Gleichgewicht bei fixen Wechselkursen.....	198
Abb. 43: Simultanes Gleichgewicht bei flexiblen Wechselkursen.	199
Abb. 44: Fiskalpolitik bei fixen Wechselkursen.....	200
Abb. 45: Spillovers und erwartete Ertragsrate auf Sachkapital und bei fixen Wechselkursen.....	201
Abb. 46: Erhöhung der Risikoprämie β bei fixen Wechselkursen.....	202
Abb. 47: Expansive Geldpolitik bei fixen Wechselkursen mit Kapitalverkehrskontrollen.....	203
Abb. 48: Expansive Fiskalpolitik bei fixen Wechselkursen mit Kapitalverkehrskontrollen.	204
Abb. 49: Expansive Geldpolitik bei flexiblen Wechselkursen.....	206
Abb. 50: Expansive Fiskalpolitik bei flexiblen Wechselkursen.	207
Abb. 51: Spillovers und erwartete Ertragsrate auf Sachkapital und bei fixen Wechselkursen.....	208
Abb. 52: Erhöhung der Risikoprämie β bei flexiblen Wechselkursen.	209

Symbolverzeichnis

A	= inländische Absorption
α	= erwartete Wechselkursänderungsrate
β	= Risikoprämie
d	= Symbol für eine Differenz
∂	= Symbol für ein Differential
DEF	= Haushaltsdefizit
e	= Euler'sche Zahl
E	= nominaler Wechselkurs
ER	= Ersparnisse
η	= erwartete zukünftige Rendite auf Sachkapital
f	= Symbol für eine Funktion
g	= prozentualer Zuschlagssatz auf Lohnstückkosten
G	= Staatsausgaben
H	= heimische Reserven
i	= nominaler Inlandszinssatz
i_0	= anfänglich vom IWF festgelegter nominaler Kreditzinssatz
i_{G5}	= durchschnittlicher nominaler Kreditzinssatz in den G-5
i_{IWF}	= vom IWF verlangter nominaler Kreditzinssatz
i^*	= nominaler Auslandszinssatz
IS	= Symbol für das güterwirtschaftliche Gleichgewicht
K	= realer Bestand an Kapitalgütern
λ	= Parameter
l	= nominaler Lohnsatz
l_0	= nominaler Lohnsatz zum Zeitpunkt $t = 0$
L	= reale Geldnachfrage
LM	= Symbol für das Geldmarktgleichgewicht
ln	= natürlicher Logarithmus
m	= Geldangebotsmultiplikator
N	= Arbeitszeit
p	= inländisches Preisniveau
p^x	= gewichteter Preisindex
p_0^x	= gewichteter Preisindex zum Zeitpunkt $t = 0$

p^*	= ausländisches Preisniveau
p^s	= Preis für Anteilscheine am Sachkapital; nominaler Aktienindex
π	= Gewichtungsfaktor
φ	= Parameter
q	= Verhältnis zwischen dem Preis für vorhandenes Sachkapital und dem Preis für neu produzierte Güter; realer Aktienkurs
P	= Index für Private Wirtschaftssubjekte
R	= Währungsreserven
S	= reale Aktiennachfrage; Symbol für das Aktienmarktgleichgewicht
St	= Index für den Staat als Wirtschaftssubjekt
t	= Symbol für die Zeitperiode
T	= Handelsbilanzsaldo
τ	= Lohnindexierungsgrad
x	= Anzahl der erfüllten Auflagen im Rahmen der IWF-Konditionalität
x_{gesamt}	= Gesamtzahl der vom IWF im Rahmen seiner Hilfsprogramme gemachten strukturellen Auflagen
Y	= reales Inlandseinkommen
Y^*	= reales Inlandsprodukt des Auslands

1 Einleitung und Problemstellung

Als Thailand die Abwertung seiner Währung nicht mehr verhindern konnte und am 2. Juli 1997 zu einem System flexibler Wechselkurse Übergang, ahnten nur wenige Beobachter, welcher ökonomische Flächenbrand sich daraufhin entwickeln sollte. Die anschließende Währungskrise weitete sich zu einer Finanzkrise aus, die schnell andere ostasiatische Nachbarstaaten erfaßte und schließlich mit Südkorea die Volkswirtschaft mit dem elftgroßten Bruttoinlandsprodukt der Welt erreichte. Auch im Vorfeld dieser Krise gaben nur wenige Ökonomen zu bedenken, daß der Region wirtschaftliche Probleme bevorstehen könnten.¹ Insbesondere in den 1990er Jahren wurden Handels- und Finanzmarktbeziehungen innerhalb Asiens, aber auch mit dem Rest der Welt, immer enger geknüpft. Der Anteil Asiens (ohne Japan) am Weltexportvolumen steigerte sich von 8% in 1980 auf 18% in 1995. Im gleichen Jahr flossen 60% der in Entwicklungsländer geleiteten ausländischen Direktinvestitionen in diese Region. Der Aufschwung und die hohen Wirtschaftswachstumsraten ließen die Weltbank von einem ostasiatischen Wunder sprechen.² Noch im Mai 1997 erachtete der Internationale Währungsfonds (IWF) die seit 1996 zu beobachtende leichte Abnahme der Wirtschaftstätigkeit in der Region als gesunde Entwicklung zur Vermeidung von berhitzungserscheinungen und Voraussetzung für weiterhin hohe Wachstumsraten.³ Die aus Thailand gesendeten Signale wirtschaftlicher Probleme stuften Investoren und multinationale Institutionen zunächst überwiegend als vorübergehende „Unpablichkeit“ ein. Im September des gleichen Jahres, das heißt, nach Ausbruch der Krise in Thailand und bergreifen auf Nachbarstaaten, erhöhte die Weltbank ihre Erwartungen in bezug auf das langfristige Wirtschaftswachstum in Südasien um 0,5 Prozentpunkte und behielt die für Ostasien nahezu unverändert bei.⁴

Die Krise vertiefte sich jedoch in den folgenden Monaten und entwickelte sich zu dem, was seither allgemein mit dem Begriff „Asienkrise“ umschrieben wird. Private Investoren zogen 1998 mehr als 55 Mrd. US-Dollar aus der Region (ohne Japan) ab. Am stärksten betroffen waren Thailand, die Nachbarstaaten Indonesien, Malaysia und die Philippinen⁵ sowie Südkorea, wo die Bruttoinlandsprodukte im gleichen Jahr um durchschnittlich mehr als 7,5% gegenüber 1997 zurückgingen. Nach anfänglichen Versuchen, ihre Notsituationen ohne internationale Hilfe zu bewältigen, wendeten sich die Regierungen Thailands, Indonesiens und Südkoreas mit Kreditgesuchen an den IWF, der seine finanzielle Hilfe, mit wirtschaftspolitischen Auflagen verbunden, auch gewährte. Malaysia wählte einen anderen Weg, seine Probleme zu lösen, und verhängte Kapitalverkehrskontrollen.

¹ Vgl. für eine der bekanntesten Ausnahmen Park, 1996. *Krugman* bezeichnete das asiatische Wirtschaftswunder 1994 zwar als Mythos, einen Kollaps wie in 1997 hatte aber auch er nicht vorhergesehen. Vgl. *Krugman*, 1994.

² So der Titel einer Publikation: *The East Asian Miracle*. Vgl. *World Bank*, 1993.

³ Vgl. *International Monetary Fund*, 1997e, S. 12.

⁴ Vgl. *World Bank*, 1997, S. 19.

⁵ Die Philippinen werden im Rahmen der vorliegenden Arbeit nicht weiter behandelt, weil sie sich bei Ausbruch der Asienkrise bereits in einem IWF-Hilfsprogramm befanden.

Auf Grundlage der Ereignisse vor, während und nach der Asienkrise versucht die vorliegende Arbeit erstens, Antworten auf die Frage zu geben, warum die vier genannten Länder, die in den 1990er Jahren als erfolgreiche und vorbildliche Volkswirtschaften galten, in eine Währungs- und Finanzkrise mit solchen Ausmaßen geraten konnten. Zweitens werden die unterschiedlichen Bewältigungsstrategien analysiert, um drittens neue Ansätze für die Lösung derartiger Doppelkrisen abzuleiten. Da der IWF unter anderem zur Unterstützung seiner Mitgliedstaaten bei Zahlungsbilanzschwierigkeiten gegründet wurde und in diesem Bereich eine international herausragende Bedeutung erlangt hat, geschieht dies stets vor dem Hintergrund der Fragestellung, inwieweit der Währungsfonds seine diesbezüglichen Hilfsprogramme optimieren könnte. Dazu folgen in Kapitel 2 zunächst einige einführende Erläuterungen zum IWF. Sie erstrecken sich auf solche Wesensmerkmale, die für das Verständnis der weiteren Untersuchungen relevant erscheinen. Demzufolge gibt das Kapitel unter anderem einen Einblick in seinen organisatorischen Aufbau, die historische Entwicklung und finanzielle Ausstattung. Abschließend werden grundlegende Aspekte beleuchtet, die im Zusammenhang mit den von ihm gewährten Finanzhilfen von Bedeutung sind.

Die eigentliche Analyse beginnt mit Kapitel 3. Dort wird zu ermitteln versucht, worin die Ursachen der Währungs- und Finanzkrisen in Asien gelegen haben könnten. Dabei werden mögliche Erklärungsansätze vorgestellt und anhand verfügbarer Daten sowie tatsächlicher Ereignisse auf ihre empirische Relevanz hin überprüft. Unter Berücksichtigung der gewonnenen Erkenntnisse folgt in Kapitel 4 eine Untersuchung darüber, inwieweit die anfänglichen Auflagen des IWF oder diesbezüglich vorgenommene Änderungen beziehungsweise die tatsächlich ergriffenen Maßnahmen zur Bewältigung der Krisen geeignet waren. Diese Beurteilung wird sowohl anhand der weiteren makroökonomischen Entwicklung als auch der mikroökonomischen in den Finanz- und Unternehmenssektoren der drei Staaten vorgenommen. In ähnlicher Weise befaßt sich Kapitel 5 mit der Strategie Malaysias, dessen Regierung bewußt auf die Finanzhilfe des IWF verzichtete. Aufbauend auf diesen Untersuchungsergebnissen, werden in Kapitel 6 bisher geäußerte Verbesserungsvorschläge zur Bewältigung von Währungs- und Finanzkrisen auf ihre Durchführbarkeit hin überprüft. Das Hauptaugenmerk liegt dabei erstens auf Empfehlungen, deren Umsetzung zur Verringerung von Kapitalabflüssen beitragen soll. Zweitens werden bereits bekannte Vorschläge zur wirksameren Gestaltung der Konditionalität des IWF und der Kreditvergabe im Rahmen seiner Hilfsprogramme diskutiert und neue entwickelt. Dabei kommt ein neues Anreizsystem zur Vorstellung, durch dessen Anwendung sich regulatorische Rahmenbedingungen für inländische Finanzsysteme möglicherweise besser in nationales Recht integrieren lassen als bisher.

Die Untersuchung wird durch ein makroökonomisches Modell abgerundet, mit dessen Hilfe die zuvor empirisch gewonnenen Erkenntnisse über die wirtschaftliche Boomphase, den Ausbruch der Krise sowie mögliche Wirkungen der Bewältigungsstrategien in den vier Krisenstaaten auf theoretischer Basis gestützt werden sollen. Einige abschließende Bemerkungen beenden dann die vorliegende Arbeit.

2 Der Internationale Währungsfonds: Eine problemorientierte Einführung

Der IWF ist eine unabhängige, internationale und spezialisierte Unterorganisation der UNO mit dem Rechtsstatus einer juristischen Person.⁶ Seine Ziele sind in Art. I seiner Satzung, dem IWF-Übereinkommen, niedergeschrieben. Danach soll er die internationale Zusammenarbeit auf dem Gebiet der Währungspolitik sowie die Stabilität der Währungen fördern, die Ausweitung des Welthandels erleichtern, beim Abbau von Devisenverkehrsbeschränkungen mitwirken und, gegebenenfalls unter Bereitstellung finanzieller Mittel, Ungleichgewichte innerhalb der Zahlungsbilanzen seiner Mitglieder bereinigen helfen.⁷

Im folgenden werden für die weitere Untersuchung wesentliche, den IWF betreffende Aspekte beleuchtet, um den Währungsfonds als solchen näher vorzustellen und sein Vorgehen bei der Bewältigung von Zahlungsbilanzkrisen verständlicher zu machen.

2.1 Organisatorischer Aufbau, Gründung und historische Entwicklung des IWF

2.1.1 Der organisatorische Aufbau

Als Grundlage der organisatorischen Struktur des IWF dient Art. XII seiner Satzung. Dort ist festgelegt, daß sich der Währungsfonds aus einem Gouverneursrat (Board of Governors), dem Exekutivdirektorium (Executive Directors) sowie dem Geschäftsführenden Direktor (Managing Director) und seinem Mitarbeiterstab zusammensetzt. Diese Organe werden durch den Internationalen Währungs- und Finanzausschuß (International Monetary and Financial Committee), der den Interimsausschuß (Interim Committee of the Board of Governors on the International Monetary System) abgelöst hat, und den Gemeinsamen Ministerausschuß der Gouverneursräte der Weltbank und des Internationalen Währungsfonds für den Transfer realer Ressourcen in Entwicklungsländer⁸ unterstützt. Das höchste Entscheidungsgremium innerhalb des IWF ist der Gouverneursrat gefolgt vom Exekutivdirektorium, dem Geschäftsführenden Direktor sowie auf der untersten Ebene dem Mitarbeiterstab.⁹

⁶ Vgl. Gold, 1996, S. XXV.

⁷ Das IWF-Übereinkommen läßt sich in seiner jeweils aktuellen englischen Fassung auf der Website des IWF abrufen (<http://www.imf.org>). Im Rahmen dieser Arbeit wird auf eine Quelle des Bundesministeriums der Justiz Bezug genommen, in der eine ältere englische und die in deutsch übersetzte Version gegenübergestellt sind. Vgl. Bundesministerium der Justiz, 1978.

⁸ Die Zuständigkeit dieses Ausschusses (Joint Ministerial Committee of the Board of Governors of the Bank and the Fund on the Transfer of Real Resources to Developing Countries) liegt in der Unterstützung des IWF und der Weltbank in Angelegenheiten, die Entwicklungsländer betreffen. Er ist allerdings weder in den politischen Entscheidungsbildungsprozeß des IWF noch in den der Weltbank eingebunden, so daß er nicht annähernd die Bedeutung des Interimsausschusses besitzt. Er findet daher im folgenden keine weitere Beachtung.

⁹ Vgl. de Vries, 1985b, S. 963.

Der Gouverneursrat besteht aus den jeweiligen Finanzministern oder Notenbankpräsidenten der Mitgliedstaaten des IWF. Er tritt einmal im Jahr im Rahmen einer Jahrestagung zusammen, an der auch die Gouverneure der Weltbank, Vertreter weiterer internationaler Organisationen sowie Führungspersonlichkeiten anderer staatlicher und privater Institutionen teilnehmen. Ihm allein steht die Entscheidung über die Aufnahme neuer Mitglieder, Änderung der Quoten und die Zuteilung von Sonderziehungsrechten (SZR) zu.¹⁰ Das Exekutivdirektorium, dem die tägliche Geschäftsführung des IWF und die Erfüllung der vom Gouverneursrat delegierten Aufgaben obliegt, trifft sich dagegen mehrmals wöchentlich. Es besteht derzeit aus 24 Exekutivdirektoren. Die Mitgliedstaaten mit den größten Finanzierungsbeiträgen benennen einen eigenen Exekutivdirektor.¹¹ Die übrigen Posten werden alle zwei Jahre von den verbleibenden Ländern, die sich dafür zu Interessengruppen zusammenschließen, gewählt.¹² Das Gremium trifft nahezu alle Entscheidungen, die im Zusammenhang mit einzelnen Mitgliedstaaten anfallen. Seinen Vorsitz übernimmt der Geschäftsführende Direktor, der vom Direktorium für eine fünf Jahre währende Amtszeit ernannt wird, wobei Wiederwahlen möglich sind. Seine Aufgaben bestehen im wesentlichen darin, Beschlüsse des Exekutivdirektoriums vorzubereiten, indem er relevante Informationen zur Verfügung stellt oder Entscheidungssachen beschlußfähig vorlegt. Gleichzeitig steht er an der Spitze des Mitarbeiterstabs des IWF.¹³

Der Geschäftsführenden Direktor besitzt eine herausragende Stellung in dem Verfahren, das zur Bereitstellung finanzieller Hilfen an Mitgliedstaaten führt. Er und seine Mitarbeiter entscheiden allein darüber, ob dem Exekutivdirektorium eine Bereitschaftskreditvereinbarung (Stand-by Arrangement) zur Entscheidung vorgelegt wird, welche Auflagen und Leistungskriterien im Rahmen der Konditionalität eines Hilfsprogramms aufgenommen und ob diese während der Umsetzung durch das betreffende Land erfüllt werden. Schließlich hat er das Recht, Änderungen innerhalb der Konditionalität laufender Hilfsprogramme vorzuschlagen.¹⁴

Seit 1974 werden der Gouverneursrat und das Exekutivdirektorium in politischen Fragen durch den Interimsausschuß beziehungsweise sein Nachfolgegremium, dem Internationalen Währungs- und Finanzausschuß, unterstützt. Zu seinen vorwiegenden Aufgaben gehören die Überwachung der Funktion des internationalen Währungssystems und internationaler Währungsabkommen, die Analyse von Vorschlägen zur Änderung des IWF-Übereinkommens sowie die Formulierung der politischen Ausrichtung des IWF. Zur Vorbereitung der Jahrestagung erstattet er dem Gouverneursrat über seine gewonnenen Erkenntnisse Bericht. Der zweimal jährlich tagende Interimsausschuß besteht aus 24 Gouverneuren und setzt sich in gleicher Weise wie das

¹⁰ Vgl. Ferber/Winkelmann, 1985, S. 25.

¹¹ Gegenwärtig acht Mitgliedstaaten: China, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Japan, Rußland, Saudi-Arabien und die USA.

¹² Vgl. Driscoll, 1998, S. 10.

¹³ Vgl. de Vries, 1985b, S. 983.

¹⁴ Vgl. de Vries, 1985b, S. 990 f.

Exekutivdirektorium zusammen.¹⁵ Er hat sich sowohl durch seine Funktionen als auch seine ihm angehörenden Persönlichkeiten zum eigentlichen politischen Lenkungsorgan des IWF entwickelt.¹⁶

2.1.2 Von der Gründung des IWF bis zum Scheitern des Paritätensystems

Das Bedürfnis nach einer Organisation wie der des IWF entstand aus den Erfahrungen während der Depression in den 1930er Jahren, denn die Wirtschaftskrise 1929 und die Finanzkrise 1931 bedeuteten das vorläufige Ende internationaler wirtschaftlicher Kooperation. Zum Schutz der heimischen Beschäftigung etablierten Regierungen weitreichende Kapitalverkehrs- und Wechselkurskontrollen. In Verbindung mit dem Aufbau von Handelsschranken und dem einsetzenden Abwertungswettlauf der Währungen entstand enormer Schaden für den internationalen Handel.¹⁷ Um diese Entwicklung umzukehren und ähnliche für die Zukunft zu vermeiden, schlugen *Harry Dexter White* in den USA sowie *John Maynard Keynes* in Großbritannien nahezu gleichzeitig die Errichtung eines internationalen Währungssystems unter Aufsicht und Koordination einer internationalen Organisation vor.¹⁸ Nach langwierigen und wegen des Zweiten Weltkriegs schwierigen Verhandlungen kamen im Juli 1944 Vertreter aus 44 Nationen in Bretton Woods, New Hampshire (USA), zu abschließenden Verhandlungen auf der „Internationalen Währungs- und Finanzkonferenz der Vereinten und Assoziierten Nationen“ zusammen und einigten sich auf den Text des „Übereinkommens über den Internationalen Währungsfonds“ (kurz: IWF-Übereinkommen). Die neu geschaffene Organisation nahm ihre Tätigkeit für zunächst 39 Mitgliedstaaten¹⁹ im Mai 1946 mit Sitz in Washington, DC auf.

In engem Zusammenhang mit der Gründung des IWF stand die gleichzeitige Errichtung der Weltbank, seiner Schwesterorganisation für die Entwicklungsfinanzierung.²⁰ Die Weltbank wurde als Entwicklungsorganisation konzipiert, die nach Art. I ihrer Satzung den Aufbau und die wirtschaftliche Entwicklung in ihren Mitgliedstaaten unterstützen, ausländische Direktinvestitionen sowie den internationalen Handel fördern soll.²¹ Im Gegensatz zum IWF befaßt sie sich überwiegend mit der Planung, Durchführung und Finanzierung konkreter Einzelprojekte. Als Mitgliedstaat kann nur aufgenommen werden, wer zuvor auch dem IWF beigetreten ist, weil die Entwicklungshilfe der Weltbank, so die Gründer, nur dann langfristig Erfolg versprechen könne, wenn die Rückzahlung der Kredite gewährleistet und nicht durch Wechselkursschwankungen

¹⁵ Vgl. International Monetary Fund, 1999e, S. 1.

¹⁶ Vgl. Esdar, 1994, S. 110.

¹⁷ Vgl. Petersmann, 1982, S. 378.

¹⁸ Vgl. Gold, 1979, S. 76.

¹⁹ Der IWF besitzt mittlerweile 183 Mitglieder.

²⁰ Nach ursprünglichem Plan sollte ebenfalls eine internationale Handelsorganisation für die Außenhandelspolitik etabliert werden, was jedoch niemals geschah. Die ihr zugeordneten Aufgaben wurden teilweise von der GATT und anschließend der Welthandelsorganisation übernommen. Vgl. Petersmann, 1982, S. 379.

²¹ Vgl. World Bank, 1989a, S. 1.

oder hohe Inflationsraten gefährdet sei.²² Auch nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems wurde diese Verbindung beibehalten und ausgebaut, indem Darlehen der Weltbank ausdrücklich an die Durchführung von IWF-Hilfsprogrammen gekoppelt wurden, um Zahlungsbilanzschwierigkeiten von Entwicklungsländern gezielter bekämpfen zu können.²³ Doch trotz der unterschiedlichen Zielsetzungen beider Organisationen hat der Wegfall der ursprünglichen Aufgaben des IWF und seine anschließende Neuorientierung zu Überschneidungen geführt, die immer wieder Diskussionen über eine Fusion oder eine vollständige Abschaffung des Währungsfonds aufkommen ließen.²⁴

Um die in den 1930er Jahren gemachten Fehler eines isolierten und teilweise an rein nationalen Interessen orientierten Handelns zu vermeiden, wurde auf der Konferenz von Bretton Woods ebenfalls eine neue Währungsordnung festgelegt, deren Überwachung und Gewährleistung ihrer Funktionsfähigkeit zwei Hauptaufgaben des IWF sein sollten. Diese neue, auch als Bretton-Woods- oder Paritätensystem bezeichnete Währungsordnung sah ein System fixer Wechselkurse vor, bei dem sich die USA verpflichteten, den US-Dollar jederzeit und unbegrenzt zu einem festgelegten Verhältnis gegen das Reservemedium Gold einzutauschen. Der Wert der Währungen aller weiteren Mitgliedstaaten wurde ebenfalls in Goldeinheiten definiert, so daß sich auf diese Weise ein fixer Wechselkurs zum US-Dollar ergab.²⁵

Nach Errichtung des neuen Paritätensystems fand zwischen 1958 und 1961 eine wesentliche Veränderung statt, indem europäische Industrienationen die vollständige Konvertibilität ihrer Währungen untereinander und gegenüber dem US-Dollar verwirklichten. Durch diese Maßnahme wurde der Devisenhandel entscheidend erleichtert. Somit konnten auch größere und volatilere Kapitalströme fließen. Umfangreiche kurzfristige Kapitalbewegungen kamen ab der zweiten Hälfte der 1960er Jahre auf, als das Vertrauen der Investoren in die Bestandsfähigkeit des Systems fixer Wechselkurse und den in US-Dollar festgelegten Goldpreis zu schwinden begann. Ausgelöst wurde dieser Prozeß durch große und dauerhafte Leistungsbilanzdefizite der USA, die sich unter anderem aus der Finanzierung des Vietnam-Kriegs und diverser konjunkturunterstützender Programme ergaben. Als für das System problematisch stellte sich heraus, daß der US-Dollar gegenüber Gold zunehmend überbewertet, ihr Austauschverhältnis jedoch nicht anpassungsfähig war. Folglich kauften immer mehr Investoren Gold zum festgelegten Dollarkurs.²⁶ Weiterer Druck auf den US-Dollar und die Leistungsbilanz der USA entstand im November 1967 als die britische Regierung das Pfund Sterling abwertete und die Goldverkäufe einstellte. Diese Entwicklung eskalierte schließlich, als sich die Regierungen Deutschlands und der Nieder-

²² Vgl. World Bank, 1989b, S. 1.

²³ Vgl. Polak, 1994, S. 1.

²⁴ Die Diskussion erreichte anlässlich des 50jährigen Bestehens beider Organisationen einen Höhepunkt. Vgl. beispielsweise die Beiträge in Danaher, 1994, und die dort angegebene Literatur; vgl. für einen aktuellen Stand der Diskussion die Beiträge auf der Website der Hoover Institution (<http://www.imfsite.org>). Der Fortbestand des IWF wird im Rahmen der vorliegenden Arbeit jedoch nicht in Frage gestellt.

²⁵ Vgl. Driscoll, 1998, S. 12 f.

²⁶ Vgl. Gold, 1979, S. 495.

lande aufgrund spekulativer Kapitalströme gezwungen sahen, aus dem System fixer Wechselkurse auszutreten, womit beide das IWF-Übereinkommen verletzten. Der anschließende weltweite Vertrauensverlust in Papiergeld führte zu einer derart hohen Nachfrage nach Gold, die mit den Goldreserven der USA nicht mehr gedeckt werden konnte.²⁷ Deshalb setzte der damalige Präsident *Richard Nixon* am 15. August 1971 die Bereitschaft der Vereinigten Staaten zum Umtausch offizieller Dollarbestände in Gold außer Kraft, was ebenfalls gegen das IWF-Übereinkommen verstieß. Diese Erklärung bedeutete das Ende des Systems fixer Wechselkurse, womit den Vereinbarungen von Bretton Woods die Grundlage entzogen war. Bemühungen, das Paritätensystem doch noch zu retten, scheiterten endgültig im März 1973, weil bis dahin alle wichtigen Industrienationen zu einem System flexibler Wechselkurse zurückgekehrt waren.²⁸ Damit hatte der IWF zwei wesentliche Aufgaben verloren.

2.1.3 Der IWF nach Scheitern des Bretton-Woods-Währungssystems

In dem Bewußtsein, daß der IWF und die internationale Währungsordnung nach dem Zusammenbruch des Fixkurssystems einer Reform bedurften, setzte der Gouverneursrat im Juli 1972 einen Gouverneursausschuß²⁹ ein, dessen Aufgabe darin bestand, diese Reformen vorzubereiten.³⁰ Im Juni 1974 legte der Ausschuß seinen Bericht vor, der wesentliche Neuerungen der Weltwährungsordnung auf Basis des ehemaligen Bretton-Woods-Systems und der institutionellen Organisation des IWF enthielt sowie die Etablierung des bereits angesprochenen Interimsausschusses empfahl. Allerdings konnten sich die Mitgliedstaaten wegen enormer Zahlungsbilanzprobleme infolge der ersten Ölkrise (Herbst 1973), einer die ganze Welt überrollenden Inflationswelle mit unterschiedlichen Geldentwertungsraten in den einzelnen Ländern und wegen nationaler politischer Interessen auf keine grundlegende Neuordnung des Weltwährungssystems mit fixen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen verständigen, so daß lediglich der Interimsausschuß als Nachfolgegremium des Gouverneursausschusses geschaffen wurde. Da der Gouverneursausschuß nicht in der Lage war, dem IWF neue Grenzen zu setzen, nutzte dieser die wirtschaftlichen Turbulenzen der 1970er Jahre, um sich eigenständig neue Tätigkeitsfelder zu erschließen.³¹

Die in den 1970er Jahren zeitweise hohen Kosten der Ölbeschaffung sorgten für große Finanzierungsprobleme und Leistungsbilanzdefizite bei Erdöl importierenden Ländern. Auf der anderen Seite konnten die OPEC-Staaten ihre Güterimporte nicht so schnell steigern, wie sich ihre Einnahmen aus Ölverkäufen erhöhten. Folglich investierten sie in ausländische Vermögenstitel oder

²⁷ Vgl. Schechter, 1987, S. 49.

²⁸ Vgl. Petersmann, 1982, S. 389 f.

²⁹ Die offizielle Bezeichnung lautete „Committee of the Board of Governors of the IMF on the Reform of the International Monetary System and Related Issues“ oder in Kurzform „Committee of 20“, weil er sich aus 20 Mitgliedern des Gouverneursrats – 11 aus Industriestaaten und 9 aus Entwicklungsländern - zusammensetzte.

³⁰ Vgl. Petersmann, 1982, S. 391.

finanzierten einen Teil der Handelsbilanzdefizite ihrer Ölabnehmer.³² Der IWF versuchte, Ländern durch die Schaffung spezieller Fazilitäten bei ihren Zahlungsbilanzproblemen zu helfen. Jedoch war der Währungsfonds, obwohl er weit mehr Liquidität bereitstellte als in den Jahrzehnten zuvor, nicht annähernd in der Lage, diese hohen Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren, weil die Quoten der Mitgliedstaaten seit den 1960er Jahren nicht mit der Entwicklung des Welthandels erhöht wurden und die Sonderziehungsrechte diese Lücke nicht schließen konnten. Dafür sprangen Großbanken ein, die wegen des schwachen Wirtschaftswachstums in den Industriestaaten auf der Suche nach neuen Investitionsmöglichkeiten waren, und sich nach 1973 zur wichtigsten Quelle der Zahlungsbilanzfinanzierung entwickelten. Doch weil private Großbanken weder politischen Einfluß ausüben können noch die rechtlichen Möglichkeiten besitzen, Kredite an ausländische Regierungen mit Politikauflagen zu verbinden, machten sie ihre Darlehensvergabe von Bereitschaftskreditvereinbarungen des IWF abhängig. Auf diese Weise wandelte sich der Währungsfonds vom „Hauptliquiditätsbereitsteller“ zum „Beglaubiger“ der Kreditwürdigkeit einzelner Staaten und damit zum „Katalysator“ für die Bereitstellung bilateraler öffentlicher Darlehen oder privater Kredite.³³

Der Interimsausschuß erarbeitete währenddessen die zweite Änderung des IWF-Übereinkommens, die am 1. April 1978 in Kraft trat. Aber auch dabei handelte es sich um keine grundlegende Reform, sondern vielmehr um eine Anpassung an die vom IWF verfolgte Politik nach Zusammenbruch des Fixkurssystems. Insbesondere bekam der Währungsfonds mehr Einfluß bei der Überwachung der wirtschaftlichen Entwicklung seiner Mitgliedstaaten, indem der neu gefaßte Art. IV des Übereinkommens regelmäßige Untersuchungen und Beratungen, die sogenannten Artikel-IV-Konsultationen, vorsah. Andere Bestimmungen wurden flexibler formuliert, um die Weiterentwicklung der Weltwährungsordnung zu erleichtern. Insbesondere gestattete das IWF-Übereinkommen jedem Mitgliedstaat fortan die freie Wahl seines Wechselkurssystems.³⁴

Die Schuldenkrise in den 1980er Jahren war ein weiteres einschneidendes Ereignis, das die internationale Währungsordnung nachhaltig beeinflusste und der Funktion des IWF eine neue Richtung gab.³⁵ Ausgehend von den beiden Ölpreisschocks 1973 und 1979, häufte sich in Entwicklungsländern eine hohe Staatsverschuldung an, die verschlimmert wurde, weil das geringe Wirtschaftswachstum in den Industriestaaten - insbesondere die durch restriktive Geldpolitik ausgelöste Rezession in den USA 1981 - für immer geringere Einnahmen aus Exportgeschäften sorgte.³⁶ Zudem änderte sich die Fälligkeitsstruktur der externen Verbindlichkeiten. Entwicklungsländer, vorwiegend in Südamerika, nahmen immer häufiger Kredite bei privaten Geschäfts-

³¹ Vgl. de Vries, 1985a, S. 267 ff.

³² Vgl. Cohen, 1983, S. 457 ff.

³³ Vgl. Cohen, 1983, S. 471.

³⁴ Vgl. Bundesministerium der Justiz, 1978, S. 22 f.

³⁵ Vgl. Boughton, 1997, S. 16.

³⁶ Vgl. Petersmann, 1982, S. 395.

banken auf, weil der IWF seine Zahlungsbilanzhilfen vermehrt mit Politikaufgaben versah. Private Gläubiger waren jedoch zunehmend nur noch bereit, Darlehen mit kurz- bis mittelfristigen Laufzeiten zu vergeben, um im günstigen Fall bei Fälligkeit verlängern oder im ungünstigen, bei Verlust der Kreditwürdigkeit ihrer Schuldner, Kapital abziehen zu können. Als Mexiko und Brasilien dieses Schicksal 1982 traf und weitere Länder folgten, übernahm der IWF mit der Moderation von Verhandlungen über Umschuldung notleidender Kredite eine weitere neue Aufgabe.³⁷ Seine Aktivitäten während der Schuldenkrise rechtfertigte der Währungsfonds, indem er argumentierte, daß das internationale Finanzsystem in Gefahr gewesen sei und er seiner Rolle als Wächter des internationalen Währungssystems habe gerecht werden müssen.³⁸ Da der IWF schneller und mit größeren finanziellen Mitteln als die Weltbank und andere Entwicklungsbanken in die Schuldenkrise der Entwicklungsländer eingreifen konnte, übernahm er damit eine Aufgabe, die bis dahin letzteren zugedacht war.³⁹ Die Grenzen zwischen den Aufgaben des IWF und der Weltbank begannen zu verschwimmen, unter anderem weil Zahlungsbilanzhilfen des IWF, wenn man davon absieht, daß Südkorea seit 1996 als Industriestaat gilt, seit 1977 nur noch von Entwicklungsländern in Anspruch genommen worden sind.

Mit dem Ende des Kalten Krieges und den stark anschwellenden internationalen Kapitalströmen stellten sich ab Anfang der 1990er Jahre zwei weitere Herausforderungen. Nach dem Zerfall der Sowjetunion und des Ostblocks sollten 28 neuen Mitgliedstaaten des IWF marktwirtschaftlich umorganisiert werden. Da die ehemaligen Funktionäre, Banker und Ökonomen keine Erfahrung mit dieser Wirtschaftsform besaßen, übernahm der IWF die Rolle des Ratgebers. Damit gab er Hilfe bei strukturpolitischen⁴⁰ Fragestellungen, was er zuvor nicht getan hatte.⁴¹ Allerdings wurde diese Vorgehensweise von seinen übrigen Mitgliedstaaten zumindest hingenommen, so daß er sie auch während der Mexiko-Krise 1994/95 beibehielt und im Rahmen der Asienkrise, wie weiter unten deutlich werden wird, noch ausbaute.

Die stark anwachsenden internationalen Kapitalströme zeigten an, wie sehr sich das internationale Finanzsystem seit der Konferenz von Bretton Woods verändert hatte. Waren anfänglich Regierungen und ihre Politik die treibenden Kräfte für wirtschaftliches Handeln in Entwicklungsländern und Emerging Markets⁴², so wird ihre Zuständigkeit gegenwärtig in der

³⁷ Vgl. Friedman, 1987, S. 24.

³⁸ Vgl. Petersmann, 1982, S. 395 f.

³⁹ Vgl. Friedman, 1987, S. 22 f.

⁴⁰ Dabei werden unter Strukturpolitik alle Maßnahmen gefaßt, die die Effizienz der Ressourcenallokation und die Produktivität in einer Volkswirtschaft verändern. Dazu zählen unter anderem Finanzsektorpolitik, Maßnahmen zur Liberalisierung des Handels und des Kapitalmarktes, Privatisierungs-, Preis-, Arbeitsmarkt-, Steuer- und Ausgabenpolitik, Armutsbekämpfung, Maßnahmen zur Verbesserung der Offenlegungspflicht und Datenbereitstellung sowie Korruptionsbekämpfung. Sie sollen Marktverzerrungen verringern oder beseitigen und einer modernen Marktwirtschaft entsprechende institutionelle Rahmenbedingungen schaffen. Vgl. Goldstein/Weatherstone, 2000, S. 4.

⁴¹ Vgl. Feldstein, 1998, S. 22.

⁴² Für den Begriff „Emerging Markets“ existiert eine Vielzahl von Definitionen. Sie unterscheiden sich hauptsächlich in ihren Abgrenzungskriterien. Da eine Klassifizierung nach quantitativen Merkmalen im Rahmen der vorliegenden Arbeit nicht notwendig erscheint, sollen unter Emerging Markets allgemein Entwicklungsländer ver-

Schaffung von Rahmenbedingungen für privatwirtschaftliche Aktivitäten und Unterstützung derselben gesehen. Die ursprüngliche Aufgabe scheint vom freien Kapitalfluß, durch den Investoren leicht und schnell investieren, aber auch Kapital abziehen können, übernommen worden zu sein.⁴³ In den 1990er Jahren wuchs der Welthandel doppelt, ausländische Direktinvestitionen dreimal sowie der Währungs- und Aktienhandel etwa zehnmal so stark wie die weltwirtschaftliche Produktion.⁴⁴ Dieser Entwicklung hat das IWF-Übereinkommen bisher keine Rechnung getragen. Die Satzung sieht zwar das Eingreifen des IWF generell bei Zahlungsbilanzproblemen vor. Auf förmliche Anfrage der USA hin interpretierte das Exekutivdirektorium das IWF-Übereinkommen jedoch in der Weise, daß nur solche Zahlungsbilanzprobleme gemeint seien, deren Ursprung in der Leistungsbilanz lägen. Die Mitgliedstaaten akzeptierten diese Präzisierung und verzichteten auf eine Änderung der Satzung.⁴⁵ Jedoch ist umstritten, inwieweit diese Interpretation des Exekutivdirektoriums (noch) bindend ist. Aus der Praxis heraus scheint die Antwort „Nein“ zu lauten, denn der IWF kommt in einer eigenen Studie zu dem Ergebnis, daß etwa 40% der Krisen, in denen er in den 1990er Jahren finanziell eingriff, ihren Ursprung in der Kapitalbilanz besaßen.⁴⁶ Letztendlich handelt es sich um eine juristische Frage, die bisher nicht verbindlich beantwortet werden konnte oder bewußt offen gelassen wurde.⁴⁷

Anscheinend nutzt der IWF diese unklare Rechtssituation, seine Kompetenzen weiter auszubauen und eigene Wege zu finden, sich an Veränderungen des internationalen Finanzsystems anzupassen. Insbesondere sein ehemaliger Geschäftsführender Direktor *Michel Camdessus*⁴⁸ steuerte in eine neue Richtung, indem er weniger die Behebung von Zahlungsbilanzproblemen und mehr die Förderung des Wirtschaftswachstums in den Vordergrund rückte. Zusätzlich sollte die Konditionalität im Rahmen der Hilfsprogramme verstärkt weiteren Zielen wie Senkung der Armut, Umweltschutz, Begrenzung der Militärausgaben sowie der Förderung von Good Governance⁴⁹ dienen.⁵⁰ Damit aber könnte der IWF Gefahr laufen, seinen monetären, technokratischen und vor allem nicht-politischen Charakter zumindest teilweise zu verlieren.

Der IWF besitzt laut Art. I (ii) seiner Satzung nicht ausdrücklich die Aufgabe, Wirtschaftswachstum zu fördern. Vielmehr legt Art. IV Abschn. 1 (i) die Verantwortung dafür in die Hände der

standen werden, die dabei sind, wirtschaftlich an Industrienationen aufzuschließen. Für eine weit beachtete quantitative Begriffsbestimmung vgl. International Financial Corporation, 1994.

⁴³ Vgl. Guitián, 1998, S. 4.

⁴⁴ Vgl. Thiessen, 1998, S. 1.

⁴⁵ Vgl. Gold, 1996, S. 51 ff. und S. 92.

⁴⁶ Vgl. International Monetary Fund, 2000e, S. 24.

⁴⁷ Eine ausführliche Erörterung sollte Rechtswissenschaftlern vorbehalten bleiben. Für eine einführende Darstellung der Diskussion vgl. Gold, 1996.

⁴⁸ *Michel Camdessus* war von 1987 bis 2000 Geschäftsführender Direktor des IWF. Er wurde von *Horst Köhler* im Mai 2000 abgelöst.

⁴⁹ Good Governance wird mit „Solide Amtsführung“ übersetzt. Da diese Bezeichnung auch im deutschsprachigen Raum wenig verbreitet ist, soll im folgenden der englische Begriff beibehalten werden.

⁵⁰ Vgl. de Vries, 1997, S. 239.

Mitgliedstaaten.⁵¹ Selbst wenn es wünschenswert wäre, Hilfsprogramme an dem Ziel des Wirtschaftswachstums auszurichten, sind dabei einige Punkte zu berücksichtigen. Erstens dauern solche Programme länger als reine Zahlungsbilanzhilfen, und zweitens erfordern sie umfangreichere finanzielle Mittel. Außerdem könnten sie drittens kurzfristig zu erhöhter Importnachfrage nach Investitionsgütern führen, um langfristig die Produktion handelbarer Güter auszuweiten. Dies allerdings könnte kurzfristig negativen Einfluß auf die Leistungsbilanz haben, was dem eigentlichen Ziel des IWF widerspräche.

Obwohl Wirtschaftswachstum als direktes Ziel nicht aus der Satzung des IWF hervorgeht, dient es selbst als Rechtfertigungsgrundlage einiger weiterer Unterziele. Beispielsweise wird damit die Förderung von Good Governance gerechtfertigt.⁵² Durch die verstärkte Akzentuierung von Good Governance im Rahmen seiner Artikel-IV-Konsultationen verspricht sich der Währungsfonds einen Beitrag zur Befreiung des öffentlichen Sektors von Bestechung und Korruption, um die Allokation staatlicher Ressourcen zu verbessern.⁵³ Obwohl dies ein erstrebenswertes Ziel ist, besteht auch hier die Gefahr, daß der IWF in die politischen Angelegenheiten und mikroökonomische Prozesse seiner Mitgliedstaaten eingreifen könnte. Zwar sind solche Eingriffe durch das IWF-Übereinkommen nicht ausdrücklich verboten, doch sollte das Prinzip der politischen Nichteinmischung auch für den IWF gelten.⁵⁴

Die neuen Ziele „Wirtschaftswachstum“ und „Good Governance“ stoßen nicht auf ungeteilte Zustimmung. Dies läßt sich unter anderem daran festmachen, daß die Satzung des IWF in den 1990er Jahren zwar ein drittes und viertes Mal geändert wurde, deren Aufnahme dabei jedoch keine Rolle spielte: Die dritte Änderung trat am 11. November 1992 in Kraft. Sie ermöglichte, Stimm- und andere Mitgliedschaftsrechte von Ländern mit hartnäckigen Zahlungsrückständen gegenüber dem IWF zu suspendieren, wenn diese sich kooperationsunwillig zeigen. Die vierte Änderung wurde durch den Gouverneursrat im September 1997 beschlossen und sah eine einmalige SZR-Zuteilung in Höhe von insgesamt 42,87 Mrd. SZR (etwa 55,73 Mrd. US-Dollar) vor. Sie trat erst im Januar 1999 in Kraft, weil der US-Kongreß die Ratifizierung verzögerte.

⁵¹ In Art. I (ii) heißt es: „die Ausweitung und ein ausgewogenes Wachstum des Welthandels zu erleichtern und dadurch zur Förderung und Aufrechterhaltung eines hohen Beschäftigungsgrads und Realeinkommens sowie zur Entwicklung des Produktionspotentials aller Mitglieder als oberste Ziele der Wirtschaftspolitik beizutragen;“. Bundesministerium der Justiz, 1978, S. 19. Art. IV Abschn. 1 (i) lautet: „Insbesondere wird jedes Mitglied bestrebt sein, seine Wirtschafts- und Währungspolitik unter angemessener Berücksichtigung seiner Situation auf das Ziel eines geordneten Wirtschaftswachstums bei angemessener Preisstabilität auszurichten;“. Bundesministerium der Justiz, 1978, S. 22.

⁵² Vgl. Gold, 1996, S. 503.

⁵³ Vgl. International Monetary Fund, 1998c, S. 6 f.

⁵⁴ Vgl. Gold, 1996, S. 503.

2.2 Finanzielle Ausstattung des IWF

2.2.1 Quoten und Stimmengewichte

Nach Art. III des IWF-Übereinkommens besitzt jedes Mitgliedsland mit Aufnahme in die Organisation einen Kapitalanteil, die sogenannte Quote. Diese entspricht seiner Einzahlungsverpflichtung, der - vergleichbar einer kreditgenossenschaftlichen Einlage - beim IWF nachzukommen ist. Sie spielt eine zentrale Rolle im Verhältnis zwischen den jeweiligen Mitgliedsländern und dem IWF, weil sich nach ihr gewöhnlich das Recht zum finanziellen Rückgriff auf den Währungsfonds und das Stimmrecht des Mitgliedslandes bemessen. Außerdem werden neu geschaffene Sonderziehungsrechte den am SZR-System teilnehmenden IWF-Mitgliedern anteilig nach ihren Quoten zugeteilt. Die Einlage des Mitglieds ist zu 25% in Form von Sonderziehungsrechten oder Reservewährungen und zu 75% in heimischer Währung zu leisten. Letztere bilden gleichzeitig seine Reservetranche innerhalb des IWF. Das heißt, der Mitgliedstaat kann jederzeit bei Vorliegen von Zahlungsbilanzschwierigkeiten 75% seiner Quote in Reservewährungen ziehen, indem er den Gegenwert dieses Betrages in eigener Währung beim IWF hinterlegt.⁵⁵ Die Höhe der Quote wird bei Eintritt des neuen Mitgliedstaats über einen Beschluß des Gouverneursrats festgelegt. Dabei bilden bestimmte volkswirtschaftliche Schlüsselzahlen wie Bruttoinlandsprodukt (BIP), Währungsreserven sowie die laufenden außenwirtschaftlichen Transaktionen und deren Schwankungen wichtige Entscheidungsgrundlagen.⁵⁶ Sämtliche Quoten sind gemäß Art. III Abschn. 2 (a) spätestens alle fünf Jahre zu überprüfen und gegebenenfalls anzupassen.

Wie bereits erwähnt, bemißt sich das Stimmengewicht der Mitgliedstaaten nach ihren Quoten, das heißt, Abstimmungen innerhalb des IWF werden mit gewichteten Stimmen durchgeführt und nicht wie beispielsweise bei der UNO gemäß dem Prinzip „One-State-one-Vote“. Nach Art. XII Abschn. 5 des IWF-Übereinkommens erhält jedes Mitglied 250 Basisstimmen plus eine weitere Stimme für jeden Anteil seiner Quote, der 100.000 SZR entspricht. Auf diese Weise erhalten die größten Einzahler des IWF das größte Stimmengewicht. Quoten, Quotenanteile und Stimmrechtsanteile sind in Anhang I für die wichtigsten Länder und Regionen zusammengefaßt. Die letzte Quotenerhöhung datiert auf den 22. Januar 1999. Dabei wurde die Gesamtquote um 45% auf rund 212 Mrd. SZR (etwa 275,6 Mrd. US-Dollar) angehoben. Allerdings ist zu berücksichtigen, daß 75% der Einlagen in heimischen Währungen vorgenommen werden dürfen, so daß etwa die Hälfte der Bilanzsumme des IWF für etwaige Hilfskredite nicht verwendbar ist. Zu den größten Geldgebern der Organisation gehören die G-7 mit den USA an der Spitze. Die Vereinigten Staaten besitzen mit über 17% einen größeren Stimmenanteil als die Entwicklungsländer Afrikas (etwa 5,6%) und Asiens (etwa 9,3%) zusammen und können mit dieser Sperrminorität wichtige Entscheidungen, beispielsweise eine Änderung des IWF-Übereinkommens, ohne Unterstützung anderer Staaten verhindern.

⁵⁵ Vgl. International Monetary Fund, 1998c, S. 11.

⁵⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank, 1997, S. 17.

2.2.2 Zusätzliche Finanzierungsquellen

Als sich Anfang der 1960er Jahre das Leistungsbilanzdefizit der USA auszudehnen begann, bestand erstmals die Aussicht, daß auch die USA finanzielle Mittel des IWF in Anspruch nehmen könnten. Zudem wuchs der Welthandel stärker als die Weltwährungsreserven, und die neue Konvertibilität wichtiger europäischer Währungen sorgte für zunehmend größere Ströme kurzfristigen Kapitals. Daraus entwickelte sich eine Diskussion darüber, ob der IWF im Fall einer Ziehung durch einen Industriestaat noch in der Lage wäre, genügend finanzielle Ressourcen für andere Mitgliedstaaten bereitzustellen und ob die üblichen Reservearten, im wesentlichen US-Dollar und Gold, für die Bereitstellung internationaler Liquidität künftig ausreichend sein würden.⁵⁷ Um dem potentiellen Liquiditätsmangel vorzubeugen, eröffnete sich der IWF zwei neue Finanzierungsquellen. Erstens schloß er mit Vertretern der Regierungen oder Zentralbanken von zehn Mitgliedstaaten⁵⁸, zwischen denen die aufgrund des Leistungsbilanzdefizits in den USA entstehenden spekulativen Kapitalströme vermutlich fließen würden, eine Übereinkunft, die es ihm ermöglichte, im Bedarfsfall zusätzliche Gelder zu erhalten. Dieses am 5. Januar 1962 geschlossene Arrangement ist als Allgemeine Kreditvereinbarung (General Arrangements to Borrow) bekannt. Kredite im Rahmen der Allgemeinen Kreditvereinbarung, die der IWF ursprünglich nur zur Finanzierung von Zahlungsbilanzhilfen an Mitglieder der Zehnergruppe aufnehmen konnte, spielten bei Ziehungen der USA, Großbritanniens, Frankreichs und Italiens in den 1960er und 1970er Jahren eine wichtige Rolle. Seit Ende 1983 stehen diese Kreditlinien unter bestimmten Voraussetzungen auch zur Finanzierung von Darlehen an solche Länder zur Verfügung, die selbst nicht Teilnehmer dieser Vereinbarung sind. Gleichzeitig wurde das Volumen von knapp 6 Mrd. SZR auf 17 Mrd. SZR (etwa 22,1 Mrd. US-Dollar) erweitert. Außerdem schloß der IWF mit Saudi-Arabien eine assoziierte Kreditvereinbarung über 1,5 Mrd. SZR (etwa 1,95 Mrd. US-Dollar) ab.⁵⁹ Die Allgemeine Kreditvereinbarung wurde letztmalig im Rahmen der Rußland-Krise 1998 aktiviert.⁶⁰

Zweitens schuf der IWF die sogenannten Sonderziehungsrechte (Special Drawing Rights), die 1969 im Rahmen der ersten Änderung des IWF-Übereinkommens offiziell in seine Satzung aufgenommen wurden. Dabei handelt es sich um eine künstliche Reservewährung, die Mitglieder ihrem Bestand an Gold und Devisen hinzufügen können. Der Wert eines Sonderziehungsrechts (SZR) wird banktäglich aus einem gewichteten Währungskorb der vier⁶¹ Hauptreservewährungen abgeleitet. Ursprünglich erhoffte sich der IWF durch die Schaffung von SZR die Etablierung

⁵⁷ Vgl. Horsefield, 1969, S. 491.

⁵⁸ Dazu zählten: Belgien, Deutsche Bundesbank, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Schwedische Reichsbank, USA. Als elftes Mitglied ist später die Schweizer Nationalbank hinzugekommen.

⁵⁹ Vgl. International Monetary Fund, 1999a, S. 1 f.

⁶⁰ Neben der Allgemeinen Kreditvereinbarung wurden dem IWF in bestimmten Ausnahmepetoden wie zum Beispiel den Ölpreiskrisen auch einmalige Kreditlinien eingeräumt, auf die hier nicht weiter eingegangen werden soll. Vgl. dazu Deutsche Bundesbank, 1997, S. 18.

⁶¹ Bis zum 31.12.1998 die fünf Währungen US-Dollar, Yen, Pfund Sterling, Deutsche Mark und französische Francs. Danach wurden die beiden letztgenannten durch den Euro ersetzt.

einer neuen wichtigen Reservewährung mit der die Liquiditätsposition seiner Mitgliedstaaten entscheidend verbessert sowie inflationäre oder deflationäre Entwicklungen begrenzt werden könnten.⁶² Tatsächlich haben sie diese Rolle, unter anderem weil ihre Schaffung nach Art. XVIII, Abschn. 4 (d) des IWF-Übereinkommens eine Mehrheit von 85% aller Stimmrechte erfordert, bisher nicht übernommen.⁶³ Zwar ist jeder Mitgliedstaat verpflichtet, dem IWF seine Währung innerhalb bestimmter Grenzen gegen SZR zu verkaufen. Doch auf diese Möglichkeit hat der Währungsfonds bisher nur selten und in geringem Umfang zurückgegriffen. Trotz der geringen internationalen Bedeutung ist das Sonderziehungsrecht seit März 1972 offizielle Buchführungs- und Rechnungseinheit des IWF.

Als während der Mexiko-Krise 1994/95 deutlich wurde, daß zukünftige Währungs- und Finanzkrisen weitaus mehr finanzielle Mittel des IWF binden könnten als bisher, wurde auf Initiative der Staats- und Regierungschefs der G-7 nach längeren Verhandlungen am 17. November 1998 die sogenannte Neue Kreditvereinbarung (New Arrangements to Borrow) geschaffen. Dabei handelt es sich um Kreditvereinbarungen des IWF mit 25 Mitgliedstaaten oder ihren Zentralbanken, die ein Gesamtvolumen von annähernd 17 Mrd. SZR (etwa 22,1 Mrd. US-Dollar) aufweisen. Wie bei der Allgemeinen Kreditvereinbarung erfolgt der Rückgriff auf Vorschlag des Geschäftsführenden Direktors. Die Entscheidung über die Aktivierung durch das Exekutivdirektorium kann jedoch nur dann erfolgen, wenn die an der Kreditvereinbarung beteiligten Vertragsparteien zustimmen. Die Aufnahme neuer Mitglieder wird alle fünf Jahre geprüft und bedarf zu diesem Zeitpunkt der Zustimmung von Mitgliedstaaten, die mindestens 80% der gesamten Kreditsumme aus Allgemeiner und Neuer Kreditvereinbarung auf sich vereinbaren oder 85% zu jeder anderen Gelegenheit. Erstmals aktiviert wurde die Neue Kreditvereinbarung zur Finanzierung von Teilbeträgen des Hilfsprogramms für Brasilien im Dezember 1998.⁶⁴

Neben diesen Quellen stehen dem IWF noch weitere Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung. Er kann bei seinen Mitgliedstaaten bilateral Kredite aufnehmen, wenn das betreffende Land dem zustimmt. Zusätzlich steht ihm laut IWF-Übereinkommen offen, Kredite auch über andere Quellen – beispielsweise auf den internationalen Kapitalmärkten - zu beschaffen. Allerdings ist dafür die Einwilligung des Landes nötig, dessen Währung dabei Verwendung findet. Von dieser Möglichkeit hat der Währungsfonds bisher abgesehen, weil wichtige Mitgliedsländer eine zu leichte Refinanzierung befürchten, die die Durchsetzung von Hilfsprogrammen bei Kreditnehmern erschweren, die finanzielle Position des IWF in die Abhängigkeit der Kapitalmarktentwicklung geraten und die Bereitschaft einzelner Mitgliedstaaten sinken könnte, sich mit finanziellen Mitteln im IWF zu beteiligen.⁶⁵

⁶² Vgl. Gold, 1984, S. 457.

⁶³ Deshalb soll im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter auf die SZR eingegangen werden. Umfangreiche Zusatzinformationen lassen sich auf der Website des IWF (<http://www.imf.org>) finden.

⁶⁴ Vgl. International Monetary Fund, 1999b, S. 1 f.

⁶⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank, 1997, S. 20.

Schließlich stehen dem IWF neben den regulären Mitteln zur Finanzierung seiner Hilfen für Zahlungsbilanzschwierigkeiten noch besondere Mittel für konzessionäre Zahlungsbilanzhilfen an Entwicklungsländer mit niedrigem Pro-Kopf-Einkommen im Konto für Sonderverwendungen (Special Disbursement Account) und im Treuhandfonds (Enhanced Structural Adjustment Facility Trust), die sich hauptsächlich aus Zinszahlungen und Kredittilgungen speisen, zur Verfügung. Da diese Mittel für die Behebung langwieriger Zahlungsbilanzprobleme eingesetzt werden und nicht der Bewältigung akuter Währungs- und Finanzkrisen dienen, sollen sie an dieser Stelle nicht weiter erläutert werden.

2.3 Finanzhilfen durch den IWF

2.3.1 Voraussetzungen für die Bereitstellung finanzieller Hilfen

Der IWF macht die Inanspruchnahme seiner Finanzhilfen von der Erfüllung gestaffelter Bedingungen abhängig. Für den Rückgriff auf die Reserveposition im IWF ist lediglich ein entsprechender Bedarf des Landes aufgrund von Zahlungsbilanzproblemen Voraussetzung. Zur IWF-Reserveposition zählen die Reservetranche und eventuelle Forderungen aus der Gewährung von mittelfristigen Krediten an den IWF. Auf diese Mittel kann automatisch und ohne Rechtfertigung zurückgegriffen werden. Der IWF ist ebenfalls nicht berechtigt, diese Ziehungen mit bestimmten Politikaufgaben zu versehen.

Bei Ziehungen in der ersten Kredittranche muß das kreditsuchende Land lediglich in allgemeiner Form nachweisen, daß es angemessene Anstrengungen unternimmt, seine Zahlungsbilanzprobleme zu beheben. Ziehungen in höheren Kredittranchen können nur nach einem besonderen Prüfungs- und Rechtfertigungsverfahren erfolgen, bei dem der Währungsfonds für die Bemühungen des ziehenden Landes zur Überwindung seiner Schwierigkeiten konkrete wirtschaftspolitische Auflagen macht. Diese sogenannte Konditionalität soll sowohl dem kreditnehmenden Land helfen, auf mittlere Frist eine tragfähige Zahlungsbilanzposition zu erreichen, als auch die Wahrscheinlichkeit der fristgerechten Rückzahlung erhöhen, damit der Währungsfonds seine Mittel revolving einsetzen kann.⁶⁶ Bei der Ausarbeitung eines solchen Hilfsprogramms werden Ursachen und voraussichtliche Dauer der Zahlungsbilanzschwierigkeiten sowie die wirtschaftspolitischen Gegebenheiten des betreffenden Landes berücksichtigt. Um die Erfüllung der Auflagen beurteilen beziehungsweise über die Auszahlung von Teilkrediten entscheiden zu können, hat der IWF mehrere Techniken entwickelt. Erstens kann er Leistungskriterien (Performance Criteria) festlegen. Darunter sind genau definierte Zielvorgaben wie beispielsweise eine Untergrenze für den Bestand an Währungsreserven oder eine Obergrenze für das staatliche Budgetdefizit zu verstehen. Bei Nichterfüllung wird eine Auszahlung nur dann gewährt, wenn der IWF offiziell einen Verzicht (Waiver) ausspricht. Ähnlich restriktiv sind zweitens vorausgehende Maßnahmen (Prior

Actions) im Vorfeld neuer oder regelmäßig stattfindender Erfolgskontrollen im Rahmen bestehender Kreditvereinbarungen (Program Reviews). Auch sie werden genau definiert und sind wesentliches Kriterium für neue oder weitere Auszahlungen. Darüber hinaus bedient sich der IWF drittens sogenannter Benchmarks. Dabei handelt es sich um weniger genau definierbare Vorgaben. Sie besitzen deshalb keinen direkten Bezug zur Auszahlung von Teilkrediten. Benchmarks sollen vielmehr einen generellen Überblick über den Fortschritt eines Hilfsprogramms bieten.⁶⁷ Dadurch eröffnen sich allerdings sowohl für den Währungsfonds als auch für das kreditnehmende Land Handlungsspielräume. Denn auf der einen Seite kann der IWF diskretionär entscheiden, bis zu welchem Prozentsatz nicht erfüllter Benchmarks er die Überprüfung bestehender Kreditvereinbarungen als erfolgreich abgeschlossen erachtet. Auf der anderen Seite bieten sie dem Schuldnerland die Möglichkeit auszutesten, wieviel nichterfüllte Benchmarks der IWF toleriert.

Die Berechtigung, seinen kreditsuchenden Mitgliedstaaten wirtschaftspolitische Auflagen zu machen, konnte der IWF nicht eindeutig aus der ursprünglichen Fassung des IWF-Übereinkommens ableiten.⁶⁸ Doch schon in den ersten Jahren entwickelte sich aus der Praxis heraus, daß der Währungsfonds nur dann bereit war, Kredite zu vergeben, wenn das entsprechende Land bestimmte Bedingungen erfüllte. 1952 bekam das Prinzip der Konditionalität durch einen Beschluß des Exekutivdirektoriums offiziellen Charakter.⁶⁹ 1969 folgte mit einer Neuformulierung des Art. V⁷⁰ im Rahmen der ersten Änderung des IWF-Übereinkommens die explizite Aufnahme des Prinzips in die Satzung des IWF. Die Mitgliedstaaten waren sich demnach grundsätzlich einig, daß Kredite des IWF mit Auflagen verbunden sein sollten. Unterschiedliche Auffassungen bestanden jedoch seit Beginn darüber, welche konkreten Auflagen sinnvoll sind. Der Artikel enthält keine Aussagen über die Zulässigkeit bestimmter Politikvorgaben, fordert jedoch auf, zur Konkretisierung diesbezügliche Grundsätze zu beschließen, was das Exekutivdirektorium mit der Verabschiedung von zwölf Richtlinien zur Konditionalität am 2. März 1979 getan hat.⁷¹ Die Richtlinien vier und neun sehen unter anderem vor, daß die Auflagen so wenig wie möglich in die innenpolitischen Ziele und Präferenzen der Regierung des kreditnehmenden Landes eingreifen, und daß sich die Leistungskriterien normalerweise auf makroökonomische Variablen

⁶⁶ Vgl. International Monetary Fund, 1998c, S. 51 f.

⁶⁷ Vgl. International Monetary Fund, 2001h, S. 6.

⁶⁸ Während die USA bereits in Bretton Woods vorschlugen, Kredite mit Konditionalität zu verbinden, hatten sich die meisten anderen Staaten, allen voran Großbritannien, noch dagegen ausgesprochen. Vgl. Dell, 1981, S. 2 ff.

⁶⁹ Dabei handelt es sich um Entscheidung Nr. 102-(52/11), abgedruckt zum Beispiel in Guitián, 1981, S. 42 ff.

⁷⁰ Die ursprüngliche Formulierung befand sich in Art V Abschn. 3 (c); seit der zweiten Änderung des IWF-Übereinkommens in Art V Abschn. 3 (a). Dort heißt es: „Für die Inanspruchnahme seiner allgemeinen Mittel, auch im Rahmen von Bereitschaftskredit- oder ähnlichen Vereinbarungen, beschließt der Fonds Geschäftsgrundsätze, wobei er für besondere Zahlungsbilanzprobleme besondere Geschäftsgrundsätze beschließen kann; diese Geschäftsgrundsätze sind darauf auszurichten, daß sie den Mitgliedern bei der diesem Übereinkommen gemäßen Lösung ihrer Zahlungsbilanzprobleme helfen und ausreichende Sicherungen dafür schaffen, daß die allgemeinen Fondsmittel nur zeitweise in Anspruch genommen werden.“ Bundesministerium der Justiz, 1978, S. 24.

⁷¹ Dabei handelt es sich um Entscheidung Nr. 6056-(79/38). Die Richtlinien heißen im Original „Guidelines on Conditionality for the Use of the Fund’s Resources and for Stand-by Arrangements“ und sind in ihrem vollen Wortlaut unter anderem in Guitián, 1981, S. 45 f. abgedruckt. Die Richtlinien sind öfters, letztmalig 1994, unwesentlich überarbeitet worden.

beziehen sollen.⁷² Allerdings beinhalten sie genauso schwammige Formulierungen wie der vorangestellte Satz, was sie von Beginn an interpretationsfähig und umstritten machte.⁷³ Bisher können dem IWF anhand des Übereinkommens und der Richtlinien zur Konditionalität keine eindeutigen und verbindlichen Grenzen für seine Auflagenpolitik gezogen werden.⁷⁴

2.3.2 Reservetranchen und Kreditfazilitäten

Nach Art. I (v) seiner Satzung gehört die Gewährung finanzieller Hilfen bei Zahlungsbilanzschwierigkeiten seiner Mitgliedstaaten zu den wichtigsten Aufgaben des IWF. Im allgemeinen Sprachgebrauch wird von Darlehens- oder Kreditvergabe gesprochen, obwohl das „kreditnehmende“ Land technisch betrachtet Reservewährungen oder Sonderziehungsrechte gegen heimische Währung kauft. Bei diesem Verfahren spricht man von einer Ziehung. Umgekehrt kauft der Mitgliedstaat bei Fälligkeit seine eigene Währung gegen Devisen zurück. Trotz der technisch nicht korrekten Bezeichnung soll im Rahmen dieser Arbeit die allgemein übliche Sprachregelung beibehalten und von Kreditvergabe gesprochen werden, sofern die Unterscheidung aus dem Zusammenhang heraus nicht zwingend ist.

Der IWF verfügt über reguläre Fazilitäten⁷⁵ und Sonderfazilitäten⁷⁶, um Mitgliedstaaten mit Liquidität zu versorgen. Zu den regulären Fazilitäten gehören die bereits angesprochene Reservetranche und die in vier Bereiche unterteilte Kredittranche. Die Höhe der Reservetranche entspricht der Quote eines Landes abzüglich der in heimischer Währung geleisteten Subskriptionszahlung, zuzüglich des Anteils davon, den der IWF zum jeweiligen Berechnungszeitpunkt für Kredite an andere Länder nutzt. Der so errechnete Betrag kann durch das betreffende Land jederzeit und ohne Auflagen gezogen werden. Wenn ein Mitgliedstaat darüber hinaus finanzielle Mittel benötigt, muß er Ziehungen in der Kredittranche vornehmen. Sie entspricht 100% seiner Quote und ist in vier Tranchen zu je 25% der Quote aufgeteilt. Sofern ein Land auf die Kredittranchen zurückgreift, muß der IWF als monetäre Institution darauf achten, daß die von ihm gewährten Mittel möglichst schnell revolvieren, das heißt zurückfließen, weil den Krediten Reserveguthaben von Gläubigerländern entsprechen, die jederzeit verfügbar sein müssen.⁷⁷ Um die

⁷² Vgl. Guitián, 1981, S. 45 f.

⁷³ Vgl. Gold, 1986, S. 22.

⁷⁴ Auf die Darstellung der juristischen und völkerrechtlichen Diskussion, die das IWF-Übereinkommen und die Richtlinien zur Konditionalität ausgelöst haben, muß im Rahmen dieser Arbeit verzichtet werden. Der interessierte Leser sei auf die hier zitierte Literatur von *Joseph Gold*, ehemaliger Leiter der IWF-Rechtsabteilung, sowie die darin angegebene Literatur verwiesen.

⁷⁵ Der Begriff „Fazilität“ umschreibt eine Kreditmöglichkeit, die bei Bedarf in Anspruch genommen werden kann.

⁷⁶ Diese werden im Rahmen zeitlich begrenzter Sonderprogramme für spezielle Zahlungsbilanzprobleme in Form von Darlehen herkömmlicher Art gewährt. Sie bleiben im weiteren Verlauf der Arbeit ohne Bedeutung. Dazu zählen: Strukturanpassungs- und Erweiterte Strukturanpassungsfazilität (abgelöst durch die Armutsbekämpfungsfazilität und Wachstumsfazilität), Fazilität zur Kompensations- und Eventualfinanzierung, Fazilität zur Finanzierung von Rohstoff-Ausgleichslagern. Vgl. dazu Deutsche Bundesbank, 1997, S. 31 ff. oder die Informationen auf der Website des IWF (<http://www.imf.org>).

⁷⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank, 1997, S. 28.

Rückzahlung zu gewährleisten, versieht der IWF seine Kredite mit wirtschaftspolitischen Auflagen, die mit jeder weiteren Tranche an Schärfe zunehmen. Da der Finanzbedarf von Mitgliedern mit Zahlungsbilanzproblemen fast immer den Betrag der Reservetranche übersteigt, finden kaum noch Ziehungen ohne Konditionalität statt.⁷⁸

Der IWF besitzt gegenwärtig mit der Bereitschaftskreditvereinbarung (Stand-by Arrangement) und der Erweiterten Kreditvereinbarung (Extended Fund Facility) zwei unterschiedliche Rahmenvereinbarungen, innerhalb derer finanzielle Mittel bei generellen Zahlungsbilanzproblemen, wie sie bei Währungs- und Finanzkrisen auftreten können, gewährt werden. Von 182 in den 1990er Jahren geschlossenen Vereinbarungen waren mehr als 80% Bereitschaftskreditvereinbarungen, wobei die Nutzung von Erweiterten Kreditvereinbarungen im Zeitablauf stieg.⁷⁹ Die Bereitschaftskreditvereinbarung hat gewöhnlich eine Laufzeit von zwölf bis 18, in Ausnahmefällen bis 36 Monate und soll beitragen, temporäre oder zyklische Zahlungsbilanzprobleme zu lösen. Erweiterte Kreditvereinbarungen unterstützen drei bis vier Jahre währende Hilfsprogramme, die tiefer greifende makroökonomische oder strukturelle Probleme zu beheben versuchen.⁸⁰ Für die Kreditbereitstellung und die im Zusammenhang mit der Ziehung anfallenden Kosten müssen Mitgliedstaaten eine Gebühr in Höhe von 1% des Kreditbetrags sowie für das Darlehen selbst einen variablen Zinssatz entrichten, der sich an dem für Sonderziehungsrechte orientiert und etwa zwischen 4% und 6% schwankt.⁸¹

Wegen der herausragenden Rolle, die die Bereitschaftskreditvereinbarung im Rahmen der Asienkrise gespielt hat, soll kurz ihre historische Entwicklung dargestellt werden: Bereitschaftskreditvereinbarungen waren nicht Bestandteil des ursprünglichen IWF-Übereinkommens. Sie wurden 1952 mit der Einführung des Prinzips der Konditionalität geschaffen, um letztere in die Kreditvergabe des IWF zu integrieren.⁸² Darüber hinaus hatte sich zuvor die Schwierigkeit ergeben, daß Mitgliedstaaten Finanzhilfen nur zögerlich in Anspruch nahmen, weil der IWF nach Art. V Abschn. 5 des IWF-Übereinkommens, Gelder zurückfordern kann, wenn er der Auffassung ist, daß sie nicht satzungsgemäß verwendet werden.⁸³ Die Bereitschaftskreditvereinbarung ermöglichte dem kreditnehmenden Land fortan, ratenweise Ziehungen vorzunehmen, ohne ständig Rückforderungen befürchten und ohne in neue Verhandlungen mit dem Währungsfonds eintreten zu müssen, solange die in der Vereinbarung festgelegten wirtschaftspolitischen Auflagen erfüllt wurden.⁸⁴ Im Rahmen der ersten Änderung des IWF-Übereinkommens ist die Bereitschaftskreditvereinbarung unter Art. V Abschn. 3 (a) aufgenommen worden. Da sie in der Satzung nicht weiter

⁷⁸ Vgl. Polak, 1991, S. 3.

⁷⁹ Vgl. International Monetary Fund, 2000e, S. 22.

⁸⁰ Vgl. Fischer, 1998, S. 6.

⁸¹ Vgl. International Monetary Fund, 1998c, S. 29 f. und S. 120 f.

⁸² Vgl. Conrad, 1989, S. 412.

⁸³ Vgl. Bundesministerium der Justiz, 1978, S. 26.

⁸⁴ Vgl. International Monetary Fund, 2001b, S. 12.

präzisiert wird, besitzt der IWF große Flexibilität bei der Anpassung der Bereitschaftskreditvereinbarung an neue Ansprüche.⁸⁵

Wie bereits kurz dargelegt, haben seit Beginn der 1990er Jahre internationale Kapitalbewegungen an Größe und Volatilität zugenommen. Um besser auf Zahlungsbilanzkrisen, die mit massiven Kapitalabflüssen einhergehen, reagieren zu können, hat der IWF zwei neue Fazilitäten geschaffen. Die erste der beiden schuf er im Dezember 1997 in Reaktion auf die Krise in Südkorea. Diese sogenannte Zusätzliche Reservefazilität (Supplemental Reserve Facility) soll kurzfristig umfangreiche finanzielle Unterstützung bieten, wenn ein Mitgliedstaat unter einem außergewöhnlichen Zahlungsbilanzproblem leidet, das durch einen plötzlichen Vertrauensverlust auf dem Finanzmarkt, der sich in massivem Druck auf Kapital- und Devisenbilanz äußert, hervorgerufen wurde.⁸⁶ Darüber hinaus soll sie auch dort eingesetzt werden, wo der Kapitalabfluß aus einem Land das Risiko der Ansteckung für andere Länder birgt und dadurch die Stabilität des internationalen Finanzsystems gefährden könnte.⁸⁷ Der Einsatz dieser Fazilität ermöglicht die Versorgung eines Mitgliedstaats mit finanziellen Mitteln ohne Berücksichtigung seiner Quote. Die Gewährung der Zusätzlichen Reservefazilität basiert auf Bedürftigkeit, der Fähigkeit zur Rückzahlung sowie der Leistung im aktuellen und der in früherer Hilfsprogrammen.⁸⁸ Die finanziellen Mittel werden im Rahmen einer Bereitschafts- oder Erweiterten Kreditvereinbarung zur Verfügung gestellt. Das kreditnehmende Mitgliedsland hat die Verpflichtung, den Betrag in zwei Raten innerhalb von zwei beziehungsweise 2½ Jahren zurückzuzahlen.

Während die Zusätzliche Reservefazilität für Mitgliedstaaten in Krisensituationen geschaffen wurde, ist die zweite neue Fazilität – erstmalig in der Geschichte des IWF - für die Vorbeugung von Zahlungsbilanzproblemen konzipiert. Die sogenannte Vorbeugende Kreditfazilität (Contingent Credit Line) wurde im Mai 1999 beschlossen und soll allen Mitgliedstaaten offen stehen, die eine gute Wirtschaftspolitik betreiben, starke Finanzsysteme besitzen und dabei internationale Finanzsektorstandards etabliert haben, aber zur Sicherheit eine vorbeugende Kreditlinie für mögliche Zahlungsbilanzprobleme benötigen, die aus internationaler Ansteckung entstehen könnten. Das heißt, die Vorbeugende Kreditfazilität kann immer dann in Anspruch genommen werden, wenn der Ursprung der Probleme außerhalb des Einflußbereichs des Mitgliedstaats liegt. Auch diese Fazilität ermöglicht Ziehungen über die übliche Quotenbegrenzung hinaus und ist ebenfalls mit höheren Zinssätzen und kürzeren Laufzeiten als die gewöhnliche Bereitschaftskreditvereinbarung ausgestattet. Zudem soll der private Sektor in die Krisenvermeidung mit einbezogen werden. Um zu gewährleisten, daß seine finanziellen Ressourcen nicht überstrapaziert werden, hat der IWF rigide Bedingungen an die Inanspruchnahme der Vorbeugenden Kreditfazilität gestellt. Zum Zeitpunkt der Billigung darf das kreditsuchende Land noch keine Zahlungsbilanzschwierig-

⁸⁵ Vgl. Gold, 1979, S. 54.

⁸⁶ Vgl. International Monetary Fund, 2000e, S. 16.

⁸⁷ Vgl. International Monetary Fund, 1998d, S. 143.

⁸⁸ Vgl. International Monetary Fund, 1998c, S. 34.

keiten besitzen und die letzten Artikel-IV-Konsultationen müssen positiv verlaufen sein. Der IWF muß zudem prüfen, ob internationale Finanzstandards eingehalten werden und „konstruktive Beziehungen“ zwischen Schuldnern und Gläubigern bestehen. Darüber hinaus hat das Mitgliedsland einen für den IWF befriedigenden Wirtschafts- und Finanzplan vorzulegen. Wenn die Ziehungen dann tatsächlich notwendig werden, muß der IWF prüfen, ob dieser Plan umgesetzt wurde, und ob alle weiteren Voraussetzungen noch erfüllt sind.⁸⁹ Sofern ein Mitgliedstaat in Erwägung zieht, die Vorbeugende Kreditfazilität zukünftig in Anspruch nehmen zu wollen, ist er verpflichtet, dem IWF ein erhöhtes Maß an Überwachungsmöglichkeiten einzuräumen und, falls noch nicht geschehen, selbst Anstrengungen zu unternehmen, den inländischen Finanzsektor zu reformieren. Praktisch wird damit die Konditionalität für ein Krisenland auf ein „Nicht-Krisenland“ (vor-) verlagert. Die sich daraus ergebende Problematik wird in Kapitel 6.2.1 eingehend beleuchtet.

2.3.3 Verhandlungsprozeduren

Für das Verständnis über die IWF-Hilfsprogramme während der Asienkrise ist vorteilhaft zu wissen, wie Bereitschaftskreditvereinbarungen ausgehandelt sowie Leistungskriterien, Benchmarks und dergleichen festgesetzt werden. Die beiden wichtigen Dokumente in diesem Zusammenhang sind der sogenannte Letter of Intent⁹⁰, der die vorgesehene Anpassungspolitik mit den zugehörigen Leistungskriterien des kreditsuchenden Landes aufführt, und die Bereitschaftskreditvereinbarung des IWF, die die formale Zustimmung zur Bereitstellung seiner finanziellen Ressourcen beinhaltet und ebenfalls die Leistungskriterien aus dem Letter of Intent zur Programmimplementierung und Überwachung enthält.

Zur Vorbereitung der Übereinkunft sendet der IWF eine Abordnung seiner Mitarbeiter in das kreditsuchende Land, die sich zunächst einen Überblick über die wirtschaftliche Situation verschafft. Während dieser Mission wird der Inhalt beider Dokumente mit Vertretern des kreditsuchenden Landes verhandelt und entworfen.⁹¹ Anschließend entscheidet der Geschäftsführende Direktor nach einem Meinungsbildungsprozeß, ob er dem Exekutivdirektorium die Bereitschaftskreditvereinbarung auf Basis des Letter of Intent zur Billigung empfiehlt. Gemäß Richtlinie sieben der Richtlinien zur Konditionalität kann er dies nur dann tun, wenn das Programm seiner Einschätzung nach im Einklang mit der Politik und den Bestimmungen des IWF steht und erwarten läßt, daß es auch umgesetzt wird.⁹² Wenn nach Auffassung des Geschäftsführenden Direktors Änderungen erforderlich sind, teilt er dies dem betreffenden Land mit. Folglich hat er

⁸⁹ Vgl. International Monetary Fund, 1999c, S. 1.

⁹⁰ Der Letter of Intent ist eine Absichtserklärung, in der das kreditnehmende Mitgliedsland seine Reformabsichten darlegt. Da der englische Ausdruck bereits im deutschen Sprachgebrauch geläufig ist, soll er im folgenden weiter benutzt werden.

⁹¹ Vgl. Gold, 1979, S. 41.

⁹² Vgl. Guitián, 1981, S. 45.

einen enormen Einfluß auf den Inhalt sowohl der Bereitschaftskreditvereinbarung als auch auf den des Letter of Intent.⁹³

Sobald alle Diskussionen mit dem kreditsuchenden Land beendet und mögliche Änderungswünsche berücksichtigt sind, geht der Letter of Intent mit den Unterschriften der Regierungsspitzen versehen an den Geschäftsführenden Direktor zurück. Sein Mitarbeiterstab verfaßt ein Memorandum, in dem die krisenursächlichen Probleme beschrieben, das Programm zur Lösung kurz dargestellt und die Leistungen innerhalb einer eventuell bereits bestehenden Bereitschaftskreditvereinbarung beurteilt werden. Zudem enthält es eine Empfehlung an das Exekutivdirektorium, der Kreditvereinbarung zuzustimmen. Das Memorandum wird dann dem Exekutivdirektorium mit den beiden anderen Dokumenten als Anhang vorgelegt.⁹⁴ Es entscheidet üblicherweise innerhalb von zwei Wochen, jedoch nur über die Bereitschaftskreditvereinbarung, weil der Letter of Intent formal ein Dokument des Mitgliedstaats ist. In eiligen Fällen kann seit September 1995 auch von dem sogenannten Finanzierungsmechanismus für Krisenfälle (Emergency Financing Mechanism) Gebrauch gemacht werden, der ein schnelleres Verfahren vorsieht. Dieser Mechanismus ist erstmalig während der Asienkrise zum Einsatz gekommen. Formal besitzt das Exekutivdirektorium die Möglichkeit, die Vorlage abzulehnen, allerdings hat sich in der Praxis durchgesetzt, davon abzusehen, weil strittige Punkte bereits in vorgelagerten Verhandlungen ausgeräumt werden.

Bei Verfehlung von Leistungskriterien oder Prior Actions wird die Auszahlung weiterer Teilbeträge der Kreditvereinbarung (vorübergehend) gestoppt. In Verhandlungen mit den Vertretern der Regierung und durch Untersuchungen von IWF-Mitarbeitern hat der Geschäftsführende Direktor dann zu klären, ob die Bedingungen weiterhin Gültigkeit besitzen oder ob Änderungen in den Vorgaben nötig sind. Im ersten Fall bleiben die Vereinbarungen bestehen und die Kreditvergabe kann nach Zustimmung des Exekutivdirektoriums weitergehen. Im zweiten Fall wird ein Verzicht ausgesprochen oder ein neuer Letter of Intent entworfen, der dann wieder das geschilderte Verfahren durchläuft und bei abschließender Zustimmung als Anhang an die ursprüngliche Bereitschaftskreditvereinbarung angehängt wird.⁹⁵ Das heißt auf der einen Seite, selbst wenn die Regierung eines kreditnehmenden Landes der Meinung wäre, sie sei ungerecht behandelt worden, der Inhalt der Kreditvereinbarung widerspräche dem IWF-Übereinkommen oder der IWF ließe sich von politischen Motiven leiten, kann sie kein anderes Verfahren wählen.⁹⁶ Auf der anderen Seite ist der Geschäftsführende Direktor verpflichtet, das kreditnehmende Land darauf hinzuweisen und das Exekutivdirektorium davon in Kenntnis zu setzen, wenn seiner Einschätzung nach das Land seinen Obliegenheiten im Rahmen des IWF-Übereinkommen nicht nachkommt. In einem Bericht kann er Empfehlungen aussprechen, wie der Mißstand zu beheben ist, oder den

⁹³ Vgl. Denters, 1996, S. 208 f.

⁹⁴ Vgl. Gold, 1979, S. 41 f.

⁹⁵ Vgl. Gold, 1979, S. 145.

⁹⁶ Vgl. Denters, 1996, S. 208 f.

Verzicht auf die Behebung erklären. Diese Empfehlungen bekommen ohne die Zustimmung des Exekutivdirektoriums bindenden Charakter, sofern dieses nicht innerhalb einer bestimmten Frist eine eigene Aussprache fordert.⁹⁷ Dem Geschäftsführenden Direktor und seinem Mitarbeiterstab fällt somit eine entscheidende Schlüsselrolle bei der Ausarbeitung und Überwachung von Bereitschaftskreditvereinbarungen und Letters of Intent zu. In einer rein sachorientierten technokratischen und nicht politischen Organisation ergibt sich dadurch ein Vorteil, weil langwierige Abstimmungsprozesse vermieden werden. Problematisch könnte sich das Verfahren auswirken, wenn die Führung des IWF politische Interessen verfolgte.

2.4 Der IWF und andere Krisen in den 1990er Jahren

Im folgenden sollen drei weitere wichtige Währungs- und Finanzkrisen der 1990er Jahre kurz dargestellt werden, die oftmals im Zusammenhang mit den Ereignissen in Asien Erwähnung finden.

Die erste mit massivem und schnellem Kapitalabzug verbundene Krise ereignete sich in Mexiko 1994/95. Nach der Schuldenkrise 1982 hatte sich Mexiko bis 1992 mehreren IWF-Hilfsprogrammen unterzogen, durch deren Implementierung die makroökonomische Stabilität wieder hergestellt, die Staatstätigkeit in der Wirtschaft zurückgedrängt und die Grundlagen für ein durch den privaten Sektor getriebenes Wirtschaftswachstum geschaffen wurde. Mexiko liberalisierte den Außenhandel, erleichterte den Zugang für ausländische Direktinvestitionen und trat am 1. Januar 1994 dem Nordamerikanischen Freihandelsabkommen (NAFTA) bei. Lohn der Bemühungen waren ein positives Wirtschaftswachstum, die Inflationsrate konnte von 160% in 1987 auf unter 10% in 1993 gesenkt werden, und die öffentliche Auslandsverschuldung fiel von 50% des BIP in 1988 auf 22% in 1992. Zwischen 1990 und 1994 flossen mehr als 100 Mrd. US-Dollar ausländischen Kapitals nach Mexiko. Von 1989 bis 1992 vervierfachten sich die Währungsreserven auf 25,5 Mrd. US-Dollar. Gleichzeitig vergrößerte sich das Leistungsbilanzdefizit von 2,5% des BIP auf 6,5%. Die gesamte Entwicklung führte zwischen 1987 und 1992 zu einer 60%igen Aufwertung des mexikanischen Pesos, obwohl die Regierung den bis 1991 bestehenden „Crawling Peg“ gegenüber dem US-Dollar durch ein Fixkurssystem mit anpassungsfähigen Wechselkursbändern ersetzt hatte.⁹⁸

Innenpolitische Ereignisse wie die Ermordung des Präsidentschaftskandidaten Colosio am 23. März 1994 und die unsicheren Verhältnisse in der Provinz Chiapas sorgten für einen abrupten Abfall der Kapitalzuflüsse. Die Währung verlor an Wert, die Währungsreserven nahmen dramatisch ab, und die nominalen Zinssätze stiegen. Im Dezember des gleichen Jahres eskalierte die Situation, als in Chiapas ein Bürgerkrieg ausbrach, die Währungsreserven seit Anfang des Jahres

⁹⁷ Vgl. Gold, 1996, S. 383.

von 30 Mrd. auf 6 Mrd. US-Dollar geschrumpft waren und Gerüchte über eine Änderung der Wechselkurspolitik aufkamen. Kapitalflucht und Spekulationen gegen den Peso setzten ein, was am 22. Dezember schließlich zur Aufgabe des Wechselkurssystems führte. Diese Maßnahme konnte Kapitalabflüsse jedoch nicht stoppen, weil den 6 Mrd. US-Dollar an Währungsreserven sogenannte Tesobonos⁹⁹ im Wert von 29 Mrd. US-Dollar entgegenstanden, die 1995 fällig wurden. Als Folge des Kapitalmangels entwickelte sich eine Krise im Finanzsektor, die auf den realen Sektor überzugreifen drohte.¹⁰⁰ Am 31. Januar 1995 vereinbarten die USA und der IWF ein Rettungspaket, um eine mögliche Zahlungsunfähigkeit Mexikos zu verhindern.¹⁰¹ Einen Tag später billigte das Exekutivdirektorium des IWF eine Bereitschaftskreditvereinbarung in Höhe von 17,8 Mrd. US-Dollar, was bis dahin das mit Abstand größte finanzielle Einzelengagement des IWF bedeutete. Der IWF verfolgte mit dem enormen finanziellen Aufwand erstmalig explizit das Ziel, das Vertrauen in- und ausländischer Investoren wieder herzustellen.¹⁰² Mit weiteren bilateralen Zusagen, darunter 20 Mrd. US-Dollar aus den USA, erreichte das Gesamtpaket eine Größenordnung von etwa 50 Mrd. US-Dollar. Zu den Hauptmaßnahmen des Hilfsprogramms gehörte die Bereitstellung von Liquidität für inländische Finanzinstitute, damit diese ihren Fremdwährungsverpflichtungen nachkommen konnten. Das heißt, die finanziellen Mittel waren explizit für die Bewahrung des privaten Sektor vor der Zahlungsunfähigkeit vorgesehen. Wichtige europäische Länder¹⁰³ verweigerten die Beteiligung an dem Hilfsprogramm, weil es ihrer Auffassung nach zu kurzfristig ausgearbeitet und wegen seiner Größe die Liquidität des IWF gefährdete. Außerdem kritisierten sie das Paket als Richtungsänderung in der Kreditpolitik des IWF, die eigentlich als Katalysator und nicht als Versicherung gegen Zahlungsausfälle wirken sollte. Der IWF verwehrte sich gegen die Kritik, indem er darauf hinwies, daß Mexiko bei der Umsetzung des Hilfsprogramms bis 1992 ein „Musterschüler“ gewesen sei und die Zahlungsunfähigkeit Mexikos aus Sicht anderer Entwicklungsländer als Scheitern des vom IWF verfolgten Ansatzes zur marktwirtschaftlichen Reformierung seiner Mitgliedstaaten hätte interpretiert werden können.¹⁰⁴ Allerdings bekam die Diskussion um das Moral-Hazard-Problem¹⁰⁵ nach der Krise in Mexiko wieder neue Nahrung.

Als sich in der zweiten Hälfte des Jahres 1997 die Währungs- und Finanzkrise in Asien zuspitzte, waren die Auswirkungen des dort gesunkenen Investorenvertrauens auch in anderen Emerging Markets spürbar geworden. Die russischen Finanzmärkte hatten seit Oktober 1997 ebenfalls unter erheblicher Volatilität gelitten, unter anderem weil die Schuldendienstfähigkeit des Landes immer öfter in Frage gestellt wurde. Ursächlich dafür erwiesen sich mindestens drei grundlegende

⁹⁸ Vgl. International Monetary Fund, 1995b, S. 90 f.

⁹⁹ Tesobonos sind in Dollar denominierte Anleihen.

¹⁰⁰ Vgl. Martinez, 1998, S. 5.

¹⁰¹ Vgl. International Monetary Fund, 1995b, S. 94.

¹⁰² Vgl. International Monetary Fund, 1995b, S. 97.

¹⁰³ Belgien, Dänemark, Deutschland, Großbritannien, die Niederlande und die Schweiz.

¹⁰⁴ Vgl. International Monetary Fund, 1995a, S. 54.

Schwächen des Landes. Erstens war der Regierung seit 1992 nicht gelungen, wichtige institutionelle Rahmenbedingungen für eine funktionsfähige Marktwirtschaft zu schaffen. Beispielsweise fehlten juristische Voraussetzungen für die Durchsetzung von Eigentumsrechten. Generell mangelte es an der Infrastruktur für eine geordnete Steuererhebung, so daß zweitens die öffentlichen Finanzen unter Steuerausfällen litten und das Haushaltsdefizit zwischen 1992 und 1998 im Durchschnitt über 7% des BIP betrug. Drittens wurden die Finanzinstitute ihrer Rolle als Finanzintermediäre nicht gerecht, weil, insbesondere bei den großen Banken, alte Strukturen aus der Sowjet-Zeit weiterhin bestanden.¹⁰⁶ Das Bewußtsein der Kapitalanleger konzentrierte sich, sensibilisiert durch die Ereignisse in Asien, zunehmend auf diese Schwachpunkte, wodurch der innerhalb eines Bandes fixe Wechselkurs des Rubels zum US-Dollar wiederholt unter Abwertungsdruck geriet, so daß die nominalen Zinsen Ende Mai 1998 Werte bis zu 150% erreichten. Zur Stützung des Wechselkursbandes erhielt Rußland im Juli internationale Finanzhilfen mit einem Gesamtvolumen von 23 Mrd. US-Dollar, von denen der IWF 11,2 Mrd. US-Dollar übernahm und 4,8 Mrd. US-Dollar im Rahmen seiner Zusätzlichen Reservefazilität sofort auszahlte.¹⁰⁷ Jedoch scheiterte in der Folgezeit die im Rahmen des Hilfsprogramms geforderte Einleitung wichtiger Reformen sowohl an der starken parlamentarischen Opposition als auch an der Inkonsequenz der Regierung, so daß weiterer Kapitalabzug den russischen Bankensektor bedrohte. Daher sah sich die Regierung am 17. August 1998 gezwungen, den Rubel abzuwerten, ein 90 Tage währendes Moratorium auf private Auslandsverbindlichkeiten zu verhängen und staatliche Inlandsschulden zwangsweise umzustrukturieren.¹⁰⁸ Aus Sicht der Kapitalgeber hatte Rußland damit die Spielregeln zwischen Schuldner und Gläubigern verletzt, was nicht nur in Rußland, sondern weltweit zu unerwartet starken Reaktionen auf den Finanzmärkten führte, die die russische Regierung zu administrativen Maßnahmen greifen ließen und Zentralbanken führender Industriestaaten im September zu Leitzinssenkungen veranlaßten.¹⁰⁹ Die internationalen Finanzmärkte erholten sich daraufhin zwar wieder, Rußland blieb von ihnen aber praktisch ausgeschlossen. Das BIP sank im letzten Quartal 1998 im Jahresvergleich um 9%, und die Inflationsrate stieg Anfang 1999 auf etwa 100%. Um den Schuldendienst für 1999 wieder zu ermöglichen, trat die Regierung Rußlands Ende März des gleichen Jahres erneut in Verhandlungen mit dem IWF, die am 28. Juli mit einem weiteren Bereitschaftskredit in Höhe von 4,5 Mrd. US-Dollar endeten. Als Gegenleistung verlangte der IWF eine seit langem geforderte, aber bisher gescheiterte restriktive Fiskalpolitik, strukturelle Reformen im Finanz- und Unternehmenssektor sowie eine weitere Öffnung des Außenhandels.¹¹⁰ Daß in der Folgezeit eine unerwartet schnelle Erholung an den Finanzmärkten in Rußland einsetzte, war vor allem externen Faktoren wie einem deutlichen

¹⁰⁵ Unter Moral Hazard ist ein Risiko zu verstehen, daß eine oder mehrere Vertragsparteien nicht in guter Absicht handeln, irreführende oder falsche Informationen angeben oder den Anreiz besitzen, überhöhte Risiken einzugehen. Vgl. Moles/Terry, 1997, S. 360.

¹⁰⁶ Vgl. Bank for International Settlements, 1999, S. 58.

¹⁰⁷ Der IWF mußte dazu erstmals seit 20 Jahren Gelder über die Allgemeine Kreditvereinbarung verfügbar machen. Vgl. International Monetary Fund, 1998e, S. 237.

¹⁰⁸ Vgl. International Monetary Fund, 1998f, S. 19 f.

¹⁰⁹ Vgl. Bank for International Settlements, 1999, S. 93.

¹¹⁰ Vgl. International Monetary Fund, 1999d, S. 242 f.

Ölpreisanstieg und einem durch die starke Abwertung bedingten Nachfragezuwachs nach russischen Gütern zu verdanken.¹¹¹

Eine weitere prominente Krise entwickelte sich in Brasilien, wo Investoren, durch die Ereignisse in Asien risikoscheu geworden, die makroökonomischen Ungleichgewichte zunehmend kritisch betrachteten. Dort gelang es der Regierung, unter Implementierung des sogenannten Real-Plans¹¹² zwischen 1994 und 1998 zwar die Inflationsrate von 2.700% auf unter 3% zu senken, auch wurden mit der Privatisierung staatlicher Banken und Unternehmen sowie dem Abbau von Außenhandelschranken strukturelle Reformen durchgeführt, so daß insgesamt jährliche Raten des Wirtschaftswachstums von etwa 4% erzielt werden konnten. Jedoch gelang in bezug auf die Sanierung der Staatsfinanzen eine nur unzureichend Umsetzung des Real-Plans, so daß strukturelle Altlasten wie ein generöses Pensionssystem, mangelnde Ausgabendisziplin in den Bundesstaaten und die Ungleichverteilung wichtiger Steuereinnahmen zwischen Zentralregierung und Provinzen 1998 ein Haushaltsdefizit von fast 8% hervorriefen.¹¹³ Die hohe Neuverschuldung in Verbindung mit hoher Inlandsnachfrage, hohen Zinsen sowie einer überbewerteten Währung sorgten zudem für ein wachsendes Leistungsbilanzdefizit. Durch diese Ungleichgewichte entstand in Brasilien eine Situation der erhöhten Anfälligkeit¹¹⁴ für Änderungen im Investorenvertrauen. Der im Rahmen eines „Crawling Peg“ an den US-Dollar gebundene Real geriet Ende 1997 erstmalig unter Abwertungsdruck, dem die Regierung mit restriktiven geldpolitischen Maßnahmen und der Ankündigung fiskalpolitischer Reformen begegnen konnte.¹¹⁵ Jedoch zeigten sich erneut Schwächen bei der Umsetzung fiskalpolitischer Reformen, die den Kapitalabfluß in Verbindung mit den Turbulenzen in Rußland 1998 wieder verstärkten. Die Krise ließ sich durch teilweise Restrukturierung der Staatsverschuldung und durch Devisenmarktinterventionen zwar eindämmen, weitere Nettokapitalabflüsse jedoch nicht verhindern, so daß die Regierung Brasiliens internationale finanzielle Unterstützung unter Führung des IWF in Anspruch nahm. Am 13. November 1998 wurde ein Hilfsprogramm in Höhe von 41 Mrd. US-Dollar beschlossen, von denen der IWF 18,1 Mrd. US-Dollar im Rahmen einer mit dreijähriger Laufzeit versehenen Bereitschaftskreditvereinbarung zur Verfügung stellte. 30% dieser Summe wurden als gewöhnliche Kredittranchen und 70% als Zusätzliche Reservefazilität bereitgestellt, um eine frühzeitige Auszahlung sicherzustellen. Das Hilfsprogramm sah neben restriktiver Geldpolitik auch die seit langem fällige restriktive Fiskalpolitik vor, deren Umsetzung jedoch an den Widerständen nationaler Parlamente scheiterte. Demzufolge stieg der Druck auf die brasilianische Währung Anfang 1999 erneut, so daß sich die Regierung diesmal gezwungen sah, den Crawling Peg, aufzugeben. Trotz einer 40%igen Abwertung des Real in den folgenden zwei Monaten ließ sich die folgende Rezes-

¹¹¹ Vgl. Bank for International Settlements, 2000, S. 69 f.

¹¹² Dabei handelte es sich um ein Programm zur Stabilisierung der Wirtschaft. Der Plan leitet seinen Namen von der brasilianischen Währung „Real“ ab, die 1994 den „Cruzeiro“ abgelöst hatte.

¹¹³ Vgl. Bank for International Settlements, 1999, S. 62.

¹¹⁴ Unter Anfälligkeit soll, wie in der Medizin, eine herabgesetzte Widerstandsfähigkeit eines Organismus, beispielsweise des Finanzsektors, gegen äußere Einflüsse verstanden werden.

¹¹⁵ Vgl. International Monetary Fund, 1998f, S. 8.

sion begrenzen, unter anderem weil die Zentralbank umfangreiche Bestände an Währungsreserven besaß, aus dem internationalen Hilfspaket zusätzliche Liquidität verfügbar war und sich nationale Banken und Unternehmen weitgehend gegen Wechselkurs- und Zinsrisiken abgesichert hatten. Als Signal für Investoren kündigte die Regierung über die fiskalpolitischen Auflagen des IWF-Hilfsprogramms hinausgehende Maßnahmen an. Der durch die Abwertung bedingte Inflationsanstieg blieb sowohl wegen des sich einstellenden konjunkturellen Abschwungs als auch wegen der sich nun auszahlenden Deregulierungsmaßnahmen der Jahre zuvor in Verbindung mit restriktiven geldpolitischen Maßnahmen in engen Grenzen. Da sich die Lage in Emerging Markets generell zu entspannen begann, bekam Brasilien wieder Zugang zu den internationalen Finanzmärkten und konnte bereits im April eine öffentliche Anleihe über 2 Mrd. US-Dollar plazieren.¹¹⁶

¹¹⁶ Vgl. Bank for International Settlements, 1999, S. 63 f.

3 Ursachen der Währungs- und Finanzkrise in Asien

3.1 Unzulänglichkeiten im Finanzsystem und andere strukturelle Schwächen

Eine Vielzahl empirischer Studien deutete bereits vor den Problemen in Asien darauf, daß die Anfälligkeit von Volkswirtschaften für den Ausbruch von Währungs- und Finanzkrisen steigen kann, wenn ihre Zahlungsbilanzen und Finanzsysteme liberalisiert¹¹⁷ werden, die Errichtung geeigneter regulatorischer Rahmenbedingungen und wirksamer Überwachungsmechanismen zur Vorbeugung von Fehlentwicklungen jedoch unterbleibt.¹¹⁸

Inwieweit die Finanzmarktliberalisierung und ihre möglichen Folgen in Thailand, Indonesien, Malaysia und Südkorea zum Ausbruch und zur Vertiefung der Krise in Asien beigetragen haben könnten, sollen die folgenden Unterkapitel 3.1.1 bis 3.1.3 klären.

3.1.1 Finanzmarktliberalisierung und institutionelle Schwächen im Finanzsektor

3.1.1.1 Thailand

Die Finanzmarktliberalisierung begann in Thailand Anfang der 1980er Jahre vorwiegend aus der Motivation heraus, ausländische Investoren beziehungsweise deren Kapital anzuziehen, um das Land zu einem regionalen Handels- und Finanzzentrum auszubauen.¹¹⁹ Zu den ersten Maßnahmen gehörte 1980 die Abschaffung der Zinssatzobergrenze für Darlehen der thailändischen Zentralbank, Bank of Thailand, an private Banken und Finanzinstitute, womit die Regierung die stufenweise Freigabe aller inländischen Zinsen eingeleitet hatte. Die letzten Zinssatzregulierungen wurden im Juni 1992 beseitigt. Im Laufe der Jahre durften Banken ihr Engagement auf immer mehr Geschäftsfelder ausdehnen.¹²⁰ Vorwiegend mit den Zielen, das Vertrauen ausländischer Investoren zu gewinnen und die thailändische Kreditwürdigkeit zu erhöhen, um Kapitalzuflüsse zu generieren, begann 1989 die Abschaffung der Devisenbewirtschaftung zunächst mit der Beseitigung der Zustimmungspflicht der Bank of Thailand zu Dividenden- und Zinszahlungen in das Ausland. 1990 folgte die Liberalisierung von Leistungsbilanz- und ein Jahr später die der Kapitalbilanztransaktionen.¹²¹ Dieser Prozeß endete vorerst 1994 mit Erhöhung der Obergrenzen für die

¹¹⁷ Unter Finanzmarktliberalisierung wird in der vorliegenden Arbeit die Eliminierung staatlicher Kontrollen und Regulierungen (Deregulierung), insbesondere in den Bereichen Zinssätze, Kreditallokation, Geschäftsfelder, Finanzdienstleistungen und Marktzugang verstanden. Vgl. Fischer/Smaoui, 1997, S. 4. In ähnlicher Weise werden unter Zahlungsbilanzliberalisierung alle Maßnahmen gefaßt, die Restriktionen für den grenzüberschreitenden Handel sowie Kapitalverkehrsbeschränkungen abbauen und die Konvertibilität der heimischen Währung ermöglichen. Vgl. Claessens/Glaessner, 1998, S. 3.

¹¹⁸ Vgl. beispielsweise Diaz-Alejandro, 1985; vgl. Steigum, 1992; vgl. insbesondere Kaminsky/Reinhart, 1998, und die dort angegebene Literatur.

¹¹⁹ Vgl. Bank of Thailand, 1998a, S. 4.

¹²⁰ vgl. für Einzelheiten Bank of Thailand, 1998a, S. 45 ff.

¹²¹ Vgl. Lauridsen, 1998, S. 142.

Zustimmungspflicht der Zentralbank für ausländische Direktinvestitionen und internationale Finanztransaktionen thailändischer Staatsbürger.

Ein weiterer Schritt in Richtung Finanzmarktliberalisierung wurde mit der Errichtung eines Offshore-Marktes, der sogenannten Bangkok International Banking Facility (BIBF), im Jahre 1993 mit dem Ziel gegangen, das inländische Finanzsystem konkurrenzfähiger in bezug auf die Vermittlung ausländischen Kapitals zu machen und die Kosten der Kapitalbeschaffung zu verringern. Die Berechtigung zur Teilnahme an der BIBF erhielten anfänglich 15 inländische, elf ausländische Banken mit bereits vorhandener Filialpräsenz in Thailand und 20 weitere ausländische Geldinstitute. Um ihre Wettbewerbsfähigkeit gegenüber denen in anderen Finanzzentren sicherzustellen, genießen die teilnehmenden Finanzinstitute bestimmte Privilegien wie reduzierte Steuersätze oder völlige Steuerbefreiung¹²². Im Januar 1995 wurde die BIBF um die sogenannten Provincial International Banking Facilities erweitert, um auch außerhalb Bangkoks, in den Provinzen Thailands, Euromarkt-Geschäfte durchführen zu können. Im Gegensatz zu der BIBF ermöglichen diese Einrichtungen auch die Herauslegung von Krediten in heimischer Währung.

In der Summe trugen die oben genannten Maßnahmen zur Erleichterung und Vergünstigung der Kapitalbeschaffung bei und förderten gleichzeitig die Attraktivität des Wirtschaftsstandorts Thailand für ausländische Investoren, was zu einem Anstieg der Nettokapitalzuflüsse zwischen 1993 und 1995 führte.¹²³ Durch diese anfänglich gewünschte Entwicklung ergaben sich jedoch gravierende Probleme für die Volkswirtschaft. Erstens stieg die Auslandsverschuldung. Zweitens wurde es zunehmend schwieriger, eine effiziente Kapitalallokation herbeizuführen, weil der Flut an Liquidität nicht ausreichend durch gewinnbringende Investitionsprojekte absorbiert werden konnte.

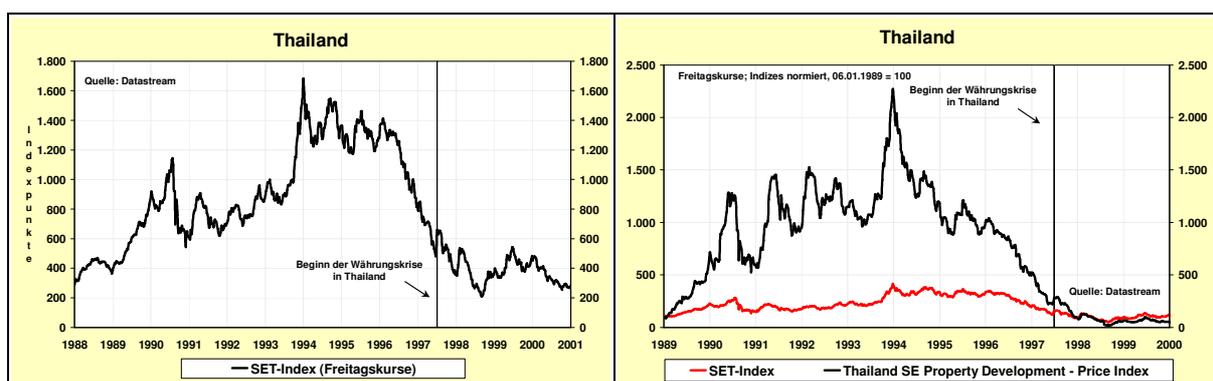


Abb. 1: Entwicklung der Aktienindizes für Standard- und Bauwerte in Thailand.

¹²² Die Kapitalertragsteuer ist von 30% auf 10% ermäßigt. Zusätzlich sind die Finanzinstitute von der Zinsertragsteuer und bestimmten Kommunalsteuern befreit. Vgl. für eine detaillierte Auflistung der Vergünstigungen Bank of Thailand, 1998a, S. 18.

¹²³ Vgl. Abbildung 9 auf Seite 45.

Dies könnte wesentlich zur Finanzierung immer unrentablerer Investitionen und Umleitung der Kapitalströme in den Immobilien-¹²⁴ und Bausektor sowie an die Aktienbörse, wo sich schließlich Mitte der 1990er Jahre, wie Abbildung 1 veranschaulicht, spekulative Blasen bildeten, beigetragen haben. Der Aktienindex für thailändische Standardwerte, SET-Index, verdreifachte sich seit Anfang 1991 und erreichte nach seiner Verdoppelung in der zweiten Jahreshälfte 1993 im Januar 1994 mit 1682 Punkten den bisherigen Höchststand. Das rechte Diagramm der Abbildung 1 verdeutlicht, daß diese Entwicklung im wesentlichen von der Kursentwicklung börsennotierter Bauunternehmen getrieben wurde.

Die Renditen am Aktienmarkt und im Immobiliensektor sorgten für eine zunehmende Verschuldung bei privaten Nichtbanken, wobei Kredite zumeist mit Vermögensgegenständen aus diesen Bereichen besichert wurden. Unter anderem wegen der hohen Wachstumsraten verwendeten kreditgebende Finanzinstitute kaum oder keine Zeit darauf, deren Werthaltigkeit zu überprüfen.¹²⁵ Zudem sahen sich Banken einem steigenden Renditedruck seitens ihrer Aktionäre ausgesetzt, was ihre Risikobereitschaft zuungunsten einer adäquaten Risikoüberwachung gezwungenermaßen zusätzlich steigerte und das Vorgehen gegen Schuldner mit sich verschlechternder Bonität lähmte.¹²⁶ Möglicherweise wurde auch bewußt auf eine kritischere Risikosteuerung verzichtet, weil man für den Fall finanzieller Probleme auf die Hilfe des Staates hoffte. Dieses Kalkül war nicht unbegründet, da Thailand bereits zwischen 1983 und 1986 eine Finanzkrise erlebte, in der die Regierung 32 Großunternehmen und 5 Geschäftsbanken mit Liquidität vor dem Konkurs bewahrt hatte. Die Regierung verschärfte im Anschluß daran zwar die gesetzlichen Bestimmungen in bezug auf Kapitaldecke, Management und Geschäftstätigkeit von Unternehmen und behielt sich direkte Interventionen in die Unternehmensführung bei Zuwiderhandlungen vor, doch die Krise war mit dem anschließend einsetzenden Wirtschaftswachstum schnell vergessen.¹²⁷ Auch wurde staatlicherseits versäumt, den Bankensektor zur Bildung von Rückstellungen für notleidende Kredite zu zwingen und die Kreditvergabe in bezug auf bestimmte Investitionsvorhaben oder im Verhältnis zur Kapitaldecke des Finanzinstituts zu beschränken.¹²⁸ Darüber hinaus dürften die über viele Jahre gewachsenen Geschäftsverbindungen zwischen den Führungsspitzen der Banken, Nichtbanken und der Regierung eine wichtige Rolle gespielt haben. Das Beziehungsgeflecht erschwerte die administrative Kontrolle, der es wegen der auf Expansion ausgerichteten Wirtschaftspolitik von staatlicher Seite bereits an Nachdruck mangelte. Die Offenlegung von Fehlentwicklungen wurde weitgehend unterbunden oder verschleppt.¹²⁹ Den Mißstand nutzten Industrieunternehmen dazu, vordergründig für Investitionen in Produktionsanlagen aufgenommene Darlehen zweckfremd einzusetzen. Es wurde gängige

¹²⁴ Die Summe der im Immobiliensektor investierten Kredite erhöhte sich von 264 Mrd. Baht in 1993 auf 767 Mrd. Baht in 1996. Vgl. Lauridsen, 1998, S. 139.

¹²⁵ Vgl. Lauridsen, 1998, S. 139.

¹²⁶ Vgl. Robinson/Byeon/Teja/Tseng, 1991, S. 22.

¹²⁷ Vgl. Doner/Unger, 1993, S. 115 ff.

¹²⁸ Vgl. Lindgren/Baliño/Enoch/Gulde/Quintyn/Teo, 1999, S. 94.

¹²⁹ Vgl. Naris, 1995, S. 163.

Praxis, diese Kredite an Tochtergesellschaften der Immobilienbranche – also in Bereiche geringer Produktivität – weiterzuleiten, um damit Spekulationsgewinne zu erzielen. Die Finanzierung über Bankdarlehen besaß im Gegensatz zur Kapitalbeschaffung auf den Anleihemärkten die weiteren Vorteile, daß man sich erstens die Kosten einer öffentlichen Ausschreibung sparte und zweitens der Überwachung durch Investoren entging. Unter anderem deswegen gewann der Anleihemarkt in Thailand nur schleppend an Breite und Tiefe.¹³⁰ Die auf diese Weise hoch verschuldeten Unternehmen gerieten so in die Situation einer erhöhten Anfälligkeit sowohl gegenüber einem Preisverfall am Immobilien- und Aktienmarkt als auch gegenüber Zinserhöhungen und Wechselkurssturbulenzen.

3.1.1.2 Indonesien

Die bereits in den 1970er Jahren vorgenommenen Veränderungen im Finanzsystem Indonesiens sind im Zusammenhang mit den immensen Kapitalzuflüssen zu sehen, die sich aus dem Verkauf des im Land reichlich vorhandenen Rohöls ergaben. Um Überhitzung der Wirtschaft, steigende Inflationsraten und Aufwertungsdruck auf die indonesische Währung, die Rupiah, zu vermeiden, ergriff die Zentralbank, Bank Indonesia, mit der Einführung von Kreditkontrollen und Zinssatzobergrenzen Maßnahmen, die Investitionen des hereinströmenden Kapitals im Ausland förderten. Den reibungslosen Abfluß der ausländischen Geldmittel stellte die Zentralbank mit einer seit 1970 in bezug auf Kapitalexporte¹³¹ liberalisierten Kapitalbilanz sicher. Diese regulatorischen Rahmenbedingungen bewirkten, daß das inländische Kredit- und Einlagengeschäft fast ausschließlich in der Hand staatlicher Banken lag und private Kreditinstitute nur im Auslandsgeschäft profitabel arbeiten konnten.¹³²

Die Situation änderte sich, als wegen sinkender Ölpreise 1982 die Staatseinnahmen zurückgingen. Die Regierung sah sich gezwungen, ihre Ausgaben drastisch zu kürzen und 1983 erste Maßnahmen zur Liberalisierung des Finanzsektors zu ergreifen. Zu den wichtigsten Neuerungen des Reformpakets gehörten die Abschaffung der Kredit- und Zinsregulierungen. Dadurch verlor die Regierung praktisch ihre Kontrollen über Kapitalzuflüsse. Fortan konnte ausländisches Kapital rentabel in Indonesien investiert werden, so daß heimische Banken ihr Geschäft im Inland kräftig ausdehnten. Infolgedessen setzte ein Kreditboom ein, der sich 1988 mit In-Kraft-Treten des zweiten großen Reformpakets, durch das der Wettbewerb im Finanzsektor erhöht werden sollte, weiter verstärkte. Für ausländische Banken wurden die meisten Zugangsbeschränkungen zum inländischen Markt abgeschafft, heimische Privatbanken durften Zweigstellen eröffnen und bekamen Zulassungen für den Wertpapierhandel, staatliche Unternehmen mußten ihr Vermögen nicht mehr ausschließlich bei staatlichen Kreditinstituten verwalten lassen und die Mindestreser-

¹³⁰ Vgl. Lauridsen, 1998, S. 141.

¹³¹ Grundsätzlich war die Kapitalbilanz auch in bezug auf Kapitalimporte liberalisiert. Allerdings führten die Kredit- und Zinskontrollen zu einer „Quasi-Regulierung“ der Zuflüsse.

vesätze der Zentralbank wurden von 15% auf 2% gesenkt. 1989 bekamen ausländische Unternehmen die Erlaubnis bis zu 49% der Anteile an börsennotierten Nichtbanken zu erwerben. Die gleiche Regelung trat 1992 auch für den Anteilserwerb an Geschäftsbanken in Kraft, so daß Industrieunternehmen ihre eigene Hausbank gründen oder kaufen konnten. Als Folge der Maßnahmen erhöhte sich die Anzahl der Banken von 111 in 1988 auf 240 in 1994 sowie die Anzahl der gesamten Finanzinstitute von 5.894 auf 9.222.¹³³ Der resultierende Mangel an qualifiziertem Personal, führte über geringe Fachkenntnis oder Fahrlässigkeit zu einer Abnahme des Risikobewußtseins im Bankensektor.¹³⁴ Kredite wurden ungeprüft und oftmals auf persönlichen Kontakten basierend vergeben.¹³⁵ In Verbindung mit der Absenkung der Mindestreservesätze, die für zusätzliche Liquidität sorgte, führte dies zur Finanzierung immer unrentableren Investitionen. Gelder flossen verstärkt in den Immobiliensektor und an den Aktienmarkt, der zwar bereits seit 1977 existierte, jedoch erst seit 1988 an Breite und Tiefe gewonnen hatte. Abbildung 2 zeigt, daß sich die Börsenkurse insgesamt seit 1995 bis hin zum Ausbruch der Währungskrise in Thailand in einem Aufwärtstrendkanal bewegten und besonders die Preise von Bauaktien inflationär stiegen.

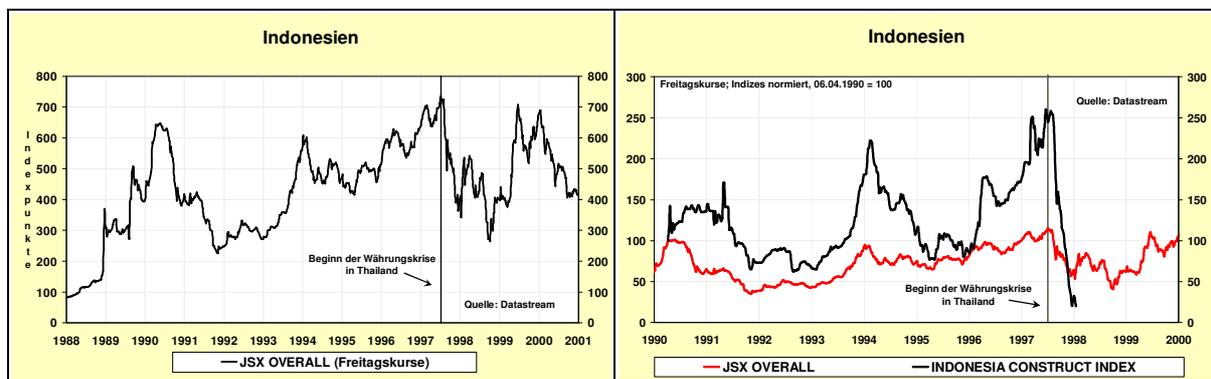


Abb. 2: Entwicklung der Aktienindizes für Standard- und Bauwerte in Indonesien.

Die Liberalisierung führte bereits Ende der 1980er Jahre zu einem allgemein steigenden Anteil an notleidenden Krediten und 1990 erstmalig zu finanziellen Schwierigkeiten einer privaten Geschäftsbank, die allerdings durch die Kapitalzufuhr regierungsnaher Geschäftsleute beseitigt wurden.¹³⁶ 1992 mußte ein Kreditinstitut wegen Fehlspekulationen im Immobiliensektor liquidiert werden. Dabei bekamen kleinere Einleger den ihnen entstandenen Schaden voll, größere zum Teil ersetzt.¹³⁷ Diese Ereignisse zum Anlaß nehmend, führte die Zentralbank strengere Regeln im Bankensektor ein, zu denen unter anderem eine Mindesteigenkapitalquote von 8%, ein Kredit-Einlagen-Verhältnis von höchstens 110% sowie zusätzliche Auflagen zur Kreditvergabe gehörten. Auch wurde die Mindestreserve wieder auf zunächst 3% in 1995 und schließlich 5% in 1997

¹³² Vgl. Montes/Abdusalamov, 1998, S. 163 f.

¹³³ Dazu zählen in- und ausländische Geschäftsbanken, sich in staatlichem Eigentum befindliche Kreditinstitute und jeweils deren Filialen sowie regional operierende Kreditbanken, die das Gros des zahlenmäßigen Wachstums ausmachten. Vgl. Piazzolo, 1998, S. 268.

¹³⁴ Vgl. McLeod, 1998a, S. 33.

¹³⁵ Vgl. Montes/Abdusalamov, 1998, S. 169.

¹³⁶ Vgl. Soesastro/Drysdale, 1990, S. 21 f.

¹³⁷ Vgl. McLeod, 1998a, S. 34.

heraufgesetzt. Zusätzlich entwickelte die Geldbehörde ein an das US-amerikanische CAMEL-System¹³⁸ angelehntes Verfahren für die Bankenaufsicht. Doch aufgrund des schnell wachsenden Bankensektors und des Mangels an Transparenz sowohl innerhalb als auch außerhalb der Kreditinstitute sah sich die Zentralbank nicht in der Lage, die Bankenaufsicht effektiv in die Praxis umzusetzen, so daß der wirtschaftliche „Gesundheitszustand“ der Kreditinstitute nicht ausreichend diagnostizierbar war.¹³⁹ Insbesondere gelang es der Bank Indonesia aufgrund umfangreicher Überkreuzbeteiligungen nicht, den Bestand an notleidenden Krediten im Bankensektor annähernd zu bestimmen. Allerdings erschwerte sich die Zentralbank diese Arbeit auch selbst durch ihre eigenen Klassifizierungsvorschriften und laxen Sanktionsmöglichkeiten.¹⁴⁰ Zusätzlich fehlten weiterhin ein funktionierendes Konkursrecht und ein Versicherungssystem zum Schutz von Bankanlagen.¹⁴¹ Daraus und aus den Erfahrungen über die Vorgehensweise der Regierung bei früheren Schwierigkeiten im Finanzsektor nährte sich in Indonesien die Erwartung der Wirtschaftssubjekte, daß der Staat notleidenden Banken stets zur Seite springen werde, falls finanzielle Notfälle auftreten sollten. Und tatsächlich lagen die Investoren in der Folgezeit mit dieser Einschätzung richtig.¹⁴²

Im Nichtbankensektor zeigten sich ähnliche Probleme. Auch hier verhinderten der Mangel an Transparenz und geeigneten wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen, ineffizientes Managementverhalten und sonstige Fehlentwicklungen im Geschäftsbetrieb einzelner Unternehmen aufzudecken. Zudem fehlten ebenfalls juristische Grundlagen für ein Insolvenzverfahren. Dadurch könnte wie im Bankensektor über die Jahre Moral Hazard entstanden sein, womit sich möglicherweise Überinvestitionen in wechsellkurs- und zinssatzsensiblen Bereichen erklären ließen. Das starke Wirtschaftswachstum führte sowohl bei in- als auch bei ausländischen Investoren zu optimistischen Erwartungen bezüglich der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung. Folglich sah sich der Nichtbankensektor Indonesiens einer ständig steigenden Kapitalzuführung ausgesetzt. Überdies bestand durch die Spanne zwischen in- und ausländischen Marktzinsen ein weiterer Anreiz für Inländer, mit ausländischem Kapital zu investieren, zumal der nominale Wechselkurs in den 1990er Jahren einem berechenbaren Abwertungstrend folgte, mithin das Wechselkursrisiko als vernachlässigbar galt.¹⁴³

3.1.1.3 Malaysia

Der Umbau des malaysischen Finanzsystems wurde ursprünglich überwiegend als Reaktion auf die ethnischen Konflikte des Landes angestoßen. Unter der britischen Kolonialherrschaft im 19.

¹³⁸ Capital, Asset Quality; Management, Earnings, Liquidity – CAMEL.

¹³⁹ Vgl. Bank Indonesia, 1998, S. 2.

¹⁴⁰ Vgl. Lindgren/Baliño/Enoch/Gulde/Quintyn/Teo, 1999, S. 55.

¹⁴¹ Vgl. Piazzolo, 1998, S. 273.

¹⁴² Vgl. Cole/Slade, 1996, S. 137 f. für Informationen zu einem weiteren großen Bankenskandal.

¹⁴³ Vgl. Bank Indonesia, 1998, S. 3 ff.

Jahrhundert erlebte das Land einen Zustrom chinesischer Einwanderer, so daß der Anteil der überwiegend in ärmlichen Verhältnissen lebenden Ureinwohner, der Malaien, kontinuierlich bis auf 50% der Bevölkerung in 1957 zurückging, während der der geschäftstüchtigen und deshalb überwiegend wohlhabenden Chinesen auf 37% wuchs. Nach der Unabhängigkeit im Jahre 1957 führte die malaysische Regierung den liberalen Wirtschaftskurs der Briten fort, wodurch das Wohlstandsgefälle zunahm. Die daraus resultierenden ethnischen Spannungen in der Bevölkerung erreichten 1969 mit gewaltsamen Auseinandersetzungen zwischen Malaien und Chinesen ihren Höhepunkt. Daraufhin ging die Regierung zu einer staatlich gelenkten Wirtschaftspolitik über, um die soziale Ungleichheit der beiden Bevölkerungsgruppen zu verringern. Im Zuge dieser sogenannten New Economic Policy wurden Privateigentum und freies Unternehmertum zwar nicht abgeschafft, aber weitreichenden staatlichen Eingriffen unterworfen, die auch das bis dahin wenig regulierte Finanzsystem betrafen. Die malaysische Zentralbank, Bank Negara Malaysia, bekam ein effektives Instrumentarium für die Bankenaufsicht und -regulierung an die Hand, bestimmte fortan die Höhe der Zinssätze und lenkte die Kreditvergabe zugunsten der malaiischen Bevölkerungsgruppen.¹⁴⁴ Diese Politik der „staatlich gelenkten Privatwirtschaft“ wurde 1981 mit der Vereidigung von *Mahathir bin Mohamad* zum Premierminister durch eine export- und wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik abgelöst. Zu den einschneidenden Maßnahmen gehörten Einschränkungen der Staatsausgaben, die Reform des Steuersystems sowie die Durchführung von Privatisierungs- und Industrialisierungsprogrammen. Die Zentralbank rückte von ihrer bisherigen Politik ab und förderte die Liberalisierung und Deregulierung des Finanzmarktes, unter anderem indem sie Zinssätze wieder freigab, Spezialinstituten für Verbraucherfinanzierung (Finance Companies) den Zugang zum Interbankenmarkt gewährte und Geschäftsbanken Lizenzen für den Wertpapierhandel erteilte.¹⁴⁵

1986 geriet das Bankensystem in eine erste ernsthafte Krise, die sowohl Schwächen im Finanzsystem als auch Defizite bei der Überwachung und Regulierung durch die Zentralbank offenbarte. Die Bank Negara Malaysia mußte mehrere Banken durch Kapitalhilfen und Fusionen vor der Insolvenz retten. Sie hielt jedoch an ihrem Liberalisierungskurs fest, baute weitere Regulierungen ab und förderte mit Nachdruck den Ausbau der Kapitalmärkte. 1990 wurde auf der Insel Labuan ein Offshore-Markt errichtet, der seither kontinuierlich, auch nach Beginn der Asienkrise 1997, ausgebaut worden ist. Der Liberalisierungstrend setzte sich in den 1990er Jahren fort, war aber im Gegensatz zu den anderen drei Staaten zunehmend durch eine Verschärfung der Geschäftsvorschriften und -bestimmungen begleitet. Beispielsweise bekamen Geschäftsbanken 1994 je nach ihrer Kapitalisierung und Effizienz Kategorie-1- oder Kategorie-2-Status, wobei Kategorie-

¹⁴⁴ Die Gründung einer islamischen Bank 1983 war eine weitere wichtige Maßnahme. Dadurch wurde der Grundstein für ein zweigleisiges Bankensystem gelegt. Dieses System besitzt bis heute große Bedeutung und ist über die Jahre hinweg unter anderem durch die Etablierung islamischer Wertpapier- und Geldmärkte weiter ausgebaut worden, so daß gegenwärtig auch die meisten nichtislamischen Banken Filialen betreiben, in denen Bankdienstleistungen nur nach islamischem Recht angeboten werden. Vgl. Nienhaus, 1998, S. 213 f.

¹⁴⁵ Vgl. Nienhaus, 1998, S. 187 f.

1-Status zur Durchführung risikoreicherer¹⁴⁶ Geschäfte befugte. Ähnliche Maßnahmen folgten zwei Jahre später für die Spezialinstitute für Verbraucherfinanzierung und die Merchant Banks. Um eine effektive Aufsicht der immer komplexer werdenden Wertpapiermärkte zu gewährleisten, wurde 1993 die sogenannte Securities Commission gegründet, zu deren Aufgaben die Überwachung aller mit dem Börsengeschäft verbundenen Tätigkeiten gehört. 1996 folgte mit der Gründung der „Labuan Offshore Financial Services Authority“ das Pendant für den Offshore-Markt.¹⁴⁷

Unter anderem diesen regulatorischen Maßnahmen könnte es zu verdanken sein, daß Malaysias Finanzsystem gegenüber externen Schocks weniger anfällig war als die der anderen drei hier untersuchten Staaten. Die Bankenaufsicht funktionierte vergleichsweise gut, der Anteil notleidender Kredite lag 1996 offiziell bei 3,9%, die Kapitalausstattung malaysischer Banken wurde nur von denen in Singapur übertroffen.¹⁴⁸ Doch auch hier stellten sich Fehlentwicklungen ein. Die Etablierung der „Zweiklassengesellschaft“ im Finanzsektor führte dazu, daß Kategorie-2-Institute ihre Kreditvergabe stark ausdehnten, um Kategorie-1-Status zu erhalten.¹⁴⁹ Mit dem Ausbau des heimischen Wertpapier- und der Gründung des Offshore-Marktes auf Labuan Anfang der 1990er Jahre mußte das Land enorme Kapitalzuflüsse verarbeiten, was unter anderem dazu führte, daß die Aktienbörse in Kuala Lumpur Anfang 1997 eine Marktkapitalisierung erreichte, die das BIP des Landes um das Dreifache überstieg, womit Malaysia, gemessen an diesem Indikator, die Spitzenposition in der Welt einnahm.¹⁵⁰ Abbildung 3 zeigt, daß die Aktienbörse 1993 – überwiegend aufgrund des mächtigen Kapitalzuströms – einen Boom erlebte, in dem sich der Kuala Lumpur Composite Index mehr als verdoppelte. Um eine Überhitzung der Wirtschaftstätigkeit zu vermeiden, führte die Regierung in 1994 Kapitalverkehrskontrollen ein, so daß sich der Aktienmarkt in den Folgejahren konsolidieren konnte. Ende 1995 setzte ein erneuter Aufschwung ein, von dem auch in Malaysia vorwiegend Bauaktien profitierten.

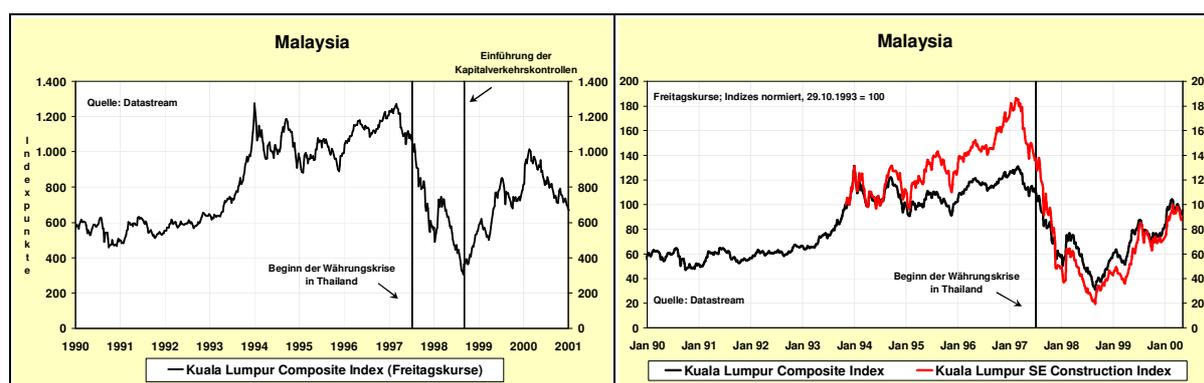


Abb. 3: Entwicklung der Aktienindizes für Standard- und Bauwerte in Malaysia.

¹⁴⁶ Darunter fielen beispielsweise Geschäfte mit derivativen Finanzprodukten oder die wertpapierbesicherte Kreditvergabe.

¹⁴⁷ Vgl. Nienhaus, 1998, S. 190 f.

¹⁴⁸ Vgl. Athukorala, 1998, S. 91.

¹⁴⁹ Vgl. Lindgren/Baliño/Enoch/Gulde/Quintyn/Teo, 1999, S. 80.

¹⁵⁰ Vgl. Henderson, 1998, S. 21.

Trotz dieser Entwicklung blieb das rückständige System der Unternehmensführung bestehen. Erstens lagen die meisten der an der Börse notierten Unternehmen nach wie vor in den Händen weniger einflußreicher Familien. Deren Mitglieder bekleideten oftmals auch politische Ämter, so daß es nicht selten zur Verquickung beider Positionen für private Zwecke und zu Insidergeschäften an den Wertpapiermärkten kam.¹⁵¹ Dadurch stieg die Anfälligkeit der Börse für Rückschläge, denn diese Geschäfte waren inländischen Minderheitsaktionären bekannt. Etwa 25% der in Kuala Lumpur gehandelten Wertpapiere lagen in den Händen ausländischer Investoren und Fondsmanager. Dieser Teil machte das Gros des täglichen Aktienumsatzes aus und wies eine hohe Volatilität auf, da wegen des Mangels an Transparenz fundierte Unternehmensinformationen fehlten, mithin Börsengeschäfte zumeist auf Gerüchten¹⁵² basierten. Zudem ist die Kuala Lumpur Stock Exchange für international operierende Portfoliomanager nur ein unbedeutender Markt, was den Abzug von Kapital ohne große Änderungen der Anlagestrategie jederzeit ermöglicht. Stärkere Kursverluste oder ein Umschwung der Erwartungen hätten somit den sofortigen breiten Ausstieg aus dem Markt bedeuten können.¹⁵³

Zweitens mündete die seit Anfang der 1990er Jahre wieder verstärkt betriebene Privatisierungspolitik der Regierung in einer starken Zunahme der privaten Kreditaufnahme. Dabei nutzten insbesondere Banken und Großunternehmen die geringeren Auslandszinssätze bei der Fremdkapitalbeschaffung. Die Darlehen aus dem Ausland besaßen zunehmend kurzfristige Laufzeiten und wegen des faktisch stabilen Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar oftmals keine Kurssicherung. Die so aufgenommenen Kredite wurden immer häufiger in Wertpapiere und wenig produktive Sektoren wie die Immobilienbranche investiert, weil dort die Gewinnaussichten besser waren als beispielsweise im verarbeitenden Gewerbe oder der Landwirtschaft.¹⁵⁴ Dieses Investitionsverhalten trug zur Erhöhung des Leistungsbilanzdefizits in den 1990er Jahren bei und steigerte sowohl die Anfälligkeit für Preisrückschläge am Wertpapier- und Immobilienmarkt als auch für Wechselkursfluktuationen. Die Zentralbank besaß zwar mit ihrer Gesetzgebung für Banken und Finanzinstitute, dem sogenannten Banking and Financial Institutions Act von 1989, ein im Verhältnis zu Thailand, Indonesien und Südkorea gutes Regelwerk, dieser Entwicklung entgegenzuwirken. Sie war jedoch im Laufe der 1990er Jahre aufgrund politischer Einflußnahme, Umstrukturierung und hoher Personalfuktuation sowie mangelnder Transparenz durch weiter fortschreitende Liberalisierung in Verbindung mit dem seit der Zeit des Staatsinterventionismus der 1970er Jahre gewachsenen Beziehungsgeflecht zwischen Politik und Wirtschaft immer weniger in der Lage, ihre Aufsichtspflicht angemessen zu erfüllen. Erst im März 1997 hatte sie öffent-

¹⁵¹ Vgl. Athukorala, 1998, S. 92 f.

¹⁵² In der heutigen immer stärker globalisierten Welt streuen Portfoliomanager ihre Investitionen über eine große Anzahl von Märkten, um das Risiko in ihrem Gesamtportfolio gemäß dem Gesetz der großen Zahlen zu minimieren. Diese mit hohen Informationskosten verbundene Anlagestrategie führt dazu, daß sich Portfoliomanager immer seltener fundiert über einzelne, insbesondere kleine Märkte informieren (können), und deshalb sensibel auf Gerüchte reagieren. Vgl. Calvo/Végh, 1998, S. 1602.

¹⁵³ Vgl. Jomo, 1998, S. 183.

lich auf die Mißstände hingewiesen und Gegenmaßnahmen eingeleitet, indem sie den zulässigen Anteil der Neukredite für Immobilien- und Wertpapiergeschäfte auf 20% des gesamten Kreditvolumens beschränkte.¹⁵⁵

3.1.1.4 Korea

In den 1960er Jahren startete Südkorea – im folgenden verkürzend Korea genannt - eine Industriepolitik, deren oberstes Ziel die Generierung massiven Wirtschaftswachstums war. Insbesondere die Eisen-, Stahl- und Maschinenbaubranche sowie der Schiffbau, die chemische und die Elektroindustrie wurden als strategische Industriezweige mit einer Vielzahl von Vergünstigungen und Subventionen unterstützt. Zur Finanzierung ihrer Vorhaben nutzte die Regierung die damals noch staatlichen Geschäfts- und Spezialbanken. Bis Ende der 1970er Jahre war das gesamte Finanzsystem weitgehend reglementiert und stand unter strenger behördlicher Kontrolle.¹⁵⁶ Somit konnte die Staatsbürokratie die Investitionstätigkeit in Korea über ihre Darlehensvergabe steuern. Exportorientierte Unternehmen der oben genannten Branchen wurden ohne Beachtung ihrer finanziellen Situation subventioniert. In der Hoffnung auf die Realisierung von Skalenerträgen förderte der Staat überwiegend große Investitionsprojekte, die wiederum nur von großen Unternehmen verwirklicht werden konnten. Die unter wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern herrschende Meinung, daß nur große Mischkonzerne dauerhaft in der Lage seien, auf den globalen Märkten konkurrieren zu können, und die sich daraus ableitende Erkenntnis bei privaten Wirtschaftssubjekten, erst ab einer bestimmten Unternehmensgröße in den Genuß vergünstigter Kreditkonditionen zu gelangen, mündeten in der Entstehung großer Konglomerate. Diese sogenannten Chaebols bestimmten die industrielle Struktur Koreas und waren bis zum Ausbruch der Krise 1997 die größten Nutznießer subventionierter Darlehen.¹⁵⁷ Unternehmen anderer Sektoren oder geringerer Größe mußten sich größtenteils über den grauen oder den anfänglich noch wenig ausgebauten offiziellen Kapitalmarkt zu weitaus schlechteren Konditionen finanzieren.¹⁵⁸

Das Problem eines zu engen und zu flachen Kapitalmarktes erkannte auch die Regierung. Sie ergriff Anfang der 1970er Jahre erste Maßnahmen zu seiner Deregulierung, um eine Diversifizierung finanzieller Ressourcen zu erreichen, den Ausbau des Geldmarktes voranzutreiben und mehr Kapital auf die Wertpapiermärkte umzuleiten. Auf diese Weise sollte dem grauen Kapitalmarkt die Geschäftsgrundlage entzogen werden.¹⁵⁹ Als bedeutende Maßnahme galt die Schaffung und Zulassung der intermediären Finanzinstitute, der sogenannten Non-Bank Financial Instituti-

¹⁵⁴ Ende 1996 waren mehr als 45% aller ausstehenden Bankdarlehen mit dem Immobiliensektor verbunden. Zusätzlich zu den bereits verfügbaren 1,7 Millionen Quadratmetern Bürofläche in Kuala Lumpur befanden sich dort 1997 über 1,7 Millionen weitere Quadratmeter im Bau. Vgl. Far Eastern Economic Review, 12.03.1998, S. 60.

¹⁵⁵ Vgl. Gomez/Jomo, 1997, S. 120 ff.

¹⁵⁶ Vgl. Park, 1994, S. 129.

¹⁵⁷ Vgl. Koo, 1994, für eine detaillierte Einführung in die Entstehung und wirtschaftliche Bedeutung der Chaebols.

¹⁵⁸ Vgl. Park/Kim, 1994, S. 188 f.

¹⁵⁹ Vgl. Park, 1994, S. 135 ff.

ons (NBFIs). Sie genossen, anders als Geschäftsbanken, entscheidende Vorteile, zu denen insbesondere die selbständige Festlegung von Kredit- und Einlagezinssätzen zählte. Die Regierung besaß weder Eingriffsmöglichkeiten bei der Auswahl des Managements, noch konnte sie Vorschriften über die Wahl der Geschäftspartner machen. Diese Wettbewerbsvorteile verhalfen den NBFIs zu einem raschen Bedeutungszuwachs: Während der Marktanteil der Geschäfts- und Spezialbanken, auf Won-Einlagen bezogen, von 71% 1980 auf rund 32% 1996 fiel, stieg der der NBFIs im gleichen Zeitraum von 29% auf etwa 68%. Der Marktanteil der NBFIs bezüglich Darlehensvergabe erhöhte sich von 37 % auf 58%. Er stieg nicht im gleichen Ausmaß wie der der Einlagen, weil die Chaebols weiterhin über Geschäftsbanken mit Darlehen „versorgt“ wurden.¹⁶⁰

Ende der 1970er Jahre zeigten sich die Regierungsverantwortlichen bereit, den Wettbewerbsnachteil der Geschäftsbanken gegenüber den NBFIs zu beseitigen. Im gleichen Zeitraum erwies sich auch die mit Krediten gelenkte Investitionspolitik Koreas als nicht so erfolgreich wie geplant, was sich unter anderem in der wachsenden Zahl notleidender Kredite bei staatlich kontrollierten Banken äußerte. Die Regierung mußte anerkennen, daß das Finanzsystem den wachsenden internationalen Anforderungen nicht gewachsen war und ergriff, 1980 beginnend, Maßnahmen zu seiner Liberalisierung. Dazu zählte insbesondere die sukzessive Abschaffung der Kredit- und Zinssatzkontrollen, die Privatisierung der großen Geschäftsbanken, Diversifizierung der Finanzdienstleistungen und Reduzierung der Zugangsvoraussetzung zum Finanzsektor.¹⁶¹ Im Dezember 1988 erklärte die Regierung, daß sie in die Kreditallokation künftig nicht mehr eingreifen wolle. Letzteres war allerdings nicht der Fall. Der Einfluß der Regierung auf die Geschäftsbanken reduzierte sich zwar formal, er war praktisch aber weiterhin vorhanden.¹⁶²

Durch die Reformierung des Finanzsektors bekamen auch ausländische Investoren nach und nach erleichterten Zugang zum koreanischen Finanzmarkt. 1984 wurden erstmals ausländische Direktinvestitionen zugelassen, 1986 begann die etappenweise Abschaffung der Restriktionen für Devisentransaktionen. Ausländische Finanzinstitute wurden koreanischen rechtlich gleichgestellt, jedoch durften sie keine heimischen Banken übernehmen und in ihren Filialen nur koreanische Manager beschäftigen. Seit 1992 waren ausländische Investoren berechtigt, sich bis zu 10% an heimischen Unternehmen zu beteiligen.¹⁶³ Wegen dieser Maßnahmen hatte sich der Finanzsektor im Laufe der letzten 20 Jahre vor Ausbruch der Krise enorm vergrößert, was die Verdreifachung des Verhältnisses zwischen der Geldmenge M3 und dem Bruttoinlandsprodukt von 38% in 1976 auf 146% in 1996 beispielhaft veranschaulicht.¹⁶⁴ Als Problem erwies sich, daß kurzfristig orientierte Kapitalströme aus dem Ausland weniger reglementiert waren als langfristig orientierte. Daher besaß Korea, wie Abbildung 11 auf Seite 47 verdeutlicht, einen im Vergleich zu den hier

¹⁶⁰ Vgl. Smith, 1998, S. 73.

¹⁶¹ Vgl. Park, 1994, S. 150 f.

¹⁶² Vgl. Borensztein/Lee, 1999, S. 14.

¹⁶³ Vgl. Park, 1994, S. 152 f.

¹⁶⁴ Vgl. Borensztein/Lee, 1999, S. 11.

untersuchten Volkswirtschaften hohen Quotienten aus kurzfristiger zu gesamter Auslandsverschuldung.

Auch die Aktienmärkte nahmen seit 1980 eine rasante Entwicklung, anfänglich weil die koreanische Regierung Konglomerate aufforderte, zur Verringerung ihrer hohen Verschuldungsgrade in börsennotierte Aktiengesellschaften umzufirmieren. Die Entwicklung in den 1990er Jahren könnte dagegen aufgrund der Kapitalbilanzliberalisierung vorwiegend auf das Engagement ausländischer Investoren zurückzuführen sein. Abbildung 4 zeigt, daß der koreanischen Aktienindex für Standardwerte, KOSPI, Anfang 1989 mit 1003 Punkten einen ersten Hochpunkt erreichte. Die zweite nennenswerte Aufwärtsbewegung setzte Mitte 1992 ein, als die inländischen Wertpapiermärkte für ausländische Investoren geöffnet wurden. Das vorläufige Allzeithoch erreichte der KOSPI im November 1994 bei 1138 Punkten.

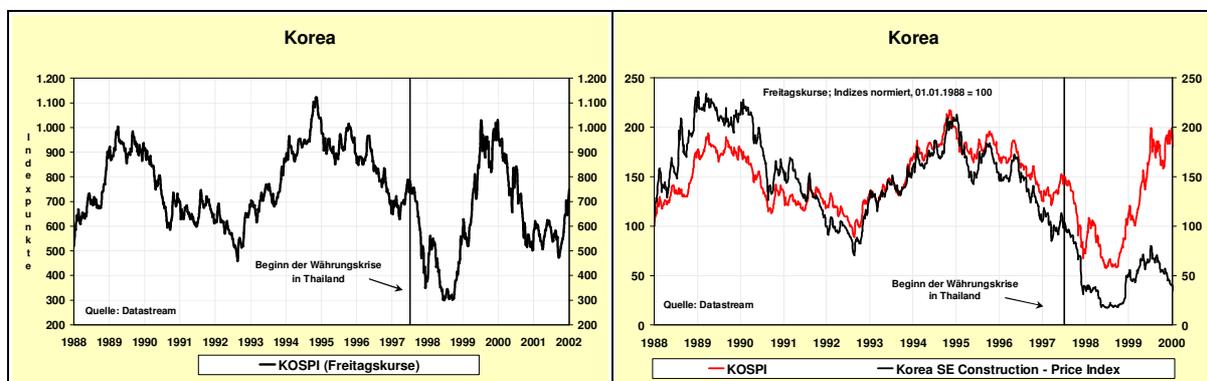


Abb. 4: Entwicklung der Aktienindizes für Standard- und Bauwerte in Korea.

Die rechte Grafik der Abbildung 4 veranschaulicht, daß sich in Korea im Gegensatz zu den anderen drei Krisenstaaten kein Boom im Immobiliensektor entwickelte, der sich in überdurchschnittlich steigenden Aktienkursen börsennotierter Bauunternehmen ausgedrückt hätte. Regulatorische Bestimmungen, wie beispielsweise Ertragssteuern von bis zu 50% auf Veräußerungserlöse bei Immobilien, machten derartige Übertreibung unattraktiv. Daher war der Sekundärmarkt für Immobilien und Grundbesitz klein und kaum liquide.¹⁶⁵

Da die Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen zum einen nur halbherzig durchgeführt und zum anderen kaum überwacht wurden oder werden konnten, stellten sich im Laufe der 1980er und 1990er Jahre Fehlentwicklungen ein. Erstens übten Regierungen, wie bereits angesprochen, weiterhin Einfluß auf das Finanzgebaren der Geschäftsbanken und Konglomerate aus. Dies schien ihnen unabdingbar, um die wegen der gescheiterten Industriepolitik der 1970er Jahre mit hohen Beständen an notleidenden Krediten belasteten Darlehensgeber und -nehmer vor dem wirtschaftlichen Ruin und das Land vor internationalem Ansehensverlust zu bewahren. Insbesondere die gesamtwirtschaftlich bedeutenden Chaebols gerieten über Jahre hinweg in eine

¹⁶⁵ Vgl. Far Eastern Economic Review, 24.07.1997, S. 63.

Abhängigkeit von subventionierten Darlehen. Bei freier Zinssatzbildung hätten Hochzinsphasen zu erheblichen Zahlungsschwierigkeiten mit negativen Folgen für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung führen können.¹⁶⁶ Die notwendige Umstrukturierung des Industriesektors, insbesondere der Chaebols, wurde somit immer wieder verschoben und eigentlich konkursreife Unternehmen mit neuen Krediten am Leben erhalten.¹⁶⁷ Daher bestimmten die Konglomerate weiterhin die industrielle Struktur Koreas. Sie waren bis zum Ausbruch der Krise Ende 1997 die größten Nutznießer der subventionierten Kredite. Nicht mehr, weil inländische Regierungen sie besonders förderten, sondern weil die an sie herausgelegten Kredite als risikolos eingestuft wurden, da im Fall wirtschaftlicher Probleme erfahrungsgemäß mit staatlicher Hilfe zu rechnen war. Dadurch entstanden Anreize für Chaebols, Darlehen für immer riskantere Investitionsprojekte aufzunehmen.¹⁶⁸ So stieg der Anteil der „Chaebol-Kredite“ am Gesamtkreditbestand des Unternehmenssektors von 27,2 % in 1986 auf 40,3 % in 1996.¹⁶⁹ In dieser Entwicklung spiegelt sich möglicherweise ebenfalls die Tatsache wider, daß Unternehmen in Korea Eigentum an Finanzinstituten erwerben konnten. Auf diese Weise besaß nahezu jeder Chaebol seine eigene „Hausbank“.¹⁷⁰ In Verbindung mit Fehl- und Überinvestitionen sowie sinkenden Nettogewinnen mündete diese Entwicklung für viele kleinere Unternehmen und für alle Konglomerate in hohen Kreditbelastungen. Der durchschnittliche Verschuldungsgrad der 30 größten Konglomerate betrug Ende 1996 915%, die durchschnittliche Wachstumsrate der Nettogewinne 0,1%.¹⁷¹ Diese Entwicklung könnte bei koreanischen Wirtschaftssubjekten den Eindruck erweckt haben, daß sich Unternehmen ab einer bestimmten Größe auch bei enormer Ineffizienz im Fall wirtschaftlicher Probleme der Hilfe des Staates sicher sein konnten. Demzufolge könnte Moral Hazard entstanden sein, womit sich möglicherweise Fehlinvestitionen seitens der Unternehmen und mangelnde Risikoanalyse seitens der Banken erklären ließen. Die Regierung hatte zwar Kreditbeschränkungen erlassen. Diese wurden jedoch aufgrund mangelnder Aufsicht mißachtet.¹⁷² Daher gerieten inländische Finanzinstitute zunehmend in die Abhängigkeit des wirtschaftlichen Wohlergehens der Chaebols.

Zweitens wurden die Liberalisierungsmaßnahmen kaum durch regulatorische Rahmenbedingungen ergänzt. Beispielsweise existierten nur minimale Kapitalanforderung und Bilanzierungs- sowie Berichtsvorschriften an Banken. Die Zentralbank, Bank of Korea, besaß dadurch nur eingeschränkte Möglichkeiten, Fehlentwicklungen zu identifizieren und Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Beispielsweise war die Überwachung des Finanzsektors auf drei für unterschiedliche Bereiche zuständige Institutionen aufgeteilt. Daher entwickelte sich eine Art „Institutionen-Arbitrage“, indem Finanzinstitute Tochtergesellschaften gründeten, um den Vorschriften einer

¹⁶⁶ Vgl. Chung, 1994, S. 114 f.

¹⁶⁷ Vgl. Park, 1994, S. 161.

¹⁶⁸ Vgl. Borensztein/Lee, 1999, S. 16.

¹⁶⁹ Vgl. Kim, 1997, S. 125.

¹⁷⁰ Vgl. World Bank, 1998, S. 9.

¹⁷¹ Vgl. Corsetti/Pesenti/Roubini, 1999, S. 318.

¹⁷² Vgl. Park, 1994, S. 162.

bestimmten Aufsichtsbehörde zu entgehen.¹⁷³ Zudem existierten kaum gesetzliche Regelungen für den Gläubigerschutz, was Anleger und Investoren jedoch nicht beunruhigte, weil im Notfall die finanzielle Hilfe der Zentralbank als sicher galt. Auch diese Umstände könnten Moral Hazard gefördert haben.¹⁷⁴ Der Unternehmenssektor in Korea wurde zunehmend instabil, profitierte aber bis Mitte der 1990er Jahre von einem fortgesetzt hohen Wirtschaftswachstum und positiven Prognosen in- und ausländischer Wirtschaftssubjekte.¹⁷⁵

3.1.2 Entwicklung der Kreditvergabe im Finanzsektor

3.1.2.1 Quantität der vergebenen Kredite

Hinweise auf den Grad der Anfälligkeit nationaler Finanzsysteme für Währungs- und Finanzkrisen kann, wie im vorangestellten Kapitel angedeutet, die Kreditvergabe durch Unternehmen des Finanzsektors liefern. Dem zugrunde liegt die Annahme, daß Finanzinstitute, wenn sie ihre Kreditvergabe innerhalb kurzer Zeit stark ausdehnen, immer weniger in der Lage sind, die Qualität der Darlehen beziehungsweise die der damit finanzierten Investitionsprojekte zu überprüfen. Daraus könnte sich eine erhöhte Anfälligkeit gegenüber Krisen ergeben, indem der Bestand an latent notleidenden Krediten möglicherweise steigt.¹⁷⁶ Als Indikator dafür, ob ein Kreditboom in den hier untersuchten Krisenstaaten vorgelegen haben könnte, soll der Quotient zwischen Bankkrediten¹⁷⁷ an den privaten Sektor und dem BIP sowie die Wachstumsrate des realen Kreditbestands Verwendung finden.

Abbildung 5 zeigt, daß die Darlehenssumme der Banken an den privaten Sektor in den 1990er Jahren bis zum Ausbruch der Asienkrise in Indonesien jährlich um durchschnittlich 16,5%, in Korea um 11,5% in Malaysia um 15% und in Thailand um durchschnittlich 17,5% wuchs. In den G-7 lag diese Quote zwischen 1990 und 1997 unter 3%. Bis auf Thailand blieb jedoch in der ersten Hälfte der 1990er Jahre das Verhältnis zwischen Kreditbestand und BIP nahezu konstant. Ab 1995 zeichnete sich eine Verschlechterung des Quotienten ab, so daß der Kreditbestand in Malaysia 1997 annähernd das Niveau des BIP erreichte und der in Thailand dieses sogar um 20% überstieg. In Indonesien lag die Kreditwachstumsrate Ende der 1980er Jahre vergleichsweise hoch und erreichte 1990 einen Spitzenwert von über 53%, um dann im Folgejahr auf unter 7%

¹⁷³ Vgl. Lindgren/Baliño/Enoch/Gulde/Quintyn/Teo, 1999, S. 70.

¹⁷⁴ Vgl. Park, 1994, S. 157.

¹⁷⁵ Vgl. Müller, 1998, S. 179.

¹⁷⁶ Vgl. Athukorala/Warr, 2002, S. 42.

¹⁷⁷ Es handelt sich um Darlehen, die von Bankinstituten an den privaten Nichtbankensektor vergeben wurden. Das heißt, die durch die Deregulierung der Finanzmärkte zum Teil in großer Zahl entstandenen NBFIs bleiben in den Zahlen unberücksichtigt, da für den hier interessierenden Zeitraum kaum verlässliche Daten vorliegen. Spezielle Untersuchungen für Korea und Malaysia haben allerdings ergeben, daß sich die für den Bankensektor gewonnenen Erkenntnisse unter Einbeziehung der NBFIs nicht signifikant ändern. Lediglich in Thailand ergäbe sich unter Berücksichtigung dieser Institute ein noch schlechteres Bild. Vgl. Corsetti/Pesenti/Roubini, 1999, S. 329.

zu fallen, was auf zumindest unter diesem Gesichtspunkt wirksame Reformen im Finanzsektor zurückzuführen war.¹⁷⁸ Dadurch stieg der Schuldenstand des privaten Sektors im Verhältnis zum BIP in der Folgezeit weniger schnell, so daß er 1996 knapp 56% des BIP ausmachte. In Korea lag er im gleichen Jahr mit etwa 62% nur wenig darüber.

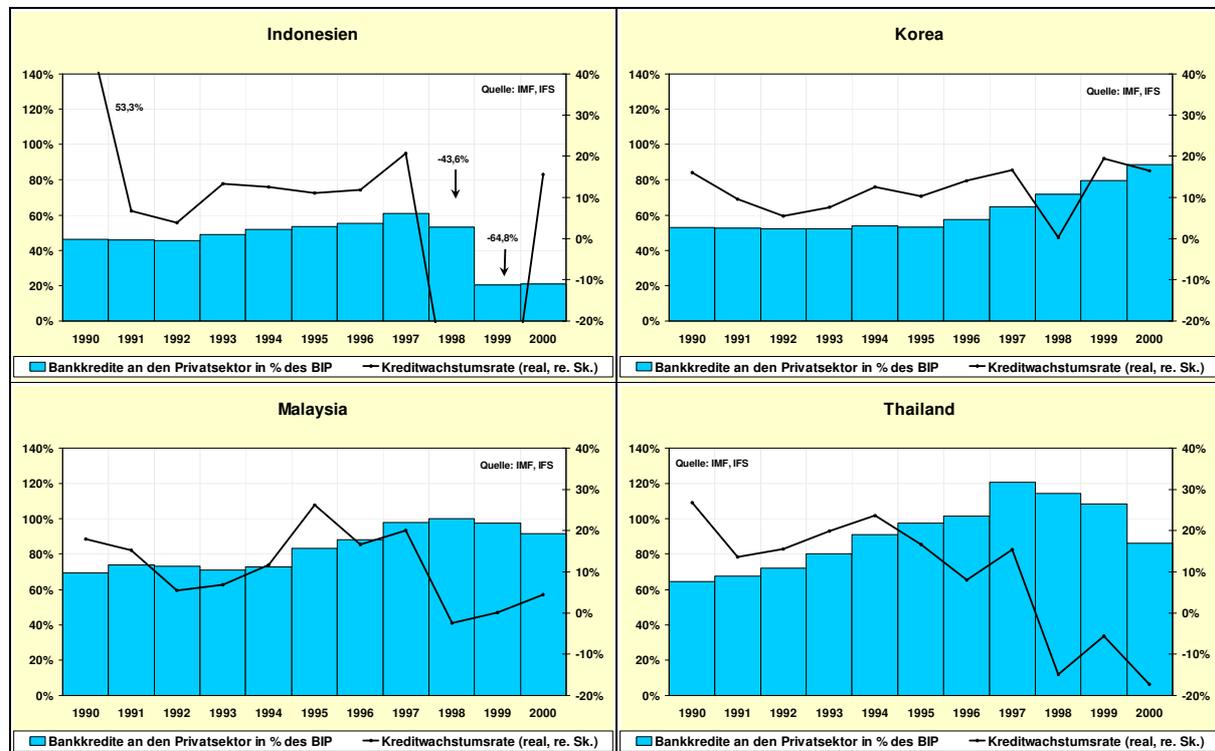


Abb. 5: Bestand und reale Wachstumsrate der Bankkredite an den privaten Sektor.

In Abbildung 5 lassen sich zumindest für Thailand und Malaysia¹⁷⁹ Hinweise auf eine übermäßige Kreditvergabe erkennen. Allerdings sind hohe Wachstumsraten und hohe Kreditbestände allein noch kein Beweis für einen Kreditboom beziehungsweise wachsende Anfälligkeit des Banken- und Nichtbankensektors. Das heißt, die Werte des Indikators sollten im Zusammenhang mit weiteren Kennzahlen interpretiert werden.

3.1.2.2 Qualität der vergebenen Kredite

Zusätzliche Hinweise auf die Anfälligkeit der Finanz- und Unternehmenssektoren gegenüber externen Schocks kann möglicherweise die Qualität der Kreditvergabe bieten. Sie wird häufig über den Anteil notleidender Kredite am gesamten Kreditbestand der Banken abgeschätzt. Dabei gelten Darlehen nach den Standards der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) als notleidend, wenn Zins- oder Tilgungszahlungen seit mehr als drei Monaten ausstehen.

¹⁷⁸ Vgl. World Bank, 1998, S. 39.

¹⁷⁹ Athukorala kommt mit inoffiziellen Zahlen der malaysischen Zentralbank zu noch schlechteren Werten für 1996. Danach machte der Darlehensbestand mehr als 150% des BIP aus und die Kreditwachstumsrate betrug fast 30%. Vgl. Athukorala, 1998, S. 92.

Wegen des bereits erläuterten Mangels an Transparenz fehlen für die Zeit vor 1997 regelmäßig veröffentlichte Daten. Deshalb existieren für diesen Zeitraum nur Schätzungen oder vereinzelte Zahlen offizieller Regierungsstellen. Dabei ist unter anderem zu berücksichtigen, daß die Standards der BIZ in den hier untersuchten Ländern vor Ausbruch der Krise noch keine oder nur teilweise Anwendung fanden. Auch könnte der Bestand an notleidenden Krediten in Phasen expansiver Kreditvergabe generell unterschätzt werden, weil Schuldner oftmals die Option besitzen, notleidende Kredite durch die Aufnahme neuer Darlehen oder durch Erneuerung bei Fälligkeit, das heißt, durch sogenanntes Evergreening, weiterhin zu bedienen.¹⁸⁰ Daher können Schätzungen und offizielle Angaben voneinander abweichen. Diese Differenzen werden auch in Abbildung 6 deutlich, wo die Zahlen der BIZ, der Weltbank sowie die einer privaten Quelle gegenübergestellt sind.

Anteil notleidender Kredite am Gesamtbestand Der Kredite in 1996 (Angaben in Prozent)			
Land	BIZ¹	Weltbank²	Corsetti/Pesenti/ Roubini³
Indonesien	8,8	keine Angaben	13
Korea	0,8	4,4	8
Malaysia	3,9	keine Angaben	10
Thailand	7,7 ⁴	3,2	13

¹ Vgl. Bank for International Settlements, 1997, S. 107. ² Vgl. World Bank, 1998, S. 37. ³ Vgl. Corsetti/Pesenti/Roubini, 1999, S. 331. ⁴ Schätzung für 1995 übernommen.

Abb. 6: Notleidende Kredite im Verhältnis zum Gesamtkreditbestand.

Zunächst fällt auf, daß die Werte der privaten Quelle durchweg höher liegen als die der BIZ oder der Weltbank. Die größten Unterschiede weisen die Zahlen für Thailand auf. Während die Weltbank nur 3,2% aller Darlehen als notleidend einstuft, liegt die Schätzung von *Corsetti et al.* annähernd zehn Prozentpunkte darüber. Auch für Korea ergeben sich große Differenzen. Aufgrund der bereits angesprochenen Transparenzprobleme und der Überlegungen aus dem vorangestellten Kapitel scheinen letztere plausibler, möglicherweise aber noch immer zu optimistisch. Dafür spräche beispielsweise, daß die Bank of Korea den Anteil notleidender Kredite im koreanischen Bankensektor im nachhinein für 1996 auf 13,5% bezifferte.¹⁸¹ Darüber hinaus könnte eine nicht unerhebliche Zahl potentiell notleidender Kredite existiert haben, weil Finanzinstitute in Thailand, Indonesien und Malaysia in boomenden Aktien- und Immobilienmärkten investiert waren, was sich in Thailand durch den Preisverfall an der Börse bereits negativ auf die Bankenbilanzen auszuwirken begann. Auch wenn die zu dem damaligen Zeitpunkt verfügbaren Zahlen selbst nicht auf eine erhöhte Eintrittswahrscheinlichkeit für eine Finanzkrise hindeuteten, läßt sich im Zusammenhang mit den bisher gewonnenen Erkenntnissen zumindest eine erhöhte Anfälligkeit für Erwartungsänderungen bei Investoren ableiten.

¹⁸⁰ Vgl. Berg, 1999, S. 8.

¹⁸¹ Vgl. Bank of Korea, 1998b, S. 3.

3.1.3 Auslandsverschuldung und Kapitalströme

Wie bereits mehrfach angedeutet, könnte eine weitere Ursache für Ausbruch oder Tiefe der Asienkrise in der Höhe und zeitlichen Struktur der Auslandsverschuldung sowie der Zusammensetzung der Kapitalströme liegen.

Investitionen aus dem Ausland lassen sich grob in Direkt-, Portfolio-¹⁸² und sonstige Investitionen unterteilen. Dabei geht man davon aus, daß Direktinvestitionen im Fall einer wie auch immer gearteten wirtschaftlichen Krise nicht so schnell rückgängig gemacht werden können wie Portfolioinvestitionen, weil erstere zumeist in reale Sachwerte wie Produktionsstätten, Maschinen, Infrastruktur und dergleichen fließen.¹⁸³ Bei letzteren und den sonstigen Investitionen, die überwiegend aus Bankkrediten bestehen,¹⁸⁴ spielen die Fristigkeit und die zugrunde liegende Währung eine wichtige Rolle. Je mehr Auslandsverbindlichkeiten mit kurzer Laufzeit eingegangen werden, desto größer ist ceteris paribus die Anfälligkeit gegenüber Erwartungsänderungen der Investoren. Denn steigt die Anzahl der während einer allgemeinen wirtschaftlichen Krise fällig werdenden Darlehen, so erhöht sich die Gefahr, daß diese nicht erneuert werden. Erleidet eine Volkswirtschaft speziell eine Währungskrise, so wächst das Kreditausfallrisiko zusätzlich mit steigendem Anteil der in ausländischer Währung denominierten Verbindlichkeiten, weil sich, falls keine Absicherung gegen Wechselkursschwankungen vorgenommen wurde, die reale Schuldenlast in Inlandswährung erhöht.

Inwieweit Indonesien, Korea, Malaysia und Thailand unter diesen Aspekten Anzeichen für eine erhöhte Krisenanfälligkeit gezeigt haben könnten, untersuchen die folgenden Abschnitte 3.1.3.1 bis 3.1.3.2.

3.1.3.1 Zusammensetzung und Größe der Kapitalströme

Länder, die ein System fixer Wechselkurse betreiben und Leistungsbilanzdefizite finanzieren müssen, sind auf Nettokapitalimporte in mindestens gleicher Höhe angewiesen, sofern sie den Bestand ihrer Währungsreserven schützen wollen. Je größer das Leistungsbilanzdefizit, desto höher ist die Anfälligkeit für eine Umkehrung der Kapitalströme. Diese Gefahr ist um so geringer, je langfristiger orientiert die Kapitalzuflüsse sind. Das heißt, insbesondere ausländische Direktinvestitionen, Kredite oder Schuldverschreibungen mit langen Laufzeiten sorgen für Stabilität, weil sie kurzfristig nur schwer liquidierbar sind. Bestehen die Zuflüsse dagegen überwiegend aus kurzfristig orientiertem Kapital, wie beispielsweise Portfolioinvestitionen oder Darlehen und Anleihen mit kurzen Laufzeiten, steigt die Gefahr, daß Kapitalströme plötzlich

¹⁸² Unter Portfolioinvestitionen werden im Rahmen der vorliegenden Arbeit spekulativ orientierte Investitionen in Wertpapiere verstanden.

¹⁸³ Vgl. McLeod, 1998a, S. 34.

¹⁸⁴ Vgl. International Monetary Fund, 1998h, S. 12.

umkehren. Die betreffende Volkswirtschaft verliert dann Währungsreserven und muß, wenn sich die Abflüsse nicht stoppen lassen und der Devisenbestand nicht ausreicht, schließlich den fixen Wechselkurs aufgeben.¹⁸⁵

Abbildung 7 zeigt, daß alle vier Krisenstaaten seit Anfang der 1990er Jahre bis 1996 Nettokapitalzuflüsse verzeichnen konnten, die in Thailand und Indonesien 1995 sowie in Korea 1996 ihren Höhepunkt erreichten. Malaysia erlebte 1994 wegen seiner Kapitalverkehrskontrollen einen Einbruch, doch die Zuflüsse stiegen in den beiden Folgejahren wieder an, so daß sie 1996 fast wieder das Niveau von 1993 erreichten.

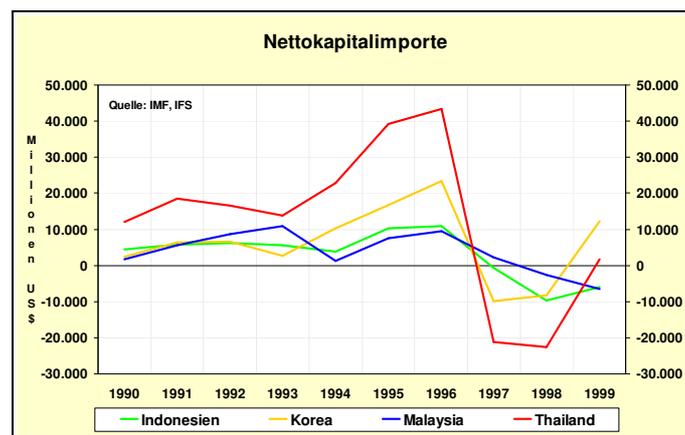


Abb. 7: Nettokapitalimporte.

In allen vier Staaten waren die Nettokapitalimporte groß genug, die Leistungsbilanzdefizite überzukompensieren, das heißt, die Zentralbanken konnten ihre Bestände an Währungsreserven bis auf die Bank Negara Malaysia von 1991 bis 1996 kontinuierlich ausbauen, was Abbildung 8 in grafischer Form bestätigt. Indonesien besaß wie Thailand in den 1990er Jahren bis zur Krise stets eine positive Jahreswachstumsrate der Währungsreserven, wobei diese in Thailand 1996 zurückging. Korea verzeichnete 1990 und 1991 negative Wachstumsraten konnte aber in den Folgejahren Steigerungen zwischen 18% und 28% erzielen. Jedoch läßt sich erkennen, daß die Rate für 1996, möglicherweise wegen des gestiegenen Leistungsbilanzdefizits, nicht mehr so hoch ausfiel wie in den Jahren zuvor. In Malaysia wurden Wachstumsraten von über 58% in 1992 und 1993 durch zwei Jahre abgelöst, in denen die Devisenreserven durch die Einführung der Kapitalverkehrskontrollen um mehr als 6,6% schrumpften. Allerdings kehrte sich dieser Trend mit Abbau der Restriktionen im Jahr vor Ausbruch der Krise wieder um. Indonesien, Korea und Thailand besaßen 1996 ihren höchsten Bestand an Reserven, und Malaysia verfehlte den Wert von 1993 nur knapp. Das heißt, die Nettokapitalimporte weisen in ihrer Gesamtheit und isoliert betrachtet nicht auf eine bevorstehende Währungskrise hin. Möglicherweise deutet aber die Zusammensetzung der Kapitalströme beginnende Schwierigkeiten an.

¹⁸⁵ Vgl. Frankel/Rose, 1996, S. 355.

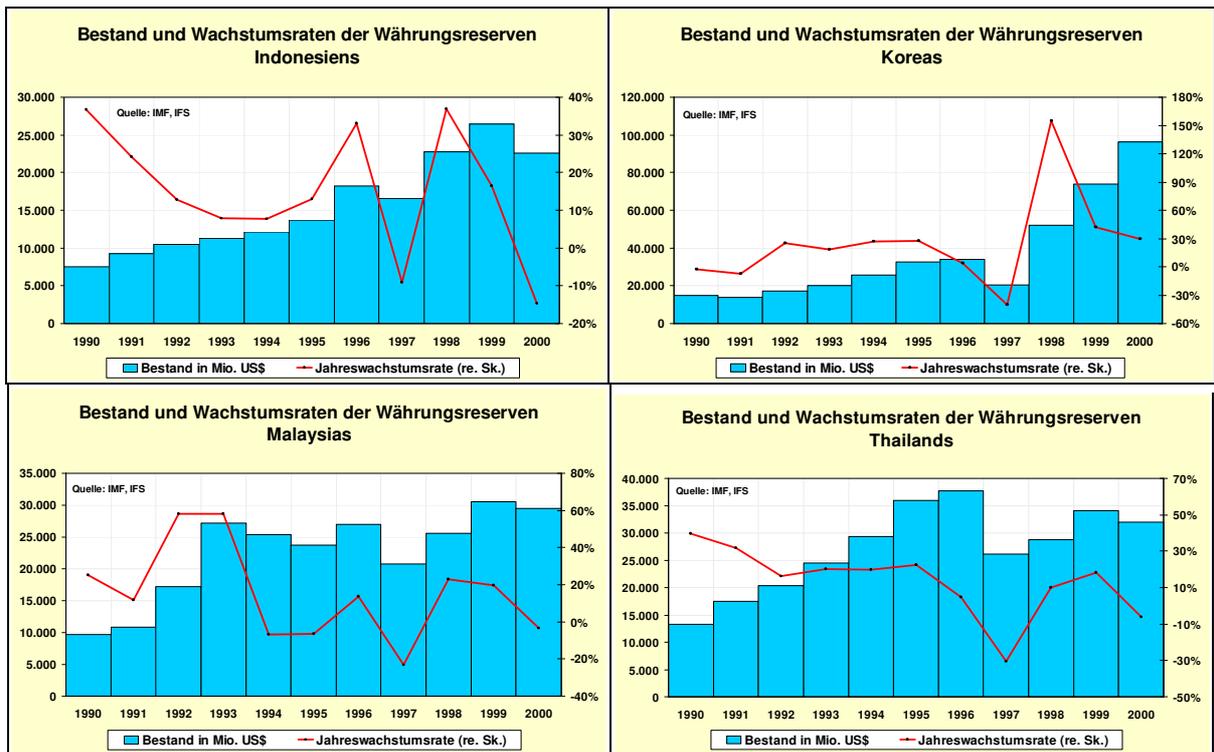


Abb. 8: Bestände und Wachstumsraten der Währungsreserven.

In Abbildung 9 läßt sich erkennen, daß die Nettokapitalimporte im Verhältnis zum BIP in Indonesien, Malaysia und Thailand nach einem Tiefpunkt 1994 im darauf folgenden Jahr wieder kräftig stiegen. In Thailand machten sie über 13% des BIP aus, nahmen aber bereits 1996 wegen sinkender Portfolio- und sonstiger Investitionen wieder ab.

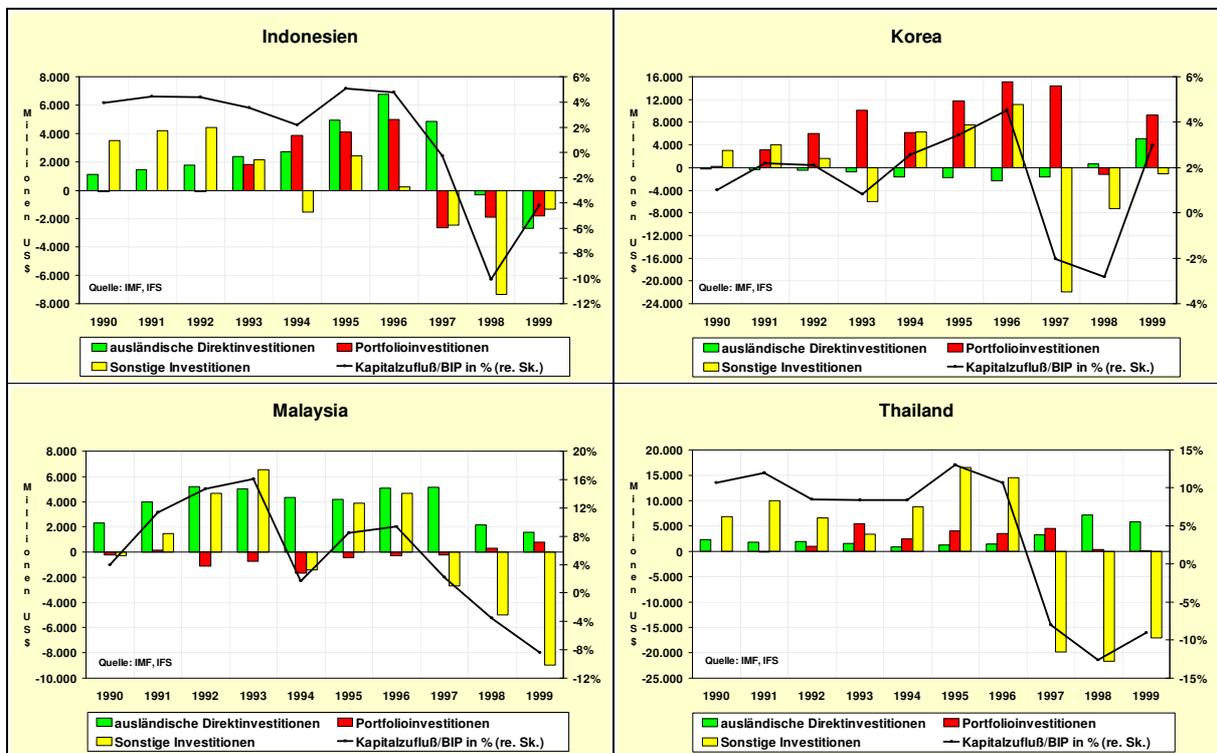


Abb. 9: Zusammensetzung und Entwicklung der Nettokapitalströme.

Indonesien und Malaysia waren am besten in der Lage, ausländische Direktinvestitionen anzuziehen. Jedoch machten in Indonesien Portfolioinvestitionen über 40% und in Malaysia sonstige Investitionen rund 50% der Zuflüsse aus. In Thailand und Korea bestand der Kapitalimport im wesentlichen aus Portfoliokapital und sonstigen Investitionen. Das heißt, eine Anfälligkeit für Erwartungsänderungen bei Wertpapierinvestoren könnte aufgrund des Datenmaterials für Indonesien, Korea und Thailand unterstellt werden. Inwieweit Anfälligkeit für eine Umkehrung der sonstigen Investitionen, die bis auf Indonesien einen nicht unerheblichen Teil der Kapitalzuflüsse ausmachten, bestanden haben könnte, läßt sich an dieser Stelle nicht ermitteln, weil der IWF keine Angaben in bezug auf ihre Zusammensetzung veröffentlicht. Aufschluß darüber soll der folgende Abschnitt liefern.

3.1.3.2 Struktur der Auslandsverschuldung

Daten zur Struktur der Auslandsverschuldung einzelner Staaten werden unter anderem bei der Weltbank und der BIZ gesammelt und veröffentlicht.¹⁸⁶ Die Weltbank publiziert ihre Zahlen in jährlichem Rhythmus auf Basis der Angaben, die von offizieller Seite aus den einzelnen Ländern zur Verfügung gestellt werden und weist in diesem Zusammenhang darauf hin, daß insbesondere die Daten über kurzfristige¹⁸⁷ Verbindlichkeiten in den letzten Jahren zwar mit sinkender aber oftmals noch immer mit großer Unsicherheit behaftet seien. Als ein zweiter Nachteil - möglicherweise auch im Hinblick auf hier untersuchten Länder - erweist sich die Definition der Weltbank für die gesamte Schuldendienstzahlung pro Jahr (Total Debt Service). Darin finden zwar Zinszahlungen sowohl für lang- als auch kurzfristige Darlehen Berücksichtigung, jedoch für letztere nicht die Tilgungsleistungen. Somit bleibt das Umschulden beziehungsweise die Erneuerung kurzfristiger Verbindlichkeiten unberücksichtigt.¹⁸⁸ Das heißt, die tatsächliche Schuldendienstleistung kann höher ausfallen, als von der Weltbank angegeben. Die BIZ wählt einen anderen Weg bei der Erfassung externer Verbindlichkeiten. Sie veröffentlicht in ihren Quartalsberichten Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten privater und öffentlicher Banken sowie Nichtbanken gegenüber Kreditinstituten in 28 Industriestaaten und Finanzzentren. Dabei handelt es sich nicht wie bei der Weltbank um Angaben von Debitoren, sondern von Kreditoren.

Unter „gesamte Auslandsverschuldung“ faßt die Weltbank alle langfristigen externen Verbindlichkeiten, die von staatlicher Seite aufgenommen oder garantiert wurden, tatsächlich gemeldete und geschätzte langfristige Verbindlichkeiten des privaten Sektors, IWF-Kredite sowie Schätzungen für private und öffentliche kurzfristige Verbindlichkeiten.¹⁸⁹ Die sich so für jedes der vier

¹⁸⁶ Seit März 1999 existiert eine gemeinsame Statistik von BIZ, IWF, OECD und Weltbank, in der die Daten der einzelnen Organisationen zusammengefaßt werden. Vgl. dazu die Angaben auf der Website der OECD unter <http://www.oecd.org/dac/debt/htm/metadata.htm> (Stand: 25.01.2002).

¹⁸⁷ Verbindlichkeiten mit einer ursprünglichen Laufzeit von höchstens einem Jahr.

¹⁸⁸ Vgl. World Bank, 1999, S. X ff.

¹⁸⁹ Vgl. World Bank, 1999, S. XIII.

Länder ergebende Summe ist in der linken Grafik der Abbildung 10 als prozentualer Anteil des BIP dargestellt.

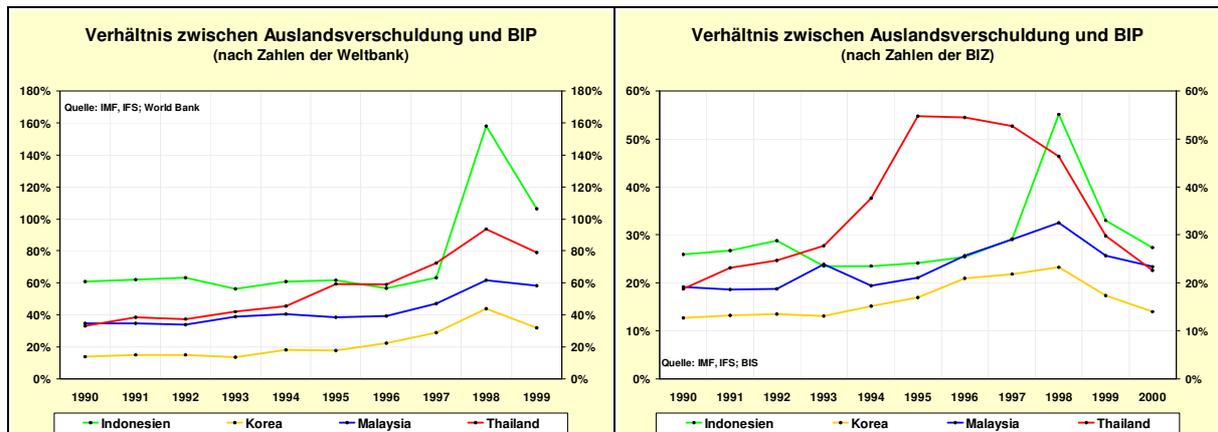


Abb. 10: Verhältnis zwischen gesamter Auslandsverschuldung und BIP.

Nach den Zahlen der Weltbank schien die Auslandsverschuldung in den vier Krisenländern kein sonderlich großes Problem zu sein. Insgesamt waren die Verhältnisse zwischen externen Verbindlichkeiten und BIP relativ gering, wobei auch die Steigerungsraten moderat ausfielen. In Korea lag der Quotient Anfang der 1990er Jahre bei lediglich 15%. Dann stieg er seit 1993 langsam bis auf 23% im Jahr vor Ausbruch der Krise an, unter anderem weil die Regierung Banken und Chaebols gleichermaßen aufforderte, sich verstärkt Kapital aus dem Ausland zu verschaffen, um schnelles industrielles Wachstum zu finanzieren.¹⁹⁰ In Malaysia bewegte sich das Verhältnis zwischen 33% und 40%. Thailand hatte von 1990 bis 1995 den stärksten Anstieg seiner Auslandsverschuldung zu verzeichnen, allerdings sank der Quotient 1996 wieder leicht, weil die Bank of Thailand erste Maßnahmen ergriff, den Aufwärtstrend zu stoppen.¹⁹¹ Am höchsten war die Relation in Indonesien. Hier bewegte sie sich bereits 1990 bei etwa 60%, blieb aber nahezu konstant und sank gegen den Trend in den anderen drei Staaten bis 1996 leicht auf 57%. Isoliert betrachtet deuten diese Zahlen nicht auf eine besondere Anfälligkeit der Krisenstaaten hin.

Die Daten der BIZ vermitteln ein ähnliches Bild. Wie oben bereits erläutert, verarbeitet die BIZ nur Zahlen, die sie von Banken aus 28 Industrienationen und Finanzzentren gemeldet bekommt. Grundsätzlich sollten daher die Werte zwar niedriger ausfallen, aber die gleiche Tendenz aufweisen. Diese Vermutung bestätigt sich im rechten Diagramm der Abbildung 10 für Indonesien, Korea und Malaysia. Allerdings fallen gravierende Abweichungen bei Thailand auf. Erstens besitzt der Quotient für die Zeitspanne zwischen 1992 und 1995 eine sehr viel höhere Steigerungsrate, und zweitens liegt er für die Jahre 1995 und 1996 höher als der, der sich unter Zugrundelegung der Weltbankdaten ergibt. Letztere Beobachtung dürfte nicht auftreten, da die Weltbank mit ihrer Definition der gesamten Auslandsverschuldung ein weiteres Spektrum ab-

¹⁹⁰ Vgl. Smith, 1998, S. 67.

greift als die BIZ. Daß der BIZ-Quotient dennoch höher liegt, könnte erstens daran liegen, daß die Weltbank ihre Schätzungen bezüglich der Auslandsverschuldung systematisch zu niedrig ansetzt. Dies scheint insofern nicht abwegig, als sie, wie oben bereits erläutert, insbesondere die kurzfristigen Verbindlichkeiten lediglich auf Basis von Schätzungen ermittelt. In diesem Fall wäre zu vermuten, daß auch die Werte für die anderen hier untersuchten Länder nach oben korrigiert werden müßten. Zweitens ist denkbar, daß die von Schuldnerländern gemachten Angaben, aus politischen Erwägungen heraus, nicht den tatsächlichen Bestand an Verbindlichkeiten widerspiegeln. Drittens bezieht die BIZ ihre Daten von Gläubigerbanken, die sich einem eigens dafür geschaffenen standardisierten Meldewesen verpflichtet haben. Zudem handelt es sich um Kreditinstitute aus Ländern, in denen sowohl die Meldepflicht als auch die Rechenschaftslegung nach international anerkannten Standards gesetzlich geregelt sind und durch entsprechende Aufsichtsbehörden überwacht werden.¹⁹² Darin könnte ein Hauptgrund für die Abweichung liegen, denn die Zahlen der BIZ schließen weitgehend auch die über die BIBF generierte Kapitalbeschaffung ein, die zwischen 1993 und 1995 großenteils den Immobilienboom in Thailand finanziert hatte.¹⁹³ Aber auch nach den Zahlen der BIZ kann bis auf Thailand keine besondere Anfälligkeit festgestellt werden.

Diese Einschätzung scheint auch das linke Diagramm in Abbildung 11 zu bestätigen. Dort sind die prozentualen Anteile der kurzfristigen an den gesamten externen Verbindlichkeiten gemäß den Zahlen der Weltbank grafisch aufbereitet.

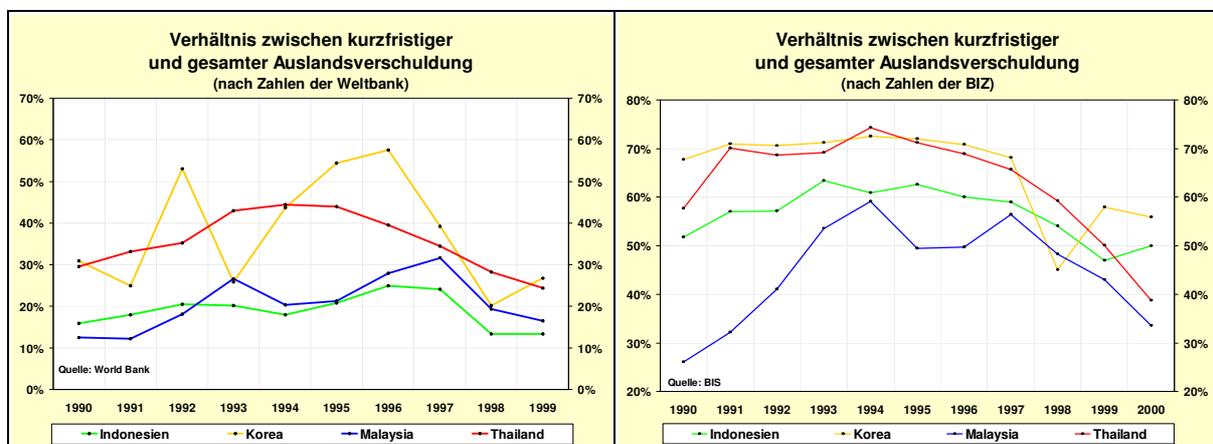


Abb. 11: Verhältnis zwischen kurzfristiger und gesamter Auslandsverschuldung.

Für Indonesien weist die Weltbank einen leicht steigenden Quotienten im hier untersuchten Zeitraum aus, allerdings lag er selbst im Jahr des Ausbruchs der Krise bei wenig Besorgnis erregenden 25%. Gleiches gilt für Malaysia wo das Verhältnis über den Zeitraum hinweg etwas stärker mit

¹⁹¹ Vgl. Alba/Bhattacharya/Claessens/Ghosh/Hernandez, 1998, S. 32.

¹⁹² Vergab beispielsweise ein deutsches Kreditinstitut ein Darlehen an eine Bank in Thailand, so erfuhr davon zwar das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen in Deutschland aber nicht auch eine entsprechende Behörde in Thailand.

¹⁹³ Vgl. Sheng/Kirinpanu, 1999, S. 12 f.

ansteigender Tendenz schwankte, aber auch 1997 mit 31,6% keine Beunruhigung hervorrufen mußte. In Korea hat sich der Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten zwischen 1993 und 1996 von 26% auf 57% mehr als verdoppelt, so daß sie die langfristigen Verbindlichkeiten überwogen. Der Quotient für Thailand verharrte zwischen 1993 und 1995 bei etwa 44% und begann danach leicht zu sinken. Insgesamt lassen sich anhand dieses Indikators unter Zugrundelegung der Weltbankdaten in Korea und zu einem geringeren Ausmaß auch Thailand Anzeichen für eine erhöhte Anfälligkeit gegenüber externen Schocks finden, auf eine bevorstehende Krise deutete die Entwicklung der Quotienten aber nicht hin.

Wie das rechte Diagramm der Abbildung 11 zeigt, nimmt der Indikator unter Verwendung der BIZ-Zahlen alarmierendere Werte an. Danach bewegte sich der Quotient für Indonesien, Korea und Thailand im dargestellten Zeitraum bis zum Ausbruch der Krise ohne größere Schwankungen stets über 50%. In Korea und Thailand erreichte er in 1994 Spitzenwerte von 72,5% beziehungsweise 74,3%, um dann in den Folgejahren bis zum Ausbruch der Krise leicht abzunehmen. Indonesien wies seit 1991 einen Anteil an kurzfristiger Verschuldung von durchschnittlich 60% auf. Malaysia unterscheidet sich insofern von den anderen drei Ländern, als sich hier der Anteil von einem mit 26,1% in 1990 zunächst moderaten Niveau um mehr als 30 Prozentpunkte auf 59,1% in 1994 erhöhte. Er sank im Folgejahr zwar wieder ab, aber auch in Malaysia lag er seither nur unwesentlich unter 50%.

Die BIZ-Zahlen liefern Quotienten, die im Durchschnitt über 29 Prozentpunkte höher liegen als die der Weltbank. Wie diese Diskrepanz zustande kommt, kann nur eine genaue Analyse der Datenerhebung ergeben. Auf den ersten Blick spricht einiges dafür, daß der Unterschied entsteht, indem die Weltbank ihre Zahlen für kurzfristige Auslandsverbindlichkeiten nur schätzt und infolgedessen möglicherweise ein zu optimistisches Bild zeichnet. Allerdings ist ebenfalls denkbar, daß sich die vier Krisenstaaten nicht unerheblich bei Banken langfristig verschuldet hatten, die nicht an die BIZ berichten. Für diese These spricht die Beobachtung, daß der von der Weltbank ausgewiesene Gesamtschuldenbestand für die Länder im Durchschnitt mehr als doppelt so hoch ausfällt als der durch die BIZ ermittelte. Dagegen berücksichtigt die BIZ auch Verbindlichkeiten, die über Offshore-Märkte eingegangen wurden. Diese besitzen tendenziell kürzere Laufzeiten.

3.1.3.3 Kurzfristige Auslandsverbindlichkeiten und Bestand an Währungsreserven

Ein weiterer Indikator, der Aufschluß über den Anfälligkeitsgrad einer Volkswirtschaft gegenüber Währungs- und Finanzkrisen geben kann, ist das Verhältnis zwischen den kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten und den Währungsreserven. Bei diesem Quotienten werden externe Verbindlichkeiten mit kurzfristiger Laufzeit dem liquiden Auslandsvermögen, das im Bedarfsfall für die Tilgung dieser Verbindlichkeiten genutzt werden könnte, gegenübergestellt. Ein Quotient größer als 100% bedeutet dabei noch nicht, daß eine Währungskrise bevorsteht, allerdings steigt in diesem Fall die Anfälligkeit des Finanzsystems gegenüber Erwartungsänderungen bei Investo-

ren, denn sollte ein Kapitalabzug ausländischer Gläubiger einsetzen, haben Investoren einen Anreiz, so schnell wie möglich das gleiche zu tun, weil sie wissen, daß dem Schuldnerland nicht genügend Währungsreserven zur Verfügung stehen, alle Verbindlichkeiten zu tilgen.¹⁹⁴

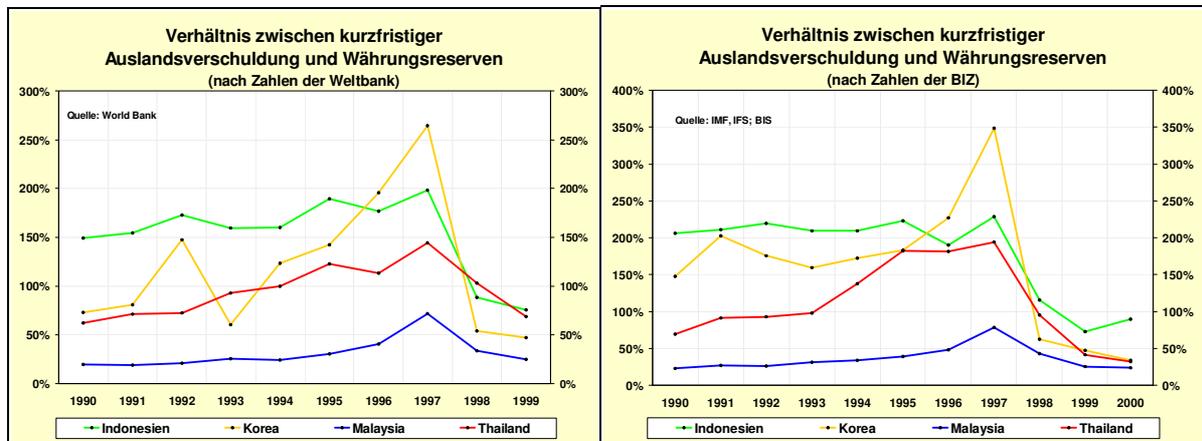


Abb. 12: Verhältnis zwischen kurzfristiger Auslandsverschuldung und Währungsreserven.

Das Verhältnis zwischen kurzfristiger Auslandsverschuldung und den Währungsreserven ist in Abbildung 12 dargestellt. Zunächst fällt auf, daß sich dieser Quotient unter Verwendung der Weltbankdaten zwischen 1990 und 1996 in allen vier Krisenländern erhöht und damit verschlechtert hat. In Indonesien lag er in den 1990er Jahren und in Korea seit 1994 ständig weit über 100%. Beide Länder können aus Sicht dieses Indikators als labil eingestuft werden. Auch in Thailand überstiegen die kurzfristigen Verbindlichkeiten seit 1995 die Devisenreserven. Dagegen fiel ihr Bestand in Malaysia stets doppelt so hoch wie die kurzfristigen Verbindlichkeiten aus, so daß dort auch im Fall eines panikartigen¹⁹⁵ Kapitalabzugs ausreichend Liquidität zur Verfügung gestanden hätte.

Das Bild verschlechtert sich auch hier unter Verwendung der BIZ-Daten, wie die rechte Grafik der Abbildung 12 zeigt. Danach blieb nur Malaysia unter der kritischen Marke von 100%. Korea wies im Beobachtungszeitraum bis zur Krise stets Werte über 150%, Indonesien bis auf 1996 Werte von über 200% auf. Auch Thailand überschritt nach Angaben der BIZ ab 1995 die Marke von 150%.

Neben der Tilgung von Auslandsdarlehen mit kurzfristiger Laufzeit muß auch der Schuldendienst für langfristige Verbindlichkeiten berücksichtigt werden. Bezieht man diesen mit in die Überlegung ein, verschlimmert sich das Bild für die vier Länder weiter, wie Abbildung 13 verdeutlicht.¹⁹⁶

¹⁹⁴ Vgl. Glick, 1998, S. 12 f.

¹⁹⁵ Unter Panik soll im folgenden eine unkontrollierte Fluchtreaktion in einer gefährlichen oder vermeintlich gefährlichen Situation verstanden werden.

¹⁹⁶ Von der BIZ liegen dazu keine Zahlen vor.

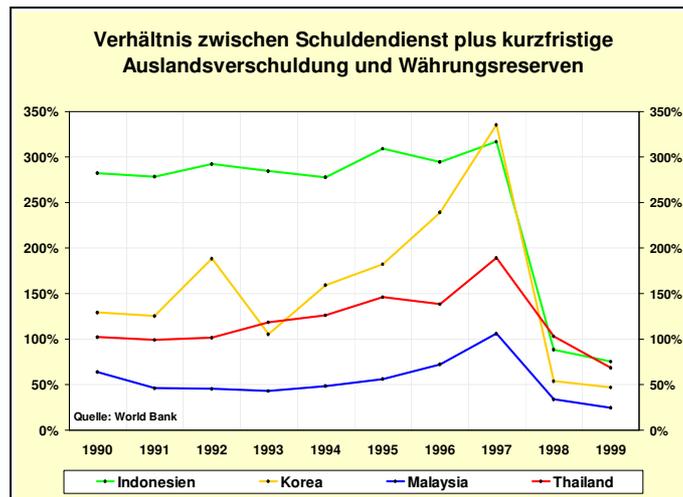


Abb. 13: Verhältnis zwischen gesamtem Schuldendienst und Währungsreserven.

Ein Vergleich zwischen Abbildung 13 und dem linken Diagramm der Abbildung 12, offenbart, daß der „normale“ Schuldendienst in diesem Zusammenhang keine zu vernachlässigende Komponente darstellt. Insbesondere für Indonesien, das von allen vier Krisenstaaten den höchsten Gesamtschuldenbestand im Verhältnis zum BIP aufwies, erhöht sich der Quotient soweit, daß er den Koreas nun weit übersteigt. Auch der Quotient für Thailand überstieg unter Berücksichtigung aller Schuldendienstverpflichtungen bereits 1993 die kritische Marke von 100%. Somit läßt sich festhalten, daß aufgrund des vorliegenden Zahlenmaterials nur Malaysia in der Lage gewesen wäre, im Bedarfsfall den gesamten kurzfristig anfallenden Schuldendienst mit Hilfe seiner Währungsreserven zu bedienen.

3.2 Makroökonomische Fundamentaldaten

Bereits vor Ausbruch der Asienkrise waren in vielen Untersuchungen „schlechte“ volkswirtschaftliche Fundamentaldaten als Auslöser von Währungskrisen identifiziert worden. Auch theoretische Modelle, die sogenannten Modelle der ersten Generation, generieren spekulative Angriffe gegen einen fixen nominalen Wechselkurs als Reaktion auf eine damit nicht im Einklang stehende expansive Wirtschaftspolitik, die sich unter anderem in makroökonomischen Kennziffern widerspiegelt.¹⁹⁷ Als Indikator mit herausragender Bedeutung ist dabei oftmals ein untragbar hohes Leistungsbilanzdefizit, das durch den tatsächlichen Bestand an Währungsreserve der Zentralbank nicht mehr finanziert werden kann, identifiziert worden.¹⁹⁸

¹⁹⁷ Vgl. die ursprüngliche Arbeit von Krugman, 1979.

¹⁹⁸ Vgl. Flood/Garber, 1984, die Krugman's Modell in diese Richtung erweiterten; vgl. die empirischen Untersuchungen von Dornbusch/Goldfajn/Valdes, 1995; vgl. Milesi-Ferretti/Razin, 1996a, b, c; vgl. Mishkin, 1996; vgl. Roubini/Wachtel, 1998; vgl. auch die angegebene Literatur in Kaminsky/Lizondo/Reinhart, 1998.

Ausgehend von einer Analyse der Leistungsbilanzsalden soll in den Unterkapiteln 3.2.1 bis 3.2.6 geklärt werden, inwieweit makoökonomische Fundamentaldaten zum Ausbruch der Währungs- und Finanzkrise in Asien beigetragen haben könnten.

3.2.1 Das Leistungsbilanzdefizit als Indikator für gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte

Zur Analyse der Leistungsbilanz wird ihr Saldo häufig der gesamten Wirtschaftsleistung eines Landes, am BIP gemessen, gegenübergestellt. Bleiben Kapitalfälligkeiten auf die Auslandsverschuldung unberücksichtigt – weil und insofern sie durch Neukredite abgedeckt werden – entspricht ein Fehlbetrag der Leistungsbilanz dem zusätzlichen externen Finanzierungsbedarf eines Landes für die betreffende Periode. Dieser Bedarf wird dann durch den Bezug auf die Wirtschaftskraft relativiert. Bei Ländern mit großem Außenhandelssektor sind die Werte dieser Kennziffer betragsmäßig tendenziell größer als bei binnenwirtschaftlich orientierten Volkswirtschaften. Abbildung 14 zeigt die Entwicklung des Indikators für die vier untersuchten Krisenstaaten. Man erkennt, daß Indonesien und Thailand in allen zehn Jahren vor Ausbruch der Krise Leistungsbilanzdefizite aufwiesen. In Thailand lagen sie in den 1990er Jahren ständig über 5% des BIP. In Indonesien pendelten sie zwischen 1% und 4%. In Korea und Malaysia hatten sich aus hohen Leistungsbilanzüberschüssen Ende der 1980er Jahre Defizite entwickelt, wobei für Malaysia eine ausgeprägte Umkehrung des Saldos beobachtbar ist. Mit Ausnahme von 1992 lag es in den 1990er Jahren ständig über 4%. Am geringsten fiel das Defizit bis auf 1996 in Korea aus. In 1996 zeigte sich dort jedoch die deutlichste Ausweitung. Bis auf Malaysia vergrößerten sich die Fehlbeiträge im Verhältnis zum BIP von 1993 bis 1996.

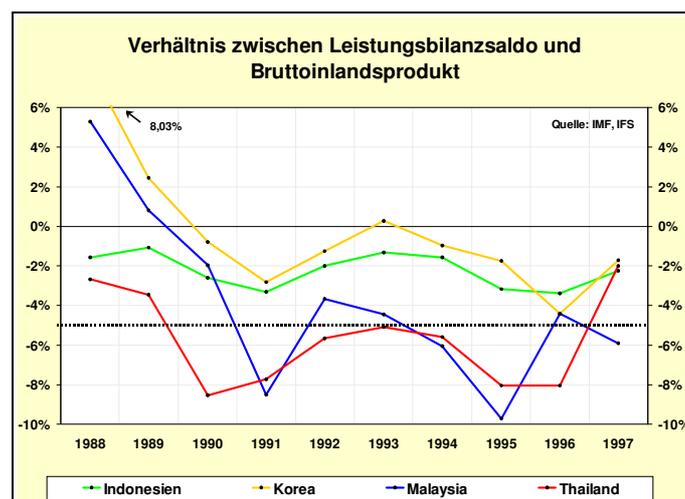


Abb. 14: Verhältnis zwischen Leistungsbilanzsaldo und BIP.

Abbildung 15 zeigt, daß die Jahreswachstumsraten der Ex- und Importe im dargestellten Zeitraum mit Ausnahme des Krisenjahres stets positiv waren und in den Jahren 1993 bis 1995 zunahmen, wobei das Importwachstum 1994 und 1995 prozentual kräftiger ausfiel als das der Exporte.

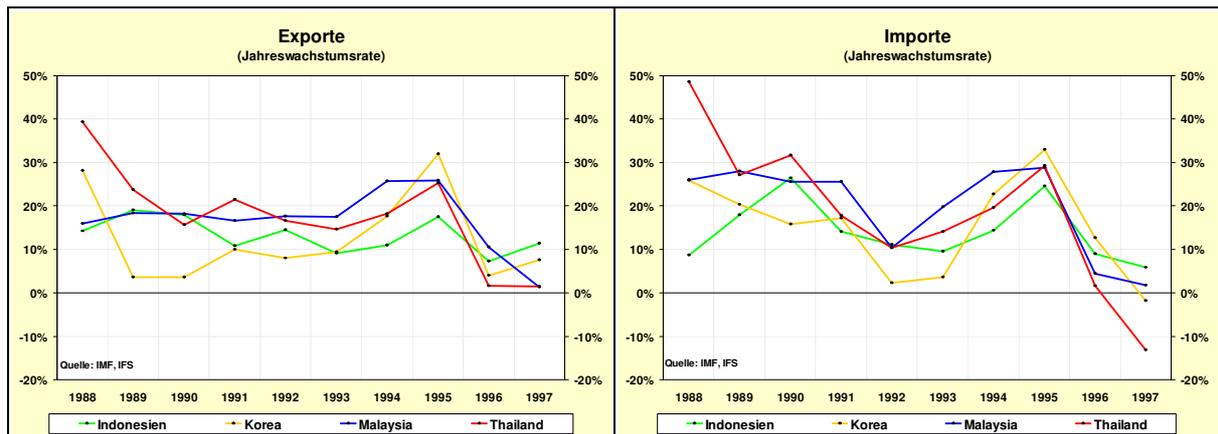


Abb. 15: Ex- und Importwachstum.

Jedoch brachen 1996 sowohl Ex- als auch Importwachstum ein. Dafür könnten drei Hauptursachen verantwortlich sein. Erstens sank generell die Jahreswachstumsrate des Welthandels von 9,8% in 1995 auf 6,8%.¹⁹⁹ Zweitens verlor der japanische Yen gegenüber anderen Weltwährungen an Wert, was sich für viele Staaten Südostasiens als doppelt schwierig erwies, weil Japan zugleich wichtiges Abnehmerland und Konkurrent auf den Exportmärkten war. Darüber hinaus verfielen drittens die Preise wichtiger Exportgüter der vier Krisenstaaten. Die größten Preissenkungen mußten bei Computern, Halbleitern und Telekommunikationsprodukten hingenommen werden. In diesen Bereichen der Hochtechnologie hatten vor allem Korea und Malaysia sowie in geringerem Ausmaß auch Thailand und Indonesien im Laufe der 1990er Jahre Produktionskapazitäten auf- und ausgebaut. Da die Nachfrage nach Gütern der Hochtechnologie zyklisch ist, stieg die Anfälligkeit der Produzenten gegenüber Nachfrage- und Preisverschiebungen. Weltweit entwickelte sich hier durch die fortschreitende Standardisierung und Massenproduktion seit 1993 ein heftiger Preis- und Konkurrenzkampf.²⁰⁰

Die Frage, ab welcher Größe und Dauer Leistungsbilanzdefizite problematisch für eine Volkswirtschaft werden, beschäftigt Wissenschaftler und Wirtschaftspolitiker gleichermaßen, wobei die Meinungen bis heute auseinandergehen. Nach einer Sichtweise sind Leistungsbilanzdefizite generell nur zeitlich begrenzt aufrechtzuerhalten.²⁰¹ Dieser Erkenntnis folgend, wiesen einige Analysten beispielsweise darauf hin, daß die Fehlbeträge in der mexikanischen Leistungsbilanz 1992 und 1993 mit durchschnittlich 6,3% des BIP zu hoch ausfielen. Dem erwiderte die mexikanische Zentralbank, daß man bei der Bewertung eines Defizits berücksichtigen müsse, ob sein Ursprung in unsolider Wirtschaftspolitik liege oder auf Spar- und Investitionsentscheidungen privater Wirtschaftssubjekte zurückzuführen sei. Da ihrer Auffassung nach letzteres in Mexiko der Fall gewe-

¹⁹⁹ Vgl. International Monetary Fund, 2001g, S. 74.

²⁰⁰ Davon war insbesondere Korea betroffen. Ein Großteil der Exporteinnahmen im Bereich Elektronik erwirtschaftete Korea mit dem Verkauf der sogenannten 16 MB DRAM (**D**ouble **R**andom **A**ccess **M**emory) Chips, deren Preis von rund 150 US-Dollar in 1993 auf etwa 10 US-Dollar in 1997 zurückging.

²⁰¹ Vgl. Corden, 1994, S. 88.

sen war, bestand aus ihrer Sicht kein Anlaß zur Sorge.²⁰² Nach Ausbruch der Mexiko-Krise Ende 1994 schien sich diese als falsch herausgestellt zu haben, so daß auch der IWF die Meinung vertrat, große Leistungsbilanzdefizite seien auf Dauer nicht aufrechtzuerhalten, egal welche Ursache sie haben.²⁰³ *Lawrence Summers*, der damalige US-Finanzminister, schlug in die gleiche Kerbe, indem er in einem Artikel für „*The Economist*“ jedes 5% des BIP übersteigende Defizit als besorgniserregend einstufte.²⁰⁴ Im Gegensatz dazu stellten einige Wissenschaftler heraus, daß Leistungsbilanzdefizite nicht generell auf Krisen hindeuten. *Sachs et al.* beispielsweise kamen 1996 bei einer ökonometrischen Untersuchung zu dem Ergebnis, daß weder die relative Höhe des Fehlbetrages noch seine Struktur und Variabilität erklärende Größen für den Ausbruch der Mexiko-Krise gewesen waren.²⁰⁵ Auch *Calvo* und *Mendoza* bezweifelten, daß im Leistungsbilanzdefizit eine herausragende Ursache für diese Krise zu sehen war.²⁰⁶

Motiviert durch diese Debatte entwickelten *Milesi-Ferretti* und *Razin* Modelle zur Analyse der Nachhaltigkeit von Leistungsbilanzdefiziten und zogen dabei folgende Schlußfolgerung:

„We conclude that a specific threshold on persistent current account deficits (such as 5 percent of GDP for 3-4 years) is not per se a sufficiently informative indicator of sustainability. The size of current account imbalances should be considered in conjunction with exchange rate policy and structural factors, such as the level and composition of external liabilities, the degree of openness and the composition of trade, the level of savings and investment. Persistent current account deficits should flash a red light if the export sector is small, debt service is large, savings are low, the financial sector is dominated by banks under weak supervision, and equity financing is small.“²⁰⁷

Die Frage, ob ein Fehlbetrag in der Leistungsbilanz übermäßig groß ist und damit die Anfälligkeit einer Volkswirtschaft für Währungskrisen erhöht, läßt sich demnach, wenn überhaupt, nur im Kontext mit einer Vielzahl weiterer Faktoren beantworten.²⁰⁸ Diese Faktoren sollen, sofern nicht bereits in Kapitel 3.1.3 beleuchtet, im folgenden Gegenstand der Untersuchung sein.

3.2.2 Die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts

Die Jahresveränderungsrate des BIP der einzelnen Krisenstaaten zeigt Abbildung 16. Bis auf Thailand im Krisenjahr 1997 verzeichneten alle vier Staaten über den Beobachtungszeitraum hohe Wachstumsraten. Im Durchschnitt erzielten sie eine jährliche Steigerung von 8%. Sie übertrafen damit deutlich das Wachstum in den G-7, deren BIP im gleichen Zeitraum durchschnitt-

²⁰² Vgl. Banco de Mexico, 1993, S. 179 f.

²⁰³ Vgl. Loser/Williams, 1997, S. 268.

²⁰⁴ Vgl. Summers, 1996, S. 46.

²⁰⁵ Vgl. Sachs/Tornell/Velasco, 1996, S. 178 f.

²⁰⁶ Vgl. Calvo/Mendoza, 1996, S. 170.

²⁰⁷ Milesi-Ferretti/Razin, 1996a, S. 20.

²⁰⁸ Dieses Ergebnis wurde in einer neueren empirischen Untersuchung nochmals bestätigt. Vgl. Edwards, 2001.

lich um 2,5% stieg. In Indonesien und Malaysia unterlag das Wachstum vergleichsweise geringen Schwankungen, während sich die Entwicklung in Korea etwas volatil zeigte. In Thailand ging das Wachstum mit den Ausnahmen 1993 und 1995 ständig zurück und erreichte 1996 mit 5,5% einen vorläufigen Tiefstand. Seit 1995 verlangsamte sich die Konjunktur in allen vier Ländern, was für sich alleine genommen jedoch keine Veranlassung zur Sorge geben mußte, da eine ähnliche Phase der Abkühlung bereits zwischen 1990 und 1992 vorgelegen hatte, ohne daß eine Währungskrise folgte.

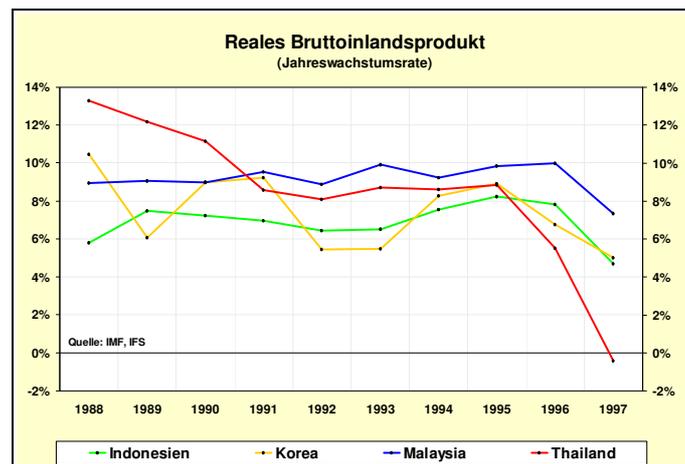


Abb. 16: Wachstumsraten des BIP.

Ungeachtet der beobachtbaren konjunkturellen Verlangsamung, sehen einige Ökonomen gerade in hohen Wachstumsraten über längere Zeiträume hinweg eine zunehmende Anfälligkeit für konjunkturelle Überhitzung. In- und ausländische Investoren könnten in solchen Fällen übermäßig optimistische Wachstumserwartungen entwickeln, in deren Folge sowohl überhöhte Konsum- und Investitionstätigkeit als auch steigender Kapitalzufluß sich selbst verstärkende Kreisläufe zwischen Investitionswachstum und Kapitalzufluß in Gang setzen, die in vermehrten Fehlinvestitionen und Überschuldung enden können.²⁰⁹ Das heißt, nicht allein die Höhe des Wachstums ist von Bedeutung, sondern auch seine Qualität. Diese Aussage hat den Hintergrund, daß sich wirtschaftliche Expansion sowohl durch Mobilisierung zusätzlicher Produktionsfaktoren als auch durch Produktivitätssteigerung generieren läßt, wobei nur letztere zu einem nachhaltigen Wachstum des BIP einer Volkswirtschaft führt. Reine Steigerungen der Faktoreinsatzmengen, die nicht gleichzeitig von Effizienzgewinnen bei der Nutzung dieser Faktoren begleitet sind, führen zu abnehmenden Zusatzerträgen. Ein nur auf Mobilisierung von Produktionsfaktoren basierendes Wirtschaftswachstum ist somit zeitlich begrenzt.²¹⁰

Diese Erkenntnis haben einige Wissenschaftler zum Anlaß genommen, die Herkunft des Wirtschaftswachstums in asiatischen Staaten zu ermitteln. Die Untersuchungen liefern jedoch ein zweigeteiltes Bild. Auf der einen Seite stehen Ökonomen, die den asiatischen Staaten ein Wirt-

²⁰⁹ Vgl. Rigobon, 1998, S. 3.

²¹⁰ Vgl. Krugman, 1994, S. 68.

schaftswachstum bescheinigten, daß nicht unerheblich aus Produktivitätssteigerungen hervorgegangen war.²¹¹ Sarel beispielsweise kam 1997 in seinem Arbeitspapier unter anderem für Indonesien, Malaysia und Thailand zu dem Ergebnis, daß die Wachstumsraten großenteils Folge einer steigenden Faktorproduktivität gewesen sein könnten und somit auch für die Zukunft ähnliche Steigerungsraten des BIP hätten erwartet werden können.²¹² Folgt man dieser Einschätzung, existierte zumindest aus dieser Sicht ein Argument, das die hohen Leistungsbilanzdefizite in den Krisenstaaten gerechtfertigt hätte. Auf der anderen Seite stehen die zumindest zahlenmäßig überlegenen Ökonomen²¹³, die auf Grundlage ihrer Untersuchungen die Meinung vertreten, das Wachstum in Asien sei überwiegend auf die Mobilisierung von Produktionsfaktoren – insbesondere von Arbeitskräften – zurückzuführen gewesen, woraus sie den Schluß ziehen, daß derartig hohe Steigerungsraten, wie sie Anfang der 1990er realisiert wurden, dauerhaft nicht aufrecht zu erhalten gewesen wären. Diesem Ergebnis folgend, wären die Leistungsbilanzdefizite in den asiatischen Staaten nicht durch künftig zu erwartende hohe Wachstumsraten gerechtfertigt gewesen und hätten somit als übermäßig und korrekturbedürftig eingeschätzt werden können. Daraus ließe sich eine latente Anfälligkeit für Erwartungsänderungen bei Investoren ableiten, zumal das Wirtschaftswachstum 1996 in Thailand, Indonesien und Korea rückläufig war.

3.2.3 Effizienz und Profitabilität der Investitionen

Leistungsbilanzsalden sind ein Spiegel intertemporaler Entscheidungen der Wirtschaftssubjekte eines Landes. Gemäß der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ergeben sie sich als Differenz aus gesamtwirtschaftlichen Ersparnissen und Investitionen.²¹⁴ Dabei gilt nach herrschender²¹⁵ Meinung, daß Leistungsbilanzdefizite um so besser aufrechterhalten werden können, je mehr sie Ausdruck einer erhöhten Investitionstätigkeit sind, weil die dadurch entstehende Erhöhung der Produktionskapazität zukünftig zu steigenden Exporteinnahmen führt und damit den Schuldendienst erleichtert. Sie könnte dem Land demnach als Signal einer erhöhten Kreditwürdigkeit dienen und steigerte so das Vertrauen ausländischer Investoren in seine Fähigkeit, externe Verbindlichkeiten sowohl zu bedienen als auch zu reduzieren.²¹⁶ Diese Argumentation setzt allerdings voraus, daß der Gewinn aus dem investierten Gesamtkapital, der Return on Investment, die

²¹¹ Vgl. für eine Studie über Thailand Tinakorn/Sussangkarn, 1994; vgl. Sarel, 1997.

²¹² Vgl. Sarel, 1997, S. 32 ff.

²¹³ Vgl. unter anderem Young, 1994 für eine Vielzahl von Ländern, jedoch nicht für Indonesien; vgl. Young, 1995 für Korea, jedoch ohne Berücksichtigung von Indonesien, Malaysia und Thailand. Vgl. insbesondere World Bank, 1993 und Bosworth/Collins, 1996: In beiden Veröffentlichungen sind alle vier Staaten abgedeckt. Im Zusammenhang mit diesen Studien muß einschränkend festgestellt werden, daß sie nur bedingt vergleichbar sind, weil ihre Untersuchungszeiträume voneinander abweichen.

²¹⁴ Die Budgetgleichung für eine offene Volkswirtschaft lautet mit den Symbolen CA für Leistungsbilanz, ER für Ersparnisse, P für private Wirtschaftssubjekte, St für Staat und I für Investitionen:

$$CA = (ER_P - I_P) + (ER_{St} - I_{St}) = (ER_P - I_P) - DEF$$

Der Leistungsbilanzsaldo ergibt sich damit als Differenz zwischen privaten Nettoersparnissen und staatlichem Haushaltsdefizit (DEF). Vgl. Frenkel/John, 1993, S. 30 f.

²¹⁵ Vgl. Corsetti/Pesenti/Roubini, 1999, S. 316.

²¹⁶ Vgl. Aizenman, 1992, S. 179 f.

Kosten der Kapitalbeschaffung übersteigt und die Kapazitätsausweitung im Bereich handelbarer Güter stattfindet, denn nur dann können ceteris paribus zukünftig Leistungsbilanzüberschüsse entstehen und zur Rückzahlung der Auslandsverbindlichkeiten beitragen.²¹⁷ Demnach kommt es nicht nur auf das Ausmaß der Investitionen in einer Volkswirtschaft an, sondern auch auf die Art der geförderten Projekte sowie deren Rentabilität.

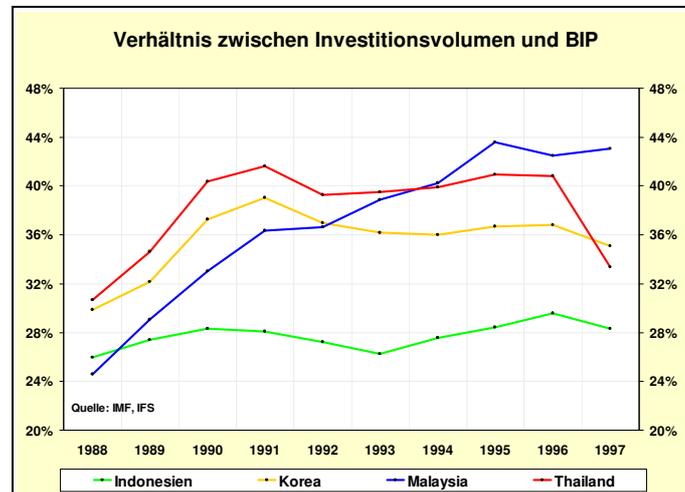


Abb. 17: Investitionen im Verhältnis zum BIP.

Abbildung 17 vermittelt zunächst einen Eindruck über das Investitionsvolumen im Verhältnis zum BIP in den vier Ländern. Die Investitionsquoten bewegten sich, abgesehen von Indonesien, auf hohem Niveau. Der durchschnittliche Quotient lag von 1990 bis 1997 in Korea über 36%, in Malaysia und Thailand bei etwa 39%. Das Verhältnis für Indonesien bewegte sich im gleichen Zeitraum „nur“ bei knapp 28%, lag damit aber noch immer über 20%, dem Wert für die G-7.

Bei derartig hohen Quoten stellt sich die Frage, wie effizient und profitabel die getätigten Investitionen letztendlich waren. Zu ihrer Beantwortung ist das sogenannte Kapitalaufwand-Nutzenverhältnis (Incremental Capital Output Ratio (ICOR)) entwickelt worden, das das Verhältnis zwischen Investitionsquote und Wachstumsrate des BIP wiedergibt. Im Zeitablauf steigende Werte dieses Quotienten können dahingehend interpretiert werden, daß die Investitionen nicht mehr in dem Maß wie zuvor geeignet sind, Wirtschaftswachstum zu generieren.²¹⁸ Jedoch besteht keine eindeutige Indikation, weil steigende Werte auch durch eine zunehmende Kapitalintensität der Produktion zustande kommen können. Das ICOR in der hier angewandten aggregierten Form gibt keinen Aufschluß über sektorale Unterschiede in der Investitionseffizienz, er vermittelt jedoch einen Eindruck über die Rentabilität der Investitionen als Gesamtheit in einer Volkswirtschaft.

²¹⁷ Vgl. Corsetti/Pesenti/Roubini, 1999, S. 315 f.

²¹⁸ Vgl. van de Gevel, 1998, S. 11.

In Abbildung 18 sind die letzten zehn Jahre vor Ausbruch der Krise in Thailand in zwei Hälften geteilt und für beide Zeitabschnitte das durchschnittliche ICOR berechnet worden. Den größten Anstieg weist das Zahlenmaterial für Thailand aus. Dort lag der Quotient bei 3,31 in den ersten und bei 5,21 in den zweiten fünf Jahre. Korea besaß mit 5,46 einen noch höheren Durchschnittswert, er lag allerdings in der ersten Teilperiode bereits bei 3,82.

ICOR-Durchschnitt		
	1987-1991	1992-1996
Indonesien	4,23	3,83
Korea	3,82	5,46
Malaysia	3,51	4,22
Thailand	3,31	5,21
Quelle: IMF, IFS; eigene Berechnungen.		

Abb. 18: Incremental Capital Output Ratio.

Während sich der Quotient auch in Malaysia erhöhte, nahm er in Indonesien von 4,32 auf 4,39 ab. Wie in Kapitel 3.2.1 angeklungen, hat die Produktion in den vier Krisenstaaten im Laufe der 1990er Jahre an Kapitalintensität zugenommen, so daß die Ergebnisse vorsichtig interpretiert werden müssen. In Verbindung mit den Ergebnissen aus Kapitel 3.1.1 sowie den noch folgenden Ausführungen in den Kapiteln 3.3.3 und 3.4 läßt sich die Interpretation, die Entwicklung des ICOR sei mehr auf eine abnehmende Qualität der Investitionen und Aufbau von Überkapazitäten als auf eine gestiegene Kapitalintensität zurückzuführen, jedoch nicht gänzlich von der Hand weisen.

3.2.4 Öffentliche und private Sparquote

Wie bereits erläutert, ergibt sich der Leistungsbilanzsaldo als Differenz aus den privaten Ersparnissen und Investitionen abzüglich des staatlichen Haushaltsdefizits. Das heißt, auch die Entwicklung der nationalen Sparquote könnte zur Interpretation von Leistungsbilanzdefiziten beitragen.

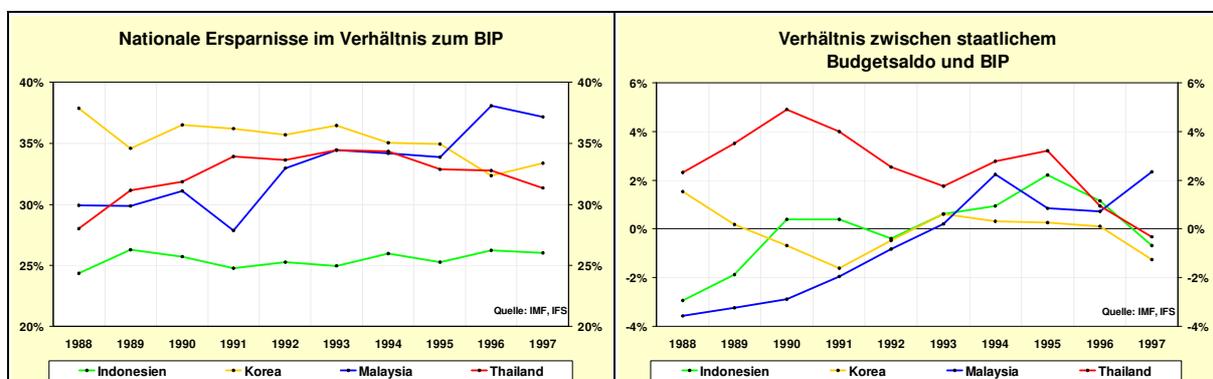


Abb. 19: Verhältnis zwischen nationalen Ersparnissen, Haushaltssalden und BIP.

Das linke Diagramm der Abbildung 19 zeigt die nationalen Sparquoten für die vier Krisenstaaten. Sie bewegten sich in den 1990er Jahren auf hohem Niveau und lagen seit 1992 in Korea, Malaysia und Thailand stets über 30% des BIP. In Thailand und Korea waren sie seit 1993 leicht rückläufig, in Malaysia verharrte die Sparquote zunächst, nach einem ersten Schub 1992, bei etwa 34% und stieg im Jahr vor Ausbruch der Krise noch einmal bis auf 38% an. In Indonesien lag die Quote ohne größere Schwankungen stets zwischen 24,5% und 26,5%.

In Ergänzung zu den Sparquoten zeigt das rechte Diagramm der Abbildung 19 die Entwicklung der staatlichen Budgetsalden. Danach konnten alle vier Krisenstaaten spätestens seit 1993 Überschüsse vorweisen, wobei die Thailands, dem Ursprungsland der Krise, im Beobachtungszeitraum von beachtlicher Größe waren. Allerdings wurde der Höchststand von 4,9% im Jahre 1990 in der Folgezeit nicht mehr erreicht. Die Ursache dafür lag möglicherweise in der verstärkten öffentlichen Finanzierung von Bauprojekten. Trotzdem besaß Thailand bis einschließlich 1995 im Verhältnis zum BIP die größten positiven Budgetsalden. Auch aus Indonesien konnten seit 1993 Überschüsse, die allerdings zum Teil aus einmaligen Privatisierungserlösen stammten, vermeldet werden. Korea unterwarf sich einer selbst auferlegten Politikregel, die einen ausgeglichenen Haushalt vorsah. Deshalb vielen dort die Budgetsalden nicht so groß aus wie bei den anderen Staaten, sie waren aber auch hier in den vier Jahren vor der Krise stets positiv. Weitreichende Konsolidierungsmaßnahmen führten in Malaysia zu einer Umkehrung der Haushaltsdefizite. Den größten Überschuß erzielte die Regierung 1994 mit 2,32% des BIP. Er fiel dann jedoch wieder unter anderem wegen einer Senkung der Einkommensteuersätze und Importzölle zurück.²¹⁹

Die Diagramme der Abbildung 19 deuten darauf, daß weder zunehmender privater noch staatlicher Konsum zu den Leistungsbilanzdefiziten beigetragen hatten und von dieser Seite keine erhöhte Anfälligkeit für eine Währungskrise bestand. Allerdings sind bei dieser Einschätzung mindestens zwei Vorbehalte zu berücksichtigen. Erstens arbeiteten die Regierungen, insbesondere in Korea und Malaysia, mit einer Reihe von Nebenhaushalten, die in der offiziellen Budgetrechnung keine Erwähnung fanden.²²⁰ Zweitens machen *Burnside et al.* deutlich, daß nicht nur aktuelle Haushaltsdefizite zum Ausbruch einer Krise beitragen können, sondern auch die für die Zukunft erwarteten. Im Mittelpunkt dieser Einschätzung steht die aus der Erfahrung gewonnene Erkenntnis, daß Regierungen ihren Finanzsystemen im Fall einer Krise oftmals mit finanzieller Hilfe zur Seite stehen (müssen). Die dazu notwendigen Gelder kurzfristig über Steuererhöhungen einzunehmen, dürfte schwierig sein, zumal derartige Situationen oftmals durch abnehmendes Wirtschaftswachstum und damit sinkende Steuereinnahmen gekennzeichnet sind. Als Auswege blieben dann ein Abbau von Haushaltsüberschüssen oder höhere Staatsverschuldung. Wenn ausländische Investoren daraufhin erwarten, daß die Regierung zur Finanzierung der zusätzlichen Verschuldung auf Seigniorage zurückgreifen könnte, sind bei einem System fixer Wechselkurse

²¹⁹ Vgl. Alba/Bhattacharya/Claessens/Ghosh/Hernandez, 1998, S. 22 ff.

²²⁰ Vgl. International Monetary Fund, 1997a, S. 9.

spekulative Angriffe auf die Währung nicht mehr auszuschließen.²²¹ Diese Überlegung scheint nicht abwegig, da die Regierungen, wie in Kapitel 3.1.1 gezeigt, in der Vergangenheit Aktionen zur Rettung einzelner Unternehmen beziehungsweise ganzer Sektoren durchgeführt hatten. Auch die Erfahrungen mit der Mexiko-Krise machten deutlich, wie umfangreich der diesbezügliche Finanzbedarf sein kann.

3.2.5 Größe des Auenhandelssektors

Eine Volkswirtschaft kann in bezug auf den Außenhandel dann als offen gelten, wenn das Verhaltis zwischen handelsfahigen und nicht handelsfahigen Gütern groß ist. Je offener das Land, desto besser sind die Aussichten, gegenwärtige Leistungsbilandefizite durch zukünftige Überschüsse ausgleichen zu können. Dem zugrunde liegt die Annahme, daß große Exportsektoren in späteren Perioden für Deviseneinnahmen sorgen, die dann für die Tilgung der Auslandsverbindlichkeiten genutzt werden können.²²² Ein politisches Argument, das für einen möglichst hohen Offenheitsgrad sprechen könnte, ist die Erfahrung, daß ökonomische Krisen in einem Land mit großem Auenhandelssektor hohen wirtschaftlichen und politischen Schaden anrichten können, indem sie nicht nur auf das Ursprungsland beschränkt bleiben, sondern auch auf die Handelspartner übergreifen. Demzufolge sollte ein zunehmender Offenheitsgrad disziplinierend auf das Handeln wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger wirken, um Sanktionen durch das Ausland bei eventuellem Fehlverhalten vorzubeugen.²²³ Allerdings kann sich ein hoher Offenheitsgrad auch nachteilig auswirken, wenn der reale effektive Wechselkurs des Landes ausgeprägten Schwankungen unterliegt und die Importpreise die inländische Inflationsrate beeinflussen.²²⁴

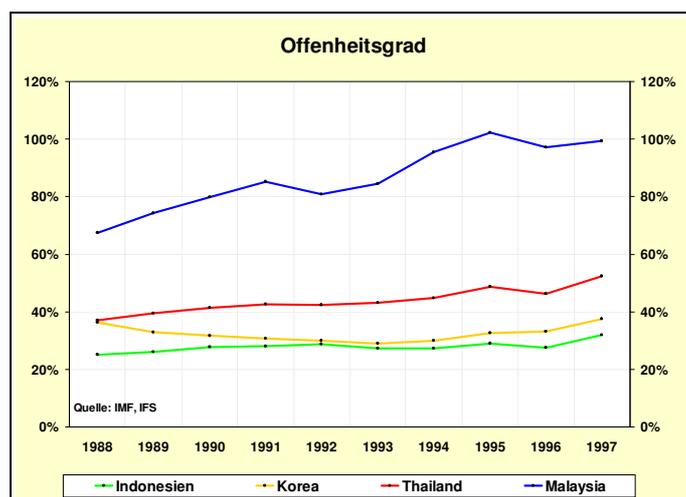


Abb. 20: Offenheitsgrad.

²²¹ Vgl. Burnside/Eichenbaum/Rebelo, 1999a, S. 2 ff. Vgl. auch für eine modelltheoretische Fundierung dieser Argumentation Burnside/Eichenbaum/Rebelo, 1999b.

²²² Vgl. Klein/Marion, 1994, S. 1 ff.

²²³ Vgl. Corsetti/Pesenti/Roubini, 1996, S. 19.

²²⁴ Vgl. McKinnon, 1963, S. 719 f.

Zur Darstellung des Offenheitsgrades der vier Krisenstaaten werden Ex- und Importe betragsmäßig aufaddiert, durch zwei geteilt und mit dem BIP ins Verhältnis gesetzt.²²⁵ Die Ergebnisse lassen sich in Abbildung 20 ablesen. Danach besitzen alle vier Staaten einen relativ großen Außenhandelssektor. Mit 25% bis 32% weist Indonesien den geringsten Offenheitsgrad im Beobachtungszeitraum auf. Etwas besser liegen Korea und Thailand. Den mit Abstand höchsten Offenheitsgrad besitzt Malaysia, wo in den letzten drei Jahren vor Ausbruch der Asienkrise ein Quotient von etwa 100% erreicht wurde.

Die vier Länder lassen sich demnach als relativ offen bezeichnen, so daß unter Zugrundelegung der vorangestellten Argumentation keine Gefahr für die Aufrechterhaltung der Leistungsbilanzdefizite gedroht hat. Was jedoch zunächst vorteilhaft erscheinen mag, könnte bei differenzierter Betrachtung auch nachteilig wirken. Denn ein Großteil der Exporte floß in Länder Südost- und Ostasiens.²²⁶ Diese regionalen Handelsbeziehungen hatten sich im Laufe der 1990er Jahre immer weiter vertieft und trugen wesentlich zum wirtschaftlichen Wachstum in Asien bei. Sie erhöhten damit die gegenseitige Abhängigkeit vom wirtschaftlichen Wohlergehen der Handelspartner und konnten somit möglicherweise einen Transmissionsmechanismus bieten, der die zunächst landesinterne Krise in Thailand auf weitere Staaten der Region übertragen hat.²²⁷

3.2.6 Der reale Wechselkurs als Maß für die internationale Wettbewerbsfähigkeit

Die Entwicklung des realen Wechselkurses kann erheblichen Einfluß auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit eines Landes ausüben. Wenn er sich ändert, variiert die Kaufkraft der Währungen und damit die Preise international handelbarer Güter im Ausland. So führt eine reale Aufwertung zu einer Verteuerung und eine Abwertung zu einer Vergünstigung heimischer Exportprodukte in Auslands- beziehungsweise im ersten Fall zu sinkenden sowie im zweiten zu steigenden Preisen ausländischer Güter in Inlandswährung. Der auf einem Kaufkraftvergleich basierende reale Wechselkurs (e) ergibt sich als:

$$(3.1) \quad e = \frac{EP^*}{P}.$$

Seine Determinanten sind der nominale Wechselkurs (E) sowie das in- (P) und ausländische Preisniveau (P^*). Schwankungen des realen Wechselkurses können als Ausdruck wirtschaftlicher Fehlentwicklung oder als Anpassung an ein neues reales Wechselkursgleichgewicht interpretiert werden. Im ersten Fall spricht man von einer realen Über- oder Unterbewertung. Welcher der

²²⁵ Vgl. Salin, 1997, S. 184.

²²⁶ In 1996 exportierten Indonesien 58%, Korea 45%, Malaysia 53% und Thailand 48% ihrer ausgeführten Güter in Länder Ost- und Südasiens.

²²⁷ Vgl. World Bank, 1998, S. 26 f.

beiden Fälle vorliegt, ist schwer feststellbar.²²⁸ Dementsprechend existiert eine Reihe von Methoden, Gleichgewichtswchselkurse zu ermitteln und fast genauso viele unterschiedliche Ergebnisse.²²⁹ Einer der am häufigsten herangezogenen Ansätze basiert auf dem hier vorgestellten Kaufkraftvergleich zweier Währungen. Die Entwicklung seiner Determinanten soll für die vier Krisenstaaten dargestellt und diskutiert werden.

Abbildung 21 zeigt den Verlauf der nominalen Wechselkurse der vier Landeswährungen gegenüber dem US-Dollar in der Preisnotierung.²³⁰ Indonesien besaß seit November 1978 ein Managed-Float-Wechselkurssystem, bei dem die Bank Indonesia täglich ein Umtauschkursband vorgab, das sich aus den Schlußkursen des Vortags gegenüber einem nicht veröffentlichten Währungskorb ergab. Dieses Band wurde 1993 von $\pm 0,5\%$ auf $\pm 4\%$ erweitert, um den Kurs der Rupiah zu flexibilisieren.²³¹ Abbildung 21 verdeutlicht, daß auf diese Weise eine stetige, in geregelten Bahnen verlaufenden Abwertung erfolgte, die für Wirtschaftssubjekte berechenbar war.

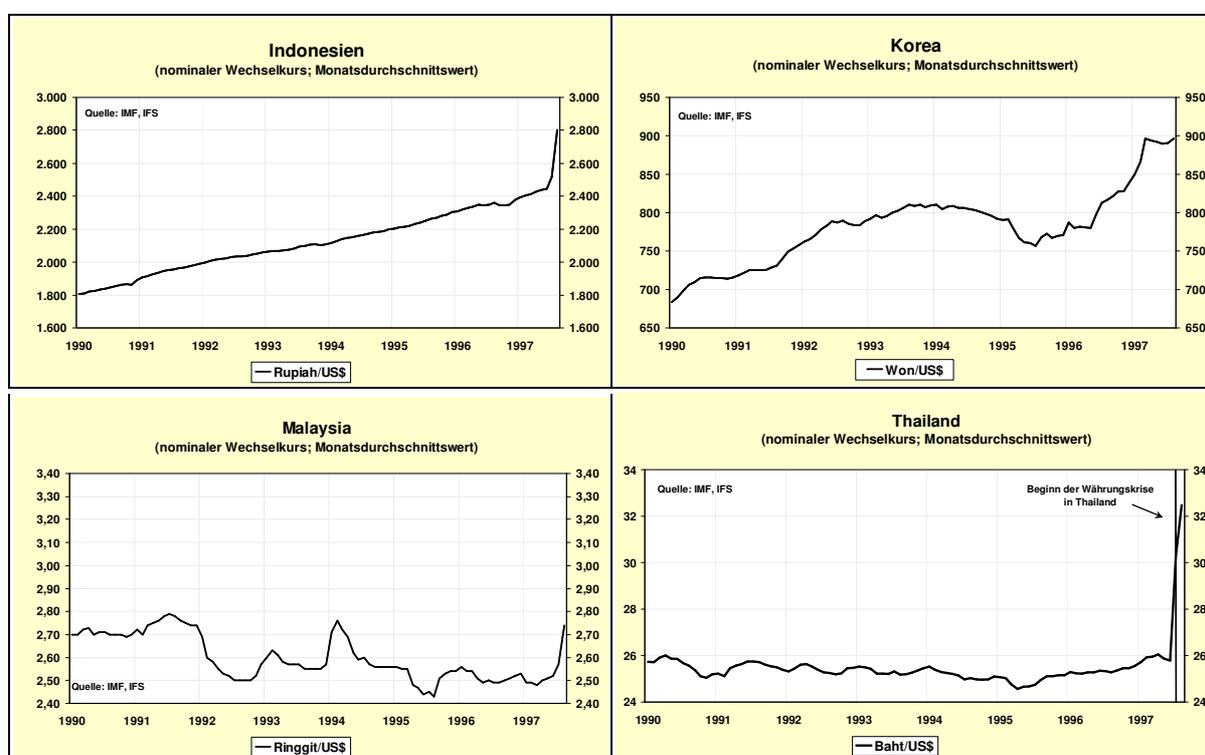


Abb. 21: Entwicklung der nominalen Wechselkurse zum US-Dollar.

Der Wechselkurs des koreanischen Won zum US-Dollar ergab sich seit März 1990 auf Basis eines gewichteten Durchschnitts der Interbanken Spotkurse des Vortags, wobei die im Interbankenhandel tatsächlich gestellten Kurse um bis zu 2,25% von diesem Durchschnitt abweichen

²²⁸ Vgl. Milesi-Ferretti/Razin, 1996b, S. 31 f.

²²⁹ Vgl. für einen kurzen Überblick Chinn, 1998, S. 1 f.

²³⁰ Das heißt, steigende Kurse bedeuten eine Abwertung und fallende Kurse eine Aufwertung. Diese Systematik wird im Laufe der vorliegenden Arbeit bis auf den weiter unten erläuterten realen effektiven Wechselkurs von JP Morgan, beibehalten.

²³¹ Vgl. Diehl/Schweickert, 1998, S. 16 f.

durften.²³² Wie aus Abbildung 21 hervorgeht, wurde der Won zu Anfang der 1990er Jahre stetig abgewertet, blieb dann in 1993 und 1994 bei etwa 800 Won pro US-Dollar stabil, wertete bis Mitte 1995 auf zirka 750 Won auf, um schließlich bis zum Ausbruch der Währungskrise in Thailand auf 900 Won zu steigen. Malaysia besaß ebenfalls ein Managed-Float-Wechselkurssystem, bei dem die Bank Negara Malaysia nur unregelmäßig in den Devisenmarkt eingriff, um übermäßige Fluktuationen der heimischen Währung gegenüber einem in seiner Zusammensetzung geheimgehaltenen Währungskorb zu glätten.²³³ Der Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar wies daher die höchste Volatilität auf und bewegte sich im Beobachtungszeitraum zwischen 2,79 und 2,43 Ringgit pro US-Dollar, wobei er Anfang der 1990er Jahre am oberen und in den letzten zwei Jahren vor Ausbruch der Krise in der Nähe des unteren Endes notierte. Die kurzzeitig kräftige Abwertung im Jahre 1994 ist auf die Umkehr des Zustroms kurzfristigen Kapitals wegen der Unsicherheit über die Kapitalverkehrskontrollen zurückzuführen²³⁴, wurde jedoch im Jahr darauf vollständig korrigiert, so daß, abgesehen von diesem Kursschlag, auch hier eine überwiegend stabile Wechselkursentwicklung herrschte. Thailand fixierte seine Währung, den Baht, seit 1984 gegenüber einem in seiner Zusammensetzung ebenfalls geheimen Währungskorb. Ökonometrische Untersuchungen haben allerdings nahezu übereinstimmend ergeben, daß der US-Dollar mit Abstand das größte Gewicht im Korb besessen haben dürfte, während der japanische Yen eine untergeordnete Rolle spielte.²³⁵ Täglich wurde der sogenannte mittlere Wechselkurs zwischen thailändischem Baht und US-Dollar bekanntgegeben, wobei die Zentralbank spätestens bei einer Differenz von 2% zwischen Markt- und Fixkurs auf dem Devisenmarkt intervenierte.²³⁶ Dementsprechend bewegte sich der Baht in den 1990er Jahren bis zum Ausbruch der Krise in relativ engen Grenzen zwischen 24,6 und 26. Allerdings befand er sich seit Mitte 1995 in einem leichten Abwertungstrend.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die Wechselkursfluktuationen in den vier Krisenstaaten gegenüber dem US-Dollar moderat und kalkulierbar ausfielen. Für Indonesien war im dargestellten Zeitraum eine stetige Abwertung zu beobachten. Korea und Thailand bildeten seit Mitte 1995 einen leichten Abwertungstrend gegenüber dem US-Dollar aus. Allein aus Sicht des nominalen Wechselkurses bedeutete dies *ceteris paribus* für die internationale Wettbewerbsfähigkeit eine Verbesserung. Lediglich die Währung Malaysias gewann gegenüber dem US-Dollar seit Ende 1995 an Wert.

In diesem Zusammenhang darf allerdings die Entwicklung der nominalen Wechselkurse gegenüber dem japanischen Yen nicht außer acht gelassen werden, weil Japan sowohl wichtiger Han-

²³² Vgl. Bank of Korea, 2000, S. 2.

²³³ Vgl. Min, 1998, S. 21.

²³⁴ Vgl. auch Abbildung 9 auf Seite 45.

²³⁵ Dieses Ergebnis gilt auch für die Währungen Indonesiens und Malaysias. Vgl. beispielsweise McKibbin/Martin, 1999.

²³⁶ Vgl. Bank of Thailand, 1998a, S. 7.

delspartner als auch Konkurrent auf den Weltabsatzmärkten ist.²³⁷ Hier zeigt sich ein anderes Bild.

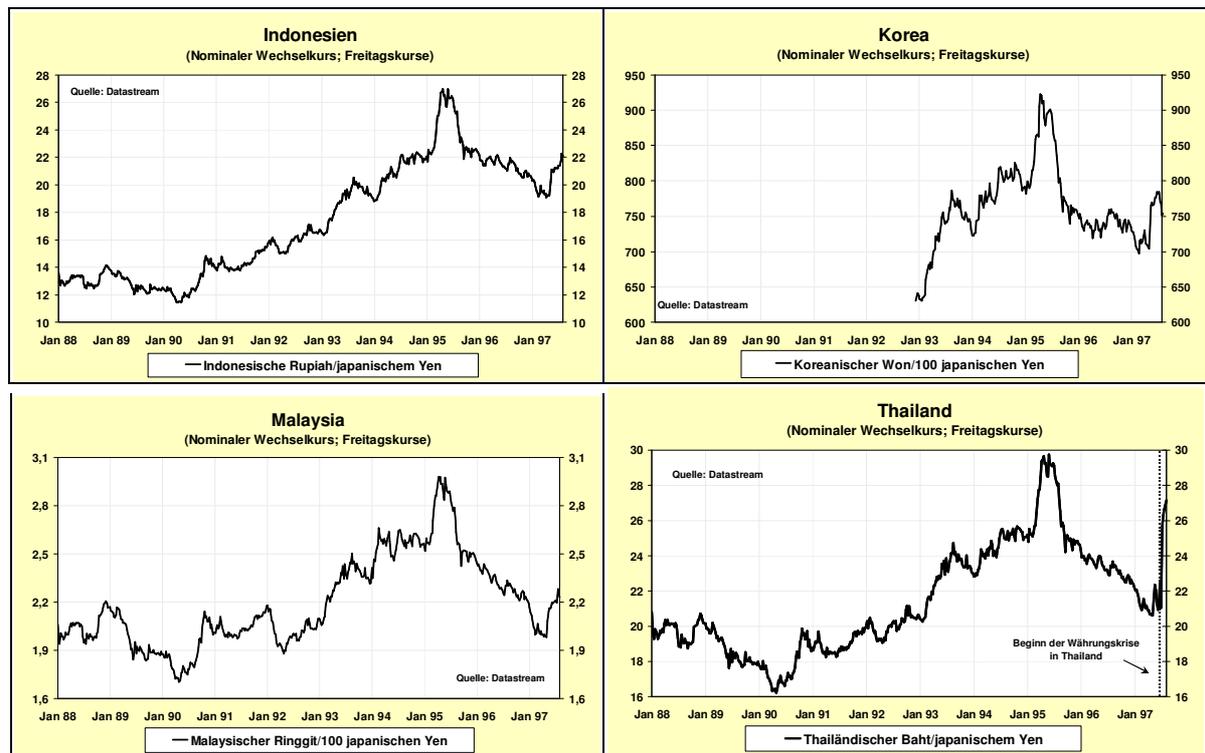


Abb. 22: Entwicklung der nominalen Wechselkurse zum japanischen Yen.

Mitte Mai 1995 begann für den Yen, nachdem er seinen niedrigsten Stand in den 1990er gegenüber dem US-Dollar erreicht hatte, eine zwei Jahre andauernde Abwertungsphase in deren Verlauf er über 50% seines Wertes gegenüber dem US-Dollar verlor.²³⁸ Da, wie bereits erläutert, die vier Krisenwährungen im wesentlichen an den US-Dollar gekoppelt waren, mußte dies Auswirkungen für die bilateralen Wechselkurse gegenüber dem Yen besitzen, was Abbildung 22 bestätigt. In allen vier Staaten wurde in 1995 ein langfristiger Abwertungstrend gebrochen. Die indonesische Rupiah wertete in den zwei Jahren bis zur Krise etwa 29%, der koreanische Won zirka 24%, der malaysische Ringgit etwa 34% und der thailändische Baht rund 30% auf. Wegen der Handelsverflechtung mit Japan kann ceteris paribus auf eine Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit geschlossen werden.

Die relative Preisentwicklung der international handelbaren Güter ist die zweite Bestimmungsgröße des realen Wechselkurses. Andauernd hohe Inflationsraten können bei fixiertem nominalem Wechselkurs zu einer realen Aufwertung der heimischen Währung führen, sofern die Preissteigerungen höher ausfallen als im Ausland. Daraus folgt eine Verringerung der Wettbewerbsfähigkeit des betreffenden Landes, indem inländische Exportgüter für das Ausland teurer

²³⁷ Vgl. zur Bedeutung Japans als Handelspartner für ostasiatische Exporteure World Bank, 1998, S. 27.

²³⁸ Während der US-Dollar im Mai 1995 etwa 83 Yen kostete, mußten im Mai 1997 über 126 Yen bezahlt werden. Vgl. Abbildung 25 auf Seite 68.

werden. Übermäßig hohe Inflation kann auch Indikator für eine expansive Wirtschaftspolitik oder Folge überhöhter Haushaltsdefizite sein, die die Regierung mittels der Einnahmen aus Seigniorage oder Inflationssteuer zu finanzieren sucht.²³⁹ Daraus können in einem System fixer nominaler Wechselkurse Zweifel an dessen Fortbestand entstehen, die die Gefahr spekulativer Angriffe auf die Währung erhöhen.

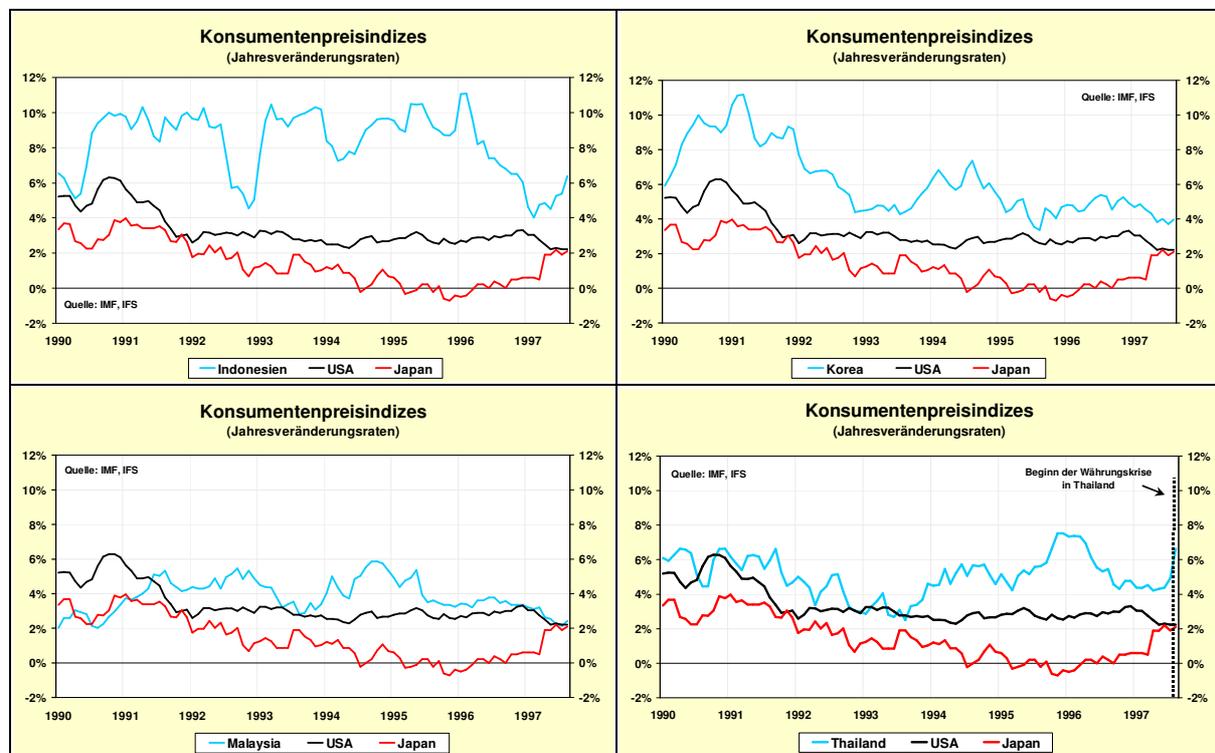


Abb. 23: Entwicklung der Konsumentenpreisindizes.

Abbildung 23 zeigt die Jahresveränderungsraten der Konsumentenpreisindizes²⁴⁰ für die vier Krisenstaaten sowie Japan und die USA. Die Preissteigerungsraten in den USA bewegte sich seit Mitte 1992 relativ konstant in einem Korridor zwischen 2,2% und 3,4%. In Japan sank sie seit ihrem Höchststand von 4% im Januar 1991 mit breiteren Schwankungen bis auf einen Tiefstand von -0,7% im November 1995, um dann bis zum Ausbruch der Krise auf 2% zu steigen. Im Vergleich zu anderen sich entwickelnden Staaten konnten Indonesien, Korea, Malaysia und Thailand relativ geringe Inflationsraten vorweisen. Allerdings lagen sie stets über denen Japans und mit kurzweiligen Ausnahmen auch über denen der USA, wobei die Differenzen in Korea und Malaysia am geringsten und in Indonesien am größten waren. Dadurch könnte allein aus Sicht der Preisentwicklung für die vier Staaten ein Wettbewerbsnachteil in zweifacher Hinsicht entstanden sein. Erstens verteuerten sich für deren wichtigsten Abnehmer in Asien, Japan, die Importe stetig, so daß dort unter anderem aus diesem Grund die Nachfrage nach Produkten aus Indonesien,

²³⁹ Vgl. Sachs/Larrain, 1993, S. 339 ff.

²⁴⁰ Die Wachstumsrate des Konsumentenpreisindex entspricht nicht genau der Preisentwicklung für handelbare Güter. Da gezeigt wurde, daß die hier untersuchten Länder relativ offene Volkswirtschaften sind und weil andere Zahlen für den Beobachtungszeitraum nicht oder nur lückenhaft veröffentlicht wurden, soll die Entwicklung des Konsumentenpreisindex als Approximation dienen.

Korea, Malaysia und Thailand sank. Zweitens konnte Japan als bedeutender Konkurrent seine Exportgüter im Vergleich günstiger auf dem Weltmarkt anbieten.

Die Investmentbank JP Morgan berechnet und veröffentlicht seit 1970 effektive²⁴¹ reale Wechselkurse, deren Entwicklung für die vier Krisenstaaten, die USA und Japan in Abbildung 24 aufgezeichnet ist. In der hier dargestellten Form äußert sich eine reale Aufwertung im Gegensatz zur Gleichung (3.1) in steigenden und eine Abwertung in fallenden Werten. Ihre Entwicklung im Zeitablauf bestätigt weitgehend die Ergebnisse der oben durchgeführte Analyse über die Einzelbestandteile der bilateralen realen Wechselkurse.

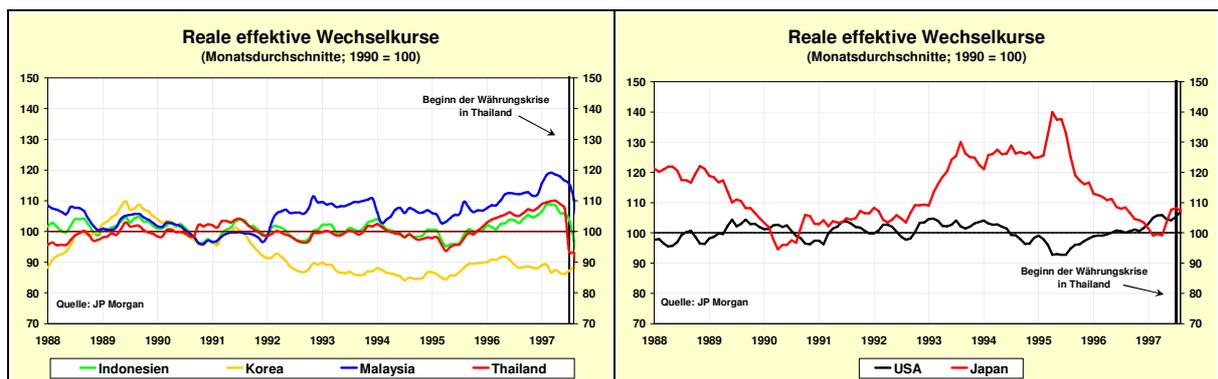


Abb. 24: Entwicklung der effektiven realen Wechselkurse.

Der reale effektive Wechselkurs Indonesiens bewegte sich zwischen 1990 und Mitte 1996 stabil zwischen 96 und 105. Allerdings begann im ersten Halbjahr 1995 eine Aufwärtsbewegung, in deren Verlauf der Wechselkurs aus diesem Kanal nach oben ausbrach und Anfang 1997 in der Spitze 109 erreichte. Bis zum Ausbruch der Währungskrise in Thailand sank er jedoch wieder leicht ab. Koreas realer effektiver Wechselkurs entwickelte sich nicht, wie es die vorangestellte Analyse vermuten ließ. Er folgte seit Mitte 1989 einem Abwärtstrend, der in 1995 nach oben verlassen wurde. Zwar erreichte er im Mai 1996 ein Maximum von 91,8, lag jedoch niemals über 100 und ging in der Folgezeit wieder zurück. Das heißt, die Daten von JP Morgan deuten eine reale Unterbewertung an, die stimulierend auf die Exportgeschäfte hätte wirken sollen. Größere Schwankungen hatte Malaysia zu verzeichnen. Seit dem Tief von 95,9 im November 1990 bewegte sich der Kurs in zwei Schüben bis auf 119,1 im März 1997, was einer realen Aufwertung von insgesamt 24,2% entspricht. In Thailand lag der Wechselkurs lange Zeit zwischen 95 und 105. Allerdings erlebte das Land nach einem Tiefstand von 93,7 im April 1995 innerhalb von zwei Jahren eine Aufwertung von über 17%.

Auffällig sind zwei Gemeinsamkeiten zwischen den vier Ländern. Alle verzeichneten im Frühjahr 1995 zyklische Tiefstände ihrer realen effektiven Wechselkurse und deuteten damit eine reale Unterbewertung an. Genau in dieser Periode erlebte auch die USA mit 92,8 ihren niedrigsten

²⁴¹ Darunter ist ein multilateraler Wechselkurs gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner und Handelskonkurrenten zu verstehen.

Kurs der 1990er Jahre, während Japan gleichzeitig seinen absoluten Höchststand von 140 erreichte. Zweitens setzte anschließend eine Aufwärtsbewegung ein, die in Indonesien, Malaysia und Thailand bis in das Frühjahr 1997 anhielt. Die gleiche Entwicklung nahm auch der Kurs der USA, während sich die hohe Bewertung für Japan vollständig zurückbildete. Dies unterstützt die These, daß die einzelnen Währungen überwiegend an den US-Dollar gekoppelt waren.

Die oben durchgeführte Analyse deutet insgesamt darauf, daß die vier Krisenstaaten während der Schwäche des Dollars, insbesondere gegenüber dem japanischen Yen 1994 und Anfang 1995, internationale Wettbewerbsvorteile genossen haben könnten, die möglicherweise das Export- und Wirtschaftswachstum in dieser Periode förderten. Als der Dollar Mitte 1995 begann, gegenüber dem Yen an Wert zu gewinnen, bildeten sich die Wettbewerbsvorteile sukzessive wieder zurück. Damit zeitlich zusammen fällt die Ausweitung der Leistungsbilanzdefizite und die Abnahme der BIP-Wachstumsraten.²⁴² Ob hier eine Kausalität besteht, muß an dieser Stelle offen bleiben, die grafische Analyse unterstützt jedoch diese These.²⁴³

3.3 Internationales Umfeld

3.3.1 Wirtschaftliche Probleme in Japan

Gemessen am Bruttoinlandsprodukt gehört Japan neben den USA und Deutschland zu den drei größten Wirtschaftsnationen der Welt. Japan ist damit die bedeutendste im asiatischen Raum. Wie bereits erläutert, nimmt Japan eine herausragende Stellung nicht nur im bilateralen Handel mit anderen asiatischen Staaten, sondern auch als Konkurrent auf den internationalen Absatzmärkten ein. Demzufolge besitzt die ökonomische Entwicklung Japans großen Einfluß auf das wirtschaftliche Wohlergehen anderer Länder dieser Region und könnte somit auch einen Beitrag zum Ausbruch der Krise in Asien geleistet haben. Zur Beantwortung dieser Frage soll im folgenden kurz die wirtschaftliche Situation Japans in den 1990er Jahren skizziert werden.

Japan litt in den 1990er Jahren – und leidet noch immer - an den Folgen seiner eigenen Finanzkrise, die Ende 1989 mit dem Platzen der Spekulationsblase an den Tokioter Aktienmärkten und im Immobiliensektor ihren Anfang nahm. Der Nikkei-Aktienindex fiel nach Erreichen seines Höchststandes von 38.916 Punkten im Dezember 1989 bis unter 15.000 Punkte im Juni 1995. Auch die Immobilienpreise gaben kräftig nach. Um die binnenwirtschaftlichen Folgen dieser Krise zu minimieren, das heißt, Unternehmenszusammenbrüche im Finanz- und Bausektor weitgehend zu vermeiden, verfolgte die japanische Regierung eine äußerst expansive Geldpolitik, die zu historisch niedrigen Zinssätzen führte. Der Diskontsatz in Japan wurde seit Mitte 1991 konti-

²⁴² Vgl. dazu nochmals die Abbildungen 14 auf Seite 52 und Abbildung 16 auf Seite 55.

²⁴³ Vgl. Chinn, 1998; vgl. Goldstein, 1998; vgl. Tornell, 1999; vgl. Berg/Patillo, 1998, deren Ergebnisse ökonomischer Untersuchungen auf diese Kausalität hindeuten.

nuerlich abgesenkt, bis er, wie Abbildung 25 verdeutlicht, im September 1995 nur noch 0,5% betrug, so daß sich inländische Wirtschaftssubjekte sehr günstig refinanzieren konnten. Mit diesem Schritt erreichte die Regierung auch eine Stabilisierung des Aktien- und Immobilienmarktes, da zinsbringende Kapitalanlagen in Japan nur geringe Erträge abwarfen.²⁴⁴ Japanische Nichtbanken profitierten davon zweifach, indem sie sowohl Investitionen mit günstigen Krediten finanzieren als auch Exportgüter in Auslandswährung preiswerter anbieten konnten, weil die niedrigen Zinssätze zur Abwertung des Yen beitrugen. Auch die Finanzinstitute verdienten seit 1995 an der Zins- und Wechselkursentwicklung, indem sie erstens in höherrentierliche ausländische Schuldverschreibungen investierten. Wie Abbildung 25 grafisch veranschaulicht, vervierfachte sich beispielsweise der Rendite-Spread zwischen US-amerikanischen und japanischen Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit von 1,2 Prozentpunkte Mitte 1993 auf 4,6 Prozentpunkte im Frühjahr 1997. Zweitens erzielten sie Wechselkursgewinne, indem sie für ihre zumeist in Dollar vergebenen Auslandskredite bei Rückzahlung und anschließendem Umtausch mehr Yen erhielten als sie zum Zeitpunkt der Darlehensvergabe aufbringen mußten. Drittens wurde Zeit gewonnen, den hohen Bestand an notleidenden Krediten, der aus dem Ende der Boomphase resultierte und noch immer nicht abgeschrieben war, abzubauen.²⁴⁵

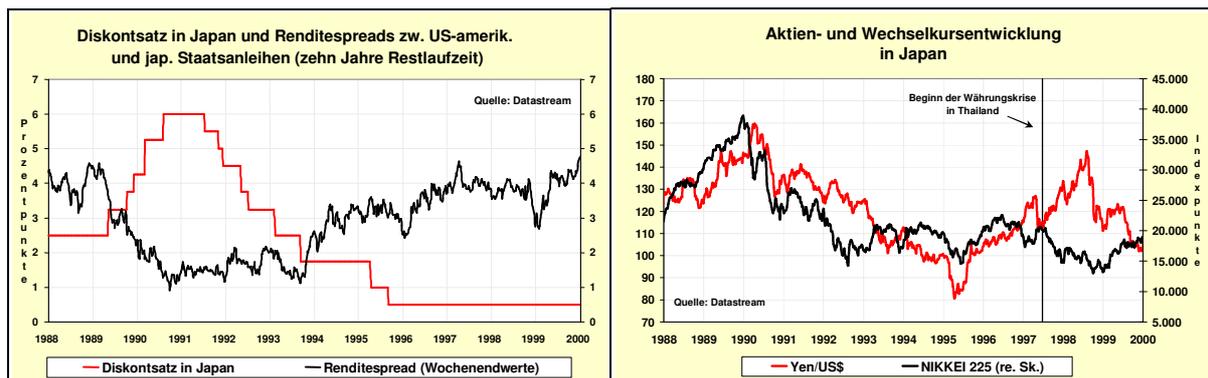


Abb. 25: Zins-, Wechsel- und Aktienkursentwicklung in Japan.

Unter anderem ergaben sich aus dieser Entwicklung hohe Kapitalbilanzdefizite und Leistungsbilanzüberschüsse. Japans Banken waren Ende 1996 mit weitem Abstand die weltweit größten Kapitalgeber, wobei nahezu 70% des Kapitals in die asiatische Region floß.²⁴⁶ Mit dem Kapitalexport in andere Länder der Region hatte Japan in den 1980er Jahren wesentlich zum Aufbau der dortigen Produktionskapazitäten beigetragen, fiel in den 1990er Jahren jedoch wegen der binnenwirtschaftlichen Krise, die sich in Konsum- und Investitionsschwäche äußerte, und der Yen-Abwertung als Abnehmerland für das zusätzliche Güterangebot aus. Zudem finanzierten Banken mit günstigen Darlehen immer häufiger spekulative Investitionen in Ostasien, anstatt ihre Bilanzen um die eigenen notleidenden Krediten zu bereinigen. Der Kapitalexport bedeutete für

²⁴⁴ Vgl. Schnabl/Starbatty, 1998, S. 13.

²⁴⁵ Das Problem mit den notleidenden Krediten ist bis heute nicht gelöst. Die im Jahr 2001 neu gewählte Regierung unter der Führung von Ministerpräsident *Koizumi* hat Schritte angekündigt, die zur Abschreibung dieser Darlehen führen sollen. Ob dies gelingt, ist noch nicht sicher.

²⁴⁶ Vgl. Bank for International Settlements, 1997, S. 32 ff.

die Region eine Erhöhung der Volatilität auf den Finanzmärkten und trug zum Aufbau von Überkapazitäten bei.²⁴⁷ Dieter schließt demzufolge, daß man die japanische Politik zur Krisenbewältigung „zugleich als fehlgeschlagen und gegenüber dem Ausland, insbesondere den asiatischen Nachbarländern, als verantwortungslos .. charakterisieren“²⁴⁸ kann.

3.3.2 Bedeutungszuwachs und Anlegerverhalten institutioneller Investoren

In den zehn Jahren vor Ausbruch der Asienkrise bildete der enorme Bedeutungszuwachs der professionellen Vermögensverwaltung eine wesentliche strukturelle Neuerung auf den internationalen Finanzmärkten, die weitreichenden Einfluß unter anderem auf Umsätze an den Wertpapiermärkten und grenzüberschreitende Kapitalströme ausübte. Bereits 1995 verwalteten institutionelle²⁴⁹ Investoren mit Firmensitz in Staaten der G-7 mehr als 18 Billionen US-Dollar, was annähernd dem BIP der G-7 entsprach. Das Wachstum der Anlagegesellschaften hatte mindestens drei Ursachen. Erstens führten auch Industriestaaten in den 1980er Jahren weitreichende Liberalisierungsmaßnahmen durch, in deren Folge wettbewerbsrechtliche Schranken abgebaut wurden. Zweitens ergab sich für den einzelnen Bürger durch den sukzessiven Rückzug des öffentlichen Sektors aus der Altersversorgung die Notwendigkeit einer (zusätzlichen) privaten Altersabsicherung. Drittens trugen die gegenüber anderen Anlageformen überdurchschnittlichen Erträge von Wertpapieren dazu bei, daß auch immer mehr Kleinanleger Ersparnisse von professionellen Vermögensverwaltern betreuen ließen.²⁵⁰

Mit zunehmender Relevanz der Investitionsgesellschaften als Anlegergruppe stellt sich die Frage nach den Auswirkungen ihres Handelns auf die Funktion der Finanzmärkte. Institutionelle Investoren legen das ihnen zur Verfügung stehende Kapital überwiegend²⁵¹ in Industriestaaten an, doch dürfen die Auswirkungen ihrer Transaktionen in Emerging Markets nicht unterschätzt werden, denn marginale Änderungen der Portfoliostruktur können sich auf den dortigen Finanzmärkten überproportional auswirken. In einem solchen Fall sind beispielsweise erhöhte Preisschwankungen an den zumeist noch unterentwickelten Wertpapierbörsen immer dann möglich, wenn ihnen Breite und Tiefe fehlen, großvolumige Transaktionen effizient zu verarbeiten. Aus dieser Sichtweise könnte das Potential für übertriebene Marktbewegungen größer als an entwickelten Finanzmärkten sein.

²⁴⁷ Vgl. Higgott, 1998, S. 5.

²⁴⁸ Dieter, 1999, S. 24.

²⁴⁹ Nach Definition der BIZ zählen dazu Investitionsgesellschaften wie Investment- und Hedgefonds sowie Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds. Vgl. Bank for International Settlements, 1998, S. 85.

²⁵⁰ Vgl. Bank for International Settlements, 1998, S. 83 ff.

²⁵¹ In 1996 waren 88% des Kapitals in G-7-Staaten plus Australien, den Niederlande, Schweden und der Schweiz investiert. Vgl. Bank for International Settlements, 1998, S. 89.

Darüber hinaus scheint ein Trend dahin zu gehen, daß Fondsmanager aufgrund steigenden Erfolgsdrucks dazu neigen, sich bei ihren Investitionsentscheidungen der überwiegenden Mehrheit ihrer Konkurrenz oder Meinungsführern anzuschließen. Die BIZ formulierte dazu:

„The fear that underperformance, even if it could attributed to purely random events, may lead to cash outflows and hence lower management fees creates the incentive to avoid positions that can result in large deviations from the benchmark. Manager’s incentive to follow each others trading strategies closely is further strengthened when the evaluation is performed against a peer universe. Underperformance together with the rest of the group will be less damaging to the individual than the risk of being singled out after a contrarian bet proves disappointing.“²⁵²

Diese Überlegungen führen zu verstärkt prozyklischem Handeln innerhalb des Portfoliomanagements. Darin könnte eine weitere Ursache für die in den 1990er Jahren gegenüber früheren Perioden zu beobachtende erhöhte Volatilität an den internationalen Wertpapier- und Devisenmärkten liegen.²⁵³

In diesem Zusammenhang bedarf die Gruppe der sogenannten Hedge Funds²⁵⁴ einer separaten Betrachtung. Insbesondere der malaysische Ministerpräsident *Mahathir* sah in den Transaktionen dieser Investorengruppe das auslösende Moment der Krise in Asien und stellte laut eines Artikels der „Neue Zürcher Zeitung“ fest:

„Asien habe seine Märkte gutgläubig geöffnet und multinationale Unternehmen hereingelassen; nun komme die Spekulation und prelle die Asiaten um die Früchte des hart erarbeiteten Erfolges.“²⁵⁵

Dabei beschuldigt er immer wieder auch den weltweit bekanntesten Spekulanten, *George Soros*:

„Wir haben 20 bis 40 Jahre gearbeitet, um unsere Länder auf den heutigen Stand zu bringen – und dann kommt ein Mann mit ein paar Milliarden Dollar und vernichtet unser Werk innerhalb von zwei Wochen beinahe.“²⁵⁶

Fraglich ist, ob diese Anschuldigungen gegenüber Hedge Funds im allgemeinen und *Soros* im besonderen gerechtfertigt waren. Empirische Studien kommen zu keinem einheitlichen Ergebnis. Einer Untersuchung *Eichengreens et al.* zufolge, besaßen Hedge Funds erstens nur geringen Einfluß auf die Währungskrisen von Thailand und Malaysia, und zweitens gehörten sie nicht zu den

²⁵² Bank for International Settlements, 1998, S. 91.

²⁵³ Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich verweist allerdings darauf, daß dieser Zusammenhang zwar plausibel erscheint, jedoch noch der eingehenden wissenschaftlichen Überprüfung bedarf. Vgl. Bank for International Settlements, 1998, S. 91.

²⁵⁴ Hedge Funds besitzen rein spekulative Natur und unterliegen aufgrund ihrer Konstellation nicht den strengen Reglementierungen gewöhnlicher Investmentfonds. Vgl. International Monetary Fund, 1998a, S. 1 (Part II).

²⁵⁵ Ohne Verfasser, 1997b, S. 9.

²⁵⁶ Ohne Verfasser, 1997a, S. 6.

Marktführern.²⁵⁷ Auch die BIZ schreibt ihnen keine bedeutende Rolle für den Ausbruch der Währungskrise in Asien zu.²⁵⁸ Demgegenüber sieht eine Arbeitsgruppe des Forums für Finanzmarktstabilität zumindest im Fall Malaysias eine nicht zu unterschätzende Rolle.²⁵⁹ *Corsetti et al.* merken an, daß ihrem Datenmaterial zufolge, Hedge Funds auch in Thailand 1997 eine führende Rolle bei der Spekulation gegen den Baht spielten.²⁶⁰

Die gegensätzlichen Ergebnisse kommen unter anderem zustande, weil Hedge Funds nicht der gleichen strengen Berichtspflicht unterliegen wie gewöhnliche Investmentfonds und deshalb kaum Informationen preisgeben.²⁶¹ Ob die Resultate bei besserer Datenlage einer Revision bedürfen, muß offen bleiben. Allerdings kann festgehalten werden, daß Hedge Funds nur dann gegen eine Währung spekulieren, wenn die Strategie Aussicht auf Erfolg verspricht. Zufällige, irrationale Angriffe auf eine Währung hat es bisher nicht gegeben.²⁶²

3.3.3 Asymmetrische Informationsverteilung auf internationalen Finanzmärkten

Die fortschreitende globale Vernetzung nationaler Finanzmärkte besitzt neben positiven Effekten wie beispielsweise erweiterte internationale Investitionsmöglichkeiten auch negative Auswirkungen. Die Liberalisierungen auf den internationalen Finanzmärkten haben zu Verzerrungen geführt, die sich unter anderem in erhöhter Volatilität der Preise finanzieller Vermögenswerte äußern.²⁶³ Dafür lassen sich mindestens drei Ursachen anführen: erstens die Verwendung derivativer Finanzprodukte, zweitens die Zunahme der asymmetrischen Informationsverteilung und drittens das Verhalten institutioneller Investoren.²⁶⁴ Welchen Einfluß die beiden letzten Faktoren auf Ausbruch und Tiefe der Asienkrise gehabt haben könnten, soll im folgenden Abschnitt diskutiert werden.²⁶⁵

Asymmetrische Informationsverteilung liegt immer dann vor, wenn Wirtschaftssubjekte einen ungleichen Wissensstand besitzen. So ist beispielsweise der Antragsteller für einen Kredit zur Finanzierung eines Investitionsprojekts gewöhnlich besser über dessen voraussichtliche Rendite beziehungsweise über die Wahrscheinlichkeit der vertragsgemäßen Rückzahlung des aufzunehmenden Darlehens informiert als der potentielle Darlehensgeber. Daraus können sich zwei Probleme ergeben: adverse Selektion und Moral Hazard. *Mishkin* spricht von adverser Selektion, wenn

²⁵⁷ Vgl. Eichengreen/Mathieson/Chadha/Jansen/Kodres/Sharma, 1998; vgl. für ähnliche Ergebnisse Brown/Goetzmann/Park, 1998; vgl. auch Fung/Hsieh/Tsatsaronis, 2000.

²⁵⁸ Vgl. Bank for International Settlements, 1998, S. 93.

²⁵⁹ Vgl. Financial Stability Forum, 2000, S. 133.

²⁶⁰ Vgl. Corsetti/Pesenti/Roubini, 2001, S. 40.

²⁶¹ Vgl. Corsetti/Pesenti/Roubini, 2001, S. 50.

²⁶² Vgl. Calomiris, 1998, S. 289.

²⁶³ Vgl. Bacchetta/Wincoop, 1998, S. 16 ff.

²⁶⁴ Vgl. Hermalin/Rose, 1999, S. 1.

aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung schlechte Risiken leichter einen Kredit für sich vereinnahmen als gute. Das heißt, schlecht informierte Investoren legen ihr Kapital dort an, wo sie die höheren Gewinne versprochen bekommen. Erwirtschaftet das Investitionsprojekt die erhoffte Rendite, profitieren beide Seiten von dem Geschäft. Im anderen Fall trägt lediglich der Darlehensgeber den entgangenen Gewinn oder im schlimmsten Fall den Verlust, wenn Forderungen uneinbringlich geworden sind. Diese Konstellation kann Moral Hazard fördern, weil der Kreditnehmer einen geringen Anreiz hat, in qualitativ hochwertige, das heißt, risikoarme Projekte zu investieren. Infolgedessen wird er Investitionen mit höheren erwarteten Renditen wählen, welche in der Regel die riskanteren sind.²⁶⁶

Dem Kapitalgeber stehen drei Alternativen offen, auf dieses Problem zu reagieren. Er verzichtet auf die Kapitalbereitstellung, er wendet zusätzliche Ressourcen für die Beschaffung weiterer projektspezifischer Informationen auf, oder er geht bewußt ein höheres Risiko ein. Mit zunehmendem Maß an Ungleichverteilung der Informationen steigen bei der zweiten Alternative die Kosten bei der dritten das Risiko. Unter Vernachlässigung der ersten Option - wählt der Kapitalgeber gewöhnlich die dritte Handlungsmöglichkeit, was sich mit dem Phänomen des Trittbrettfahrens erklären läßt. Denn zur Risikoeinschätzung des in Erwägung gezogenen Projekts wird er versuchen, bereits vorhandene, von anderen Investoren gesammelte Marktinformationen für sich zu nutzen, um seine Ressourcen zu sparen.²⁶⁷ Folglich haben auch diese kaum Anreiz, zusätzliche Mittel für die Informationsbeschaffung aufzuwenden, so daß die Qualität der Investitionsobjekte insgesamt geringer ausfällt als bei vermehrter Informationsbeschaffung.²⁶⁸

Der Umgang mit dem Problem ungleichmäßig verteilter Informationen läßt sich aus Sicht international operierender Kapitalanleger auch wie folgt beschreiben: Da ausländische Investoren nur in geringem Maß die Möglichkeit besitzen, sich über die tatsächlichen wirtschaftlichen Gegebenheiten, beispielsweise über die Produktivität des Kapitals, in einem anderen Land zu informieren, sind sie, wie *Rigobon* es nennt, auf Signale angewiesen, die sie zur Grundlage ihrer Investitionsentscheidungen machen können. Dabei ist die Qualität dieser Signale vom Investitionsvolumen in dem betreffenden Land abhängig, das heißt, die Güte des Signals sinkt mit steigendem Investitionsniveau. Dem zugrunde liegt die Annahme, daß eine Volkswirtschaft in eine wirtschaftliche Boomphase geraten kann, nicht weil ihre Fundamentaldaten dies rechtfertigen, sondern weil sie durch davon unabhängige, durch Signale generierte Kapitalzuflüsse gespeist wird. Dabei wirken gute Signale zu Beginn einer Aufschwungphase besonders stark, verlieren dann aber mit deren zeitlicher Fortdauer zunehmend an Attraktivität. Umgekehrt sind schlechte Signale am Anfang

²⁶⁵ Auf die Auswirkungen des Gebrauchs derivativer Finanzprodukte soll hier nicht weiter eingegangen werden, da sie wegen der bis zur Krise noch nicht voll entwickelten Wertpapiermärkte in den hier untersuchten Staaten nur geringe Bedeutung besaßen. Vgl. Bank for International Settlements, 1999, S. 149 f.

²⁶⁶ Vgl. Mishkin, 1998, S. 2 f.

²⁶⁷ Vgl. Calvo/Mendoza, 1999, S. 1.

²⁶⁸ Vgl. Akerlof, 1970, der das Phänomen des Trittbrettfahrens erstmalig formaltheoretisch darstellte.

rezessiver Perioden von Bedeutung und verlieren mit deren zunehmender Dauer an Wirkung.²⁶⁹ Unter Berücksichtigung des mehrfach angesprochenen Mangels an Transparenz und der Beobachtung, daß die hier untersuchten Volkswirtschaften seit Beginn der 1990er Jahre ein hohes Wirtschaftswachstum mit hohen Investitionsquoten erlebten, ließe sich möglicherweise argumentieren, daß positive Signale, in Thailand beginnend, seit etwa 1995 an Kraft verloren und schlechte an Kraft gewonnen hatten. Unter anderem daraus könnte sich ein Herdentrieb überwiegend schlecht informierter Investoren entwickelt haben.

Dieses Phänomen könnte sich in seinen Ausmaßen verstärken, wenn Kapitalgeber und –nehmer weder im selben Land noch in derselben Region leben. Wenn viele marktunkundige Investoren darüber hinaus die gleichen Informationen nutzen, die von wenigen Meinungsführern bereitgestellt werden, kann die Preisfindung für bestimmte Finanzaktiva erschwert werden. Wenn viele Anleger derselben Meinung sind, läßt sich der Ausgleich von Angebot und Nachfrage oftmals nur mit erheblichen Preisschwankungen realisieren.²⁷⁰ Auch aus dieser Sicht erscheint die Annahme eines zunehmenden Herdenverhaltens bei Investoren plausibel. Inwieweit die tatsächlichen Ereignisse für diese Argumentation sprechen, soll das folgende Kapitel unter anderem klären.

3.4 Ausbruch und Verlauf der Asienkrise

Die bisher analysierten „nackten“ Zahlen können kaum Aufschluß über die Erwartungen von Wirtschaftssubjekten geben. Jedoch wurde in Kapitel 3.3 gezeigt, daß diesen möglicherweise eine entscheidende Rolle für Ausbruch und Tiefe der Krise zufallen könnte. Daher soll im folgenden die Entwicklung von den ersten Anzeichen wirtschaftlicher Probleme in Thailand bis zum Eingreifen des IWF in den drei Programmstaaten beziehungsweise bis zum ersten wirtschaftspolitischen Richtungswechsel in Malaysia nachgezeichnet werden.²⁷¹

Zuvor scheint jedoch eine Definition die Begriffe „Währungs-“ und „Finanzkrise“ sinnvoll: Von einer Währungskrise soll unabhängig vom Währungssystem dann gesprochen werden, wenn spekulative Angriffe oder Kapitalabflüsse zu einer erheblichen nominalen und zumindest kurzfristig auch realen Abwertung einer Währung führen, die von der Zentralbank weder durch Devisenmarktinterventionen noch durch Zinserhöhungen verhindert werden kann.²⁷² Bislang existiert

²⁶⁹ Vgl. Rigobon, 1998, S. 3 f.

²⁷⁰ Vgl. Corsetti/Pesenti/Roubini, 2001, S. 21 f.

²⁷¹ Da die diesbezügliche wissenschaftliche Literatur ein überschaubares Ausmaß besitzt und Originalquellen aus dieser Zeit kaum verfügbar sind, werden viele Ereignisse, Reaktionen von Investoren, Verlautbarungen von Regierungen und dergleichen anhand der Berichte regionaler Tageszeitungen und Wirtschaftszeitschriften, insbesondere des „Far Eastern Economic Review“, nachgezeichnet. Der Far Eastern Economic Review ist, vergleichbar dem europäischen „The Economist“, ein einmal wöchentlich erscheinendes Wirtschaftsfachblatt mit Themenschwerpunkt Ostasien.

²⁷² Vgl. Esquivel/Larrain, 1998, S. 10 f.

kein generell anerkannter quantitativer Wert für eine Abwertung innerhalb eines bestimmten Zeitraums, ab dem von einer Währungskrise gesprochen wird. Allerdings stellt *Krugman* allgemein fest: „..., but we know them when we see them.“²⁷³ Da im Rahmen der vorliegenden Arbeit keine empirische Untersuchung erfolgt, die eine exakte Abgrenzung erfordert, scheint die qualitative Definition für das Phänomen hier ausreichend.²⁷⁴ Als Folge, im Vorfeld oder unabhängig von Währungs Krisen können Finanzkrisen entstehen. Darunter soll – ebenfalls qualitativ definiert – eine schnelle und bedeutende Verschlechterung aller oder einer Vielzahl von Finanzindikatoren – wie beispielsweise kurzfristige Zinssätze, Preise von Vermögensgegenständen, Liquiditätspositionen von Finanzinstituten und Unternehmen des privaten Sektors sowie Insolvenzen – verstanden werden.²⁷⁵ Insofern schließen Finanzkrisen oftmals auch Banken Krisen ein, die durch sich verschlechternde Liquiditätspositionen der Institute gekennzeichnet sind, so daß zumindest kurzfristig die Zahlungsunfähigkeit droht oder eintritt.

3.4.1 Thailand

Bei Investoren an den Wertpapiermärkten begann das Vertrauen in die zukünftige thailändische Wirtschaftsentwicklung bereits Ende 1995 zu schwinden, als die Zentralbank, die Bank of Thailand, entgegen ihren vorherigen Verlautbarungen im November Interventionen am Aktienmarkt durchführte, um spekulative Transaktionen an der Börse einzudämmen. Darüber hinaus stellten sich im Frühjahr 1996 die Prognosen der Geldbehörde bezüglich Wirtschaftswachstum und Leistungsbilanzentwicklung für 1995 als zu optimistisch heraus. Die positive Stimmung am Aktienmarkt schlug endgültig um, als der in Wirtschaftskreisen weithin respektierte Notenbankpräsident *Ekamol Khirawat*, der gleichzeitig auch die Börsenaufsichtsbehörde leitete, mit der Begründung seiner Ämter enthoben wurde, er habe Staatsgeheimnisse verraten. Eine Anschuldigung, für die stichhaltige Beweise fehlten. In dessen Folge begannen sich sowohl in- als auch ausländische Investoren aus den Wertpapiermärkten zurückzuziehen.²⁷⁶ Nachdem der SET-Index im Februar 1996 noch einmal einen Hochstand erreichen konnte, begann das Börsenbarometer in eine ausgeprägte Abwärtsbewegung zu drehen (Abbildung 1 auf Seite 28).

In diesem Umfeld rückte das Leistungsbilanzdefizit in das Bewußtsein der Investoren. Einige prestigeträchtige Investitionsprojekte gerieten in finanzielle Schwierigkeiten, wodurch die Gefahr gesehen wurde, daß die Investitionsvorhaben, die zu dem damaligen Zeitpunkt aus Sicht der Anleger das Defizit rechtfertigten, zukünftig möglicherweise nicht hinreichend große Exporterlöse generieren könnten.²⁷⁷ Im Laufe des Jahres 1996 stellte sich zunehmend heraus, daß inländische

²⁷³ Krugman, 2000, S. 1.

²⁷⁴ Vgl. für Beispiele einer quantitativen Abgrenzung Edwards, 2001, S. 32, und die dort angegebene Literatur.

²⁷⁵ Vgl. Kindleberger, 1992, S. 46.

²⁷⁶ Vgl. Far Eastern Economic Review, 21.03.1996, S. 61 f.

²⁷⁷ Ein gescheitertes Projekt, das das Vertrauen der Investoren nachhaltig störte, war ein Joint Venture des thailändischen Mikrochipherstellers Alphatech mit dem amerikanischen Elektronikkonzern Texas Instruments. Unter

Fortsetzung: nächste Seite!

Banken Auslandskapital immer öfter in unproduktive Projekte reinvestiert hatten. Einen ersten offensichtlichen Hinweis auf die Verfassung des Bankensektors bot der Skandal um die neuntgrößte Bank des Landes, die Bangkok Bank of Commerce, im Mai 1996. Ihre Manager hatten Kredite an einflußreiche Persönlichkeiten aus Politik und Wirtschaft vergeben, die sich schließlich als uneinbringlich herausstellten. Die Bank konnte vor dem Konkurs nur gerettet werden, indem sie der Aufsicht und Leitung des Finanzministeriums unterstellt wurde.²⁷⁸ Dieses Ereignis offenbarte die Unzulänglichkeiten in der Bankenaufsicht sowie im Insolvenzrecht und verdeutlichte die weite Verbreitung und tiefe Verwurzelung der Korruption in der thailändischen Gesellschaft.

Nachdem die Bank of Thailand für 1996 mit 7,8% die seit 1986 niedrigste Wirtschaftswachstumsrate prognostizierte, deutete sich ein zumindest vorläufiges Ende der Boomjahre in Thailand an. Zusätzlich brach das Exportwachstum ein. Beides schlug sich bei Unternehmen in nach unten korrigierten Gewinnschätzungen nieder. Folglich zogen Investoren weiterhin Mittel von den thailändischen Börsen ab, so daß sich deren Talfahrt fortsetzte und erstmalig Gerüchte über eine bevorstehende Abwertung aufkamen. Zur Entkräftung dieser Gerüchte und zur Demonstration ihrer Entschlossenheit sah sich die Bank of Thailand im Juli 1996 zu Devisenmarktinterventionen in Höhe von 1 Mrd. US-Dollar gezwungen. Obwohl die Wechselkurssturbulenzen damit vorerst abflauten, senkte die Rating-Agentur Moody's im September 1996 wegen der schlechten wirtschaftlichen Prognosen und den Korruptionsskandalen innerhalb der politischen Führung ihr Rating für die kurzfristige Auslandsverschuldung öffentlicher Kreditnehmer.²⁷⁹

Dadurch gerieten die Aktienkurse weiter unter Druck, was sich nun negativ auf die Bilanzen der Unternehmen des Finanzsektors auszuwirken begann. Banken und Finanzintermediäre hatten in der Aufschwung- und anschließenden Boomphase am thailändischen Aktienmarkt einen großen Anteil ihrer Kredite in Form von Beleihungskrediten vergeben, die vielfach direkt für Projekte im Bau- und Immobiliensektor genutzt oder an der Börse in Aktien von Unternehmen dieser Branchen investiert wurden. Gleichzeitig erfolgte die Besicherung dieser Kredite mit den erworbenen Immobilien oder Aktien, was solange problemlos funktionierte, wie beide Aktiva im Preis stiegen. Bei Verlusten, die den Wert der Sicherheiten unter 115% der Kreditsumme fallen ließen, konnten Kreditinstitute von ihren Darlehensnehmern den Verkauf der Sicherheiten verlangen, um die vertragmäßige Rückzahlung der Kredite zu gewährleisten. Allerdings war dies bei der zuneh-

anderem mit diesem Projekt sollte Thailand der Weg zu einem Hochtechnologiestandort geebnet und damit der Wandel von einer arbeits- zu einer kapitalintensiven Produktion der Volkswirtschaft vollzogen werden. Als Alphatech jedoch seinen Zahlungsverpflichtungen gegenüber Texas Instruments nicht mehr pünktlich nachkommen konnte, zog sich das amerikanische Unternehmen aus dem Projekt zurück. Vgl. Far Eastern Economic Review, 22.05.1997, S. 84 f.

²⁷⁸ Nachdem für das Jahr 1996 ein Verlust in Höhe von insgesamt 3 Mrd. US-Dollar zutage trat, wurde die Bank von der Industrial Finance Corp. of Thailand übernommen. Hier offenbarte sich die Schwäche der Zentralbank: Anstatt die Bangkok Bank of Commerce zu schließen, was als Signal für den ganzen Sektor, aber insbesondere auch für ausländische Investoren gegolten hätte, lieferte sie Nahrung für Zweifel, daß sie imstande oder Willens sein könnte, drastische Maßnahmen zu ergreifen. Vgl. Far Eastern Economic Review, 05.06.1997, S. 53.

²⁷⁹ Vgl. Far Eastern Economic Review, 26.09.1996, S. 16.

menden Flaute auf dem Immobilienmarkt und der schlechten Stimmung an der Wertpapierbörse kaum noch ohne beachtlichen Abschlagen möglich, so daß Banken immer öfter darauf verzichteten. Folglich stieg die Zahl notleidender und uneinbringlicher Kredite, deren Ausmaß 1996 noch nicht abzuschätzen war, weil Finanzinstitute derartige Darlehen erst nach einer Übergangszeit von einem Jahr als notleidend in der Bilanz aufführen mußten.²⁸⁰

Die Regierung bekräftigte zwar öffentlich immer wieder, daß sie den dadurch in finanzielle Schwierigkeiten geratenen Unternehmen nicht helfen werde, setzte diese Haltung in der Praxis jedoch nur halbherzig um. Anfänglich stellte sie finanzielle Mittel verdeckt zur Verfügung, doch als die Probleme immer weitere Kreise zogen, etablierte sie in der zweiten Hälfte des Jahres 1996 einen öffentlichen Hilfsfonds mit insgesamt 10 Mrd. Baht (rund 395 Mio. US-Dollar).²⁸¹ Dadurch gelangten immer mehr Analysten zu der Einschätzung, daß die Regierung Konkurse bei Finanzunternehmen generell verhindern werde. Trotzdem nahmen im Frühjahr 1997 die Kapitalzuflüsse nach Thailand ständig ab. Im ersten Quartal summierten sie sich auf 3,03 Mrd. US-Dollar, während sie im gleichen Zeitraum des Vorjahres noch über 6 Mrd. US-Dollar betrugten. Aufgrund dieser Entwicklung geriet der Baht zunehmend unter Druck. Bereits in den ersten beiden Monaten des Jahres verlor er 2% an Wert, so daß, einer Umfrage unter leitenden Angestellten in zehn asiatischen Staaten zufolge, bereits Anfang März 11,5% der Befragten eine formale Abwertung für sehr wahrscheinlich und 66,1% für wahrscheinlich hielten.²⁸² Die Gefahr spekulativer Angriffe auf den thailändischen Baht wurde allerdings noch nicht gesehen, weil die überwiegende Mehrheit der Analysten den Bestand an Währungsreserven für deren Abwehr als ausreichend einstufte. Dennoch offenbarte sich das Dilemma, in dem die Zentralbank steckte, immer deutlicher. Die Verteidigung des Wechselkurses erschwerte bei der damaligen Schwäche des japanischen Yen Bemühungen, das eigene Leistungsbilanzdefizit zu senken sowie das Wirtschaftswachstum zu erhöhen. Eine Neubewertung des Baht oder eine Ausdehnung der Wechselkursbandbreite hätte helfen können, die internationale Wettbewerbsfähigkeit Thailands wieder zu verbessern. Allerdings wäre dann die Last der Auslandsverschuldung vieler inländischer Wirtschaftssubjekte gestiegen, weshalb die Bank of Thailand von dieser Maßnahme absah. Trotzdem gerieten besonders Aktien solcher Unternehmen unter Druck, deren Schulden größtenteils in ausländischer Währung denominated waren.

Das erste prominente Unternehmen, das seiner Auslandsverschuldung zum Opfer fiel, war Anfang Februar 1997 eine Immobiliengesellschaft namens Somprasong, die den Zinszahlungen auf eine von ihr begebene in US-Dollar denominatede Wandelschuldverschreibung nicht mehr nachkommen konnte. Einen weiteren Schlag, der das Vertrauen der Investoren in das Krisenmanagement der Regierung und in die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems erschütterte, teilte die Staatsanwaltschaft aus, die mit dem bereits angesprochenen Korruptionsskandal der Bangkok

²⁸⁰ Vgl. Lindgren/Baliño/Enoch/Gulde/Quintyn/Teo, 1999, S. 94.

²⁸¹ Vgl. Far Eastern Economic Review, 03.10.1996, S. 106.

²⁸² Vgl. Far Eastern Economic Review, 06.03.1997, S. 38.

Bank of Commerce betraut war, indem sie im selben Monat das Verfahren gegen den damaligen Chef der Bank wegen Verjährung einstellte. Darüber hinaus geriet mit Finance One erneut eine Bank in Zahlungsschwierigkeiten. Auch hier wurde ein Konkurs durch Fusion mit einer anderen Bank abgewendet. Die Häufung negativer Unternehmensnachrichten führte dazu, daß der SET-Index von Mitte Januar bis Mitte Februar weitere 16% seines Werts einbüßte, wobei Bankaktien mit 22% am stärksten verloren. Deshalb verfügte die Regierung am 3. März 1997, den Handel mit Aktien von Finanzinstituten bis auf weiteres auszusetzen. Diese Kapitalverkehrskontrolle verunsicherte Anleger weiter, so daß der thailändische Baht in den folgenden Wochen weiter bis auf 26,1 Baht pro US-Dollar abwertete. Der US-Dollar kostete damit soviel wie seit acht Jahren nicht mehr. Daraufhin stufte Moody's Thailand auch bezüglich seiner langfristigen öffentlichen Auslandsverbindlichkeiten herab.

Die Regierung wollte nun Entschlossenheit bei der Bekämpfung der Eigenkapitalarmut inländischer Finanzinstitute demonstrieren und kündigte Anfang April an, Fusionen bei den Spezialinstituten für Verbraucherfinanzierung (Finance Companies) herbeizuführen. Dafür stellte sie, sozusagen als Belohnung, die Vergabe von Geschäftsbanklizenzen in Aussicht, sofern die fusionierten Unternehmen ein Eigenkapital von mindestens 7,5 Mrd. Baht (etwa 290 Mio. US-Dollar) vorweisen konnten. Diese Maßnahmen fanden zwar allgemeine Zustimmung, zumal die Spezialbanken zu einem großen Teil für den Investitionsboom am Aktien- und Immobilienmarkt verantwortlich waren, allerdings hatte die Regierung keine Angaben dazu gemacht, wie sie die Fusionen beziehungsweise die Restrukturierung notleidender Kredite dieser 91 Spezialinstitute, deren Gesamtsumme auf rund 200 Mrd. Baht²⁸³ (etwa 7,72 Mrd. US-Dollar) geschätzt wurde, finanzieren wollte. Vor dem Hintergrund, daß die Regierung für 1997 erstmalig seit 10 Jahren ein Budgetdefizit prognostizierte und die Schuldentilgung für das Desaster mit der Bangkok Bank of Commerce anstand, konnte daraus kaum neues Vertrauen bei in- und ausländischen Investoren entstehen. Folglich mußte die Zentralbank im Mai erneut intervenieren, um den Wechselkurs des Baht zu stützen. Sie erhöhte ihre Zinssätze und verkaufte heimische Währung an den Terminkmärkten. Dabei bekam sie aktive Hilfe von anderen südostasiatischen Zentralbanken²⁸⁴, weil dort zunehmend das in einer Abwertung liegende Gefahrenpotential für die eigenen Volkswirtschaften gesehen wurde. Das Schlagwort „Ansteckung“ (Contagion) machte erstmalig die Runde, da eine Abwertung des thailändischen Baht sowohl die internationale Wettbewerbsfähigkeit anderer Staaten der Region belastet hätte als auch zu befürchten stand, daß ausländische Investoren nicht ausreichend zwischen den südostasiatischen Staaten differenzierten. Folglich hätten bei einer Kapitalflucht aus Thailand insbesondere auch Malaysia, die Philippinen und Indonesien damit zu rechnen gehabt. Die drei genannten Nachbarstaaten waren allerdings ebenfalls auf Nettokapitalimporte angewiesen, weil erstens Leistungsbilanzdefizite finanziert werden mußten und zweitens die zur Eindämmung der Abflüsse erforderlichen Zinssatzsteigerungen die Schuldenlast in den Finanz- und Unternehmenssektoren erhöht hätten. Durch das abgestimmte Handeln konnte

²⁸³ Vgl. Far Eastern Economic Review, 01.05.1997, S. 48.

auch diesmal wieder eine Abwertung des Baht verhindert werden. Um Spekulanten Wetten gegen die inländische Währung zu verteuern, führte die Zentralbank am 1. Juni zusätzliche Kapitalverkehrskontrollen ein, indem sie den heimischen Devisen- vom Offshore-Markt (BIBF) abkoppelte. Am 10. Juni verbot sie außerdem ausländischen Investoren Gelder aus dem Verkauf von Aktien außer Landes zu führen.²⁸⁵ Daraufhin nahm die Verunsicherung weiter zu, so daß im zweiten Quartal erstmals seit 1986 Nettokapitalabflüsse (1,7 Mrd. US-Dollar) hingenommen werden mußten.

Der Finanzminister Thailands, *Amnuay Virawan*, übernahm am 19. Juni die Verantwortung für die anhaltende Misere am Aktienmarkt, die schlechter werdenden Aussichten bezüglich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung des Landes sowie die damit verbundenen Angriffe auf den Wechselkurs und trat von seinem Amt zurück. Allerdings wurde dieser Schritt an den Wertpapiermärkten nicht positiv aufgenommen, sondern, weil *Amnuay Virawan* als einer der wenigen kompetenten Politiker der Regierung galt, als Eingeständnis der Hoffnungslosigkeit gewertet. Der neue Finanzminister wollte Stärke beweisen und veranlaßte am 27. Juni die Suspendierung der Geschäfte von 16 Spezialbanken und Wertpapierhäusern für die Dauer von zunächst 30 Tagen mit der Auflage, Fusionen zu arrangieren. Allerdings wurde diese Maßnahme von Wirtschaftsexperten als zu kurz greifend und zu spät kommend interpretiert. Die Freigabe des Wechselkurses am 2. Juli, obwohl von Premierminister *Chavalit Yongchaiyudh* in einer Fernsehansprache zwei Tage zuvor noch kategorisch abgelehnt, war nicht mehr zu verhindern gewesen. Nachdem die Zentralbank zwischen Januar und Juli etwa 9 Mrd. US-Dollar an Währungsreserven verloren hatte und eine Forward-Position in Höhe von 23 Mrd. US-Dollar hielt, gab sie schließlich den gegenüber einem Währungskorb fixen Wechselkurs auf.

Am Tag der Freigabe verlor der Baht gegenüber dem US-Dollar über 18,5% an Wert, so daß das Problem der in Auslandswährung denominierten Kredite und der Bestand an notleidenden Darlehen im privaten Sektor in den Vordergrund rückte. Die Abwertung verteuerte den Schuldendienst, so daß ausländische Gläubiger befürchteten, ein Großteil ihrer Forderungen hätte uneinbringlich werden können. Auch herrschte Unsicherheit darüber, ob und inwieweit die thailändische Zentralbank für Zahlungsverpflichtungen inländischer Schuldner eintreten würde, zumal sie seit der Suspendierung der 16 Spezialbanken, widersprüchliche Aussagen darüber machte. Am 4. Juli hieß es zunächst, daß die Tilgung von Auslandsverbindlichkeiten nicht garantiert würde. Aus diesem Umstand heraus sahen sich viele inländische Finanzinstitute der Situation ausgesetzt, daß ausländische Gläubiger fällig werdende kurzfristige Kredite nicht erneuerten und zusätzliche Darlehen überhaupt nicht zur Verfügung stellten. Aus der Währungskrise entwickelte sich nun eine Finanzkrise. Um die einsetzende Kapitalflucht zu dämpfen und den drohenden

²⁸⁴ An den Aktionen waren die Geldbehörden von Indonesien, Malaysia, den Philippinen und Singapur beteiligt.

²⁸⁵ Vgl. *Far Eastern Economic Review*, 19.06.1997, S. 78.

Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern, erklärte die Währungsbehörde zehn Tage später, am 14. Juli, sie sei falsch interpretiert worden.²⁸⁶

Es zeigte sich immer offensichtlicher, daß die Entwicklung Regierung und Zentralbank überforderte. Ein klares Konzept zur Bewältigung der Währungs- und Finanzkrise war nicht zu erkennen. Demzufolge verlor der Baht weiter an Wert, die Marktzinssätze stiegen, ohne den Kapitalabfluß stoppen zu können, weiter an. Folglich nahm der Anteil notleidender Kredite im Bankensektor zu, wobei das Ausmaß in der Krise noch kaum zu beziffern war.²⁸⁷ Die Regierung sah keine Möglichkeit mehr, die Krisen selbständig lösen zu können, so daß sie den IWF am 28. Juli offiziell um Unterstützung bat.

3.4.2 Indonesien

Die Fundamentaldaten Indonesiens deuteten im Gegensatz zu denen Thailands 1996 nicht auf eine sich verschlechternde Verfassung der Volkswirtschaft. Das Leistungsbilanzdefizit lag für das Gesamtjahr bei knapp 3,4% des BIP, welches seinerseits mit nahezu 8% wuchs. Allein die Inflationsrate fiel im Vergleich zu den anderen hier untersuchten Ländern mit rund 8% hoch aus, sank jedoch schnell und beständig. Lediglich protektionistische Maßnahmen der Regierung sowie ethnische Konflikte innerhalb des Landes hätten das Investorenvertrauen in 1996 nachhaltig eintrüben können. Der damalige Staatspräsident, *Subarto Subartoor Soehartoboth*, beabsichtigte, bestimmte Industriezweige in Indonesien zu etablieren. Insbesondere versuchte er, mit seinem sogenannten Timor-Automobil-Programm eine nationale Automarke aufzubauen. Dementsprechend wurden ausländische Fahrzeuge mit hohen Zöllen belegt. Zudem stellte *Subarto* bestimmte Unternehmen, wie beispielsweise den Mineralölkonzern Chandra Asri, unter staatlichen Schutz, indem er ihre Geschäftstätigkeit subventionierte. Dabei handelte es sich jedoch um Maßnahmen, mit denen sich ausländische Investoren „arrangieren“ konnten. Unberechenbarer dagegen waren ethnische Konflikte in Indonesien, die auch Mitte der 1990er Jahre immer wieder in bewaffneten Auseinandersetzungen eskalierten. Allerdings zeigte sich der Aktienmarkt in Jakarta von diesen politischen Risiken weitgehend unbeeindruckt. Auch die Tatsache, daß die Rupiah lediglich 3,2% anstatt der nach dem Managed Float geplanten 4% bis 5% abgewertet wurde, beunruhigte Wertpapierinvestoren nicht. Der Aktienindex für indonesische Standardwerte, JSX-Composite, verlief ab Mitte 1996 in einer Aufwärtsbewegung und erreichte im Februar 1997 trotz des Ausbruchs politischer Unruhen auf der Insel Java ein neues Allzeithoch. Die Leistungen des Finanzministeriums und der Zentralbank, Bank Indonesia, wurden von in- und ausländischen Marktteilnehmern als für südostasiatische Verhältnisse überdurchschnittlich gut eingeschätzt, was jedoch, wie Kapitel 3.1.1.2 gezeigt hat, auf den Mangel an Transparenz zurückzuführen gewesen sein könnte.

²⁸⁶ Vgl. Far Eastern Economic Review, 31.07.1997, S. 59.

²⁸⁷ Ex post wurde der Bestand offiziell mit 45% angegeben. Vgl. Abbildung 31 auf Seite 113.

Allerdings mehrte sich die Anzahl der Beobachter, die die Wirtschaft Indonesiens an einem Scheideweg sahen. Denn erstens konnte ein Land, das Mitglied der Welthandelsorganisation war, eine derart protektionistische Wirtschaftspolitik nicht durchhalten. Zweitens zeigte sich auch die Bank Indonesia zögerlich im Umgang mit insolventen Finanzinstituten, so daß unter Analysten die Frage diskutiert wurde, ob sich in Indonesien die gleichen Probleme im Finanzsektor entwickeln könnten wie in Thailand. Die indonesische Zentralbank erkannte zwar die Gefahr, die beispielsweise in einer unkontrollierten Kreditausweitung durch die Finanzinstitute lag, und stellte deshalb entsprechende Richtlinien auf: Sie verlangte von den 240 Banken des Landes seit 1995 eine Mindesteigenkapitalquote von 12%, erhöhte den Mindestreservesatz im April 1997 auf 5% und legte den Banken mittels Moral Suasion bereits 1996 nahe, erstens die Kreditvergabe um nicht mehr als 17% pro Jahr zu erhöhen und zweitens über Fusionen nachzudenken. Allerdings lag das Kreditwachstum weiterhin bei rund 26% und auch Bankzusammenschlüsse fanden bis Mai 1997 nicht statt.²⁸⁸

Da die Zentralbank mit Moral Suasion ihr Ziel offensichtlich nicht erreichte, die Darlehensvergabe zu dämpfen, ergriff sie im März weitere Maßnahmen, das Kreditwachstum zu begrenzen. Obwohl die neuen Richtlinien vordergründig Entschlossenheit der Zentralbank demonstrierten, fehlten nicht nur Sanktionsmöglichkeiten, sondern auch politischer Wille Regelmäßigkeiten zu ahnden. Das heißt, insolvente Banken wurden nicht zur Geschäftsaufgabe gezwungen. Prominente Beispiele dafür waren die Bank Pacific und die Bank Yama. In beiden Fällen lag der Grund augenscheinlich darin, daß führende Persönlichkeiten beider Institute eng mit der Familie des Präsidenten *Subarto* verbunden waren.²⁸⁹ Doch weder die seit Jahren bekannte Korruption noch das Leistungsbilanzdefizit oder die Ereignisse in Thailand konnten das Investorenvertrauen im Frühjahr 1997 erschüttern. Der JSX-Composite nahm nach einer kleinen Verschnaufpause in der zweiten Maihälfte, die unter anderem auf die bevorstehende Präsidentschaftswahl am 29. Mai zurückzuführen war, Anfang Juni wieder Kurs auf neue Allzeithöchststände (Abbildung 2 auf Seite 31). Und obwohl die Situation in Thailand verdeutlichte, wie labil südostasiatische Volkswirtschaften aufgrund ihrer Leistungsbilanzdefizite und anfälligen Finanzsektoren waren, gingen Analysten noch im Juni davon aus, daß Indonesien weit von einer Krise entfernt sei, zumal die Zentralbank die Inflationsrate ebenfalls in den Griff bekommen hatte.²⁹⁰ Auch das Weltwirtschaftsforum in Genf stufte in seinem Global Competitive Report 1997 Indonesien von Platz 30 auf Platz 15 herauf.²⁹¹

In der ersten Woche nach Freigabe der thailändischen Währung am 2. Juli, zeigten sich sowohl die indonesische Rupiah als auch die Aktienbörse noch weitgehend unbeeindruckt. Die Rupiah gewann leicht an Wert und der JSX-Composite erreichte am 8. Juli mit 741 Punkten sein bisheri-

²⁸⁸ Vgl. Far Eastern Economic Review, 22.05.1997, S. 53.

²⁸⁹ Vgl. Far Eastern Economic Review, 22.05.1997, S. 57.

²⁹⁰ Vgl. Far Eastern Economic Review, 05.06.1997, S. 62.

²⁹¹ Vgl. World Economic Forum, 1997, S. 2.

ges Allzeithoch. Obwohl die hohe externe Verschuldung des privaten Sektors sowie das sich vergrößernde Leistungsbilanzdefizit als Gemeinsamkeit mit Thailand wahrgenommen wurde, setzte noch kein Vertrauensverlust ein, der sich in Kapitalabflüssen geäußert hätte. Dies lag möglicherweise daran, daß die Rupiah nicht bezüglich eines Währungskorbs fixiert war, sondern innerhalb eines Wechselkurskorridors frei schwanken konnte. Spekulative Angriffe auf die Rupiah wurden nicht mit Interventionen auf dem Devisenmarkt, sondern mit einer Ausweitung des Korridors von $\pm 8\%$ auf $\pm 12\%$ beantwortet. Die Erfolgsaussichten solcher Angriffe wurden damit schwieriger vorhersehbar als etwa bei fixiertem Wechselkurs, weil sich das Eingreifen der Zentralbank kaum abschätzen ließ.²⁹²

Allerdings konnte sich Indonesien den Geschehnissen in Thailand schließlich doch nicht entziehen. Die Rupiah hatte bis Mitte August 18% ihres Wertes eingebüßt. Die Zentralbank versuchte dem entgegenzuwirken, indem sie ihren SBI-90-Tage-Zinssatz von 11,25% auf 28% erhöhte und weitere Maßnahmen ergriff, die Geldmenge zu verringern. Auf dem privaten Geldmarkt mußten jedoch bereits viel höhere Zinsen gezahlt werden. Beispielsweise erreichte der Interbanken-Tagesgeldsatz am 20. August 98%. Unter anderem diese Liquiditätsklemme ließ Anleger fluchtartig die Börse verlassen. Nach dem Allzeithoch des JSX-Composite in der ersten Juliwoche, verlor der Index allein im August über 30% seines Wertes. Während sich heimische Anleger in hochverzinsliche Anleihen zu retten versuchten, zogen ausländische Aktieninvestoren ihr Geld zu meist vollständig aus Indonesien ab, was die aufgrund der Wechselkursentwicklung steigende Auslandsverschuldung der Unternehmen in das Bewußtsein der Anleger rückte. Auch Indonesien hatte nun das Vertrauen der Investoren verloren. Selbst die Veröffentlichung guter Wirtschaftszahlen²⁹³ konnte daran nichts mehr ändern, denn es schien sicher, daß sich diese Zahlen nach der bisherigen Abwertung in der zweiten Jahreshälfte verschlechtern würden. Am 13. August sah sich die Zentralbank nicht mehr in der Lage, die Rupiah in ihrem Währungsband von $\pm 12\%$ zu halten, so daß sie tags darauf den Wechselkurs freigab. Um den freien Fall der indonesischen Währung dennoch zu bremsen, hielt die Zentralbank weiterhin an ihrer restriktiven Geldpolitik fest, was die private Wirtschaft in Liquiditätsprobleme mit den entsprechenden negativen Auswirkungen auf ihre Geschäftstätigkeit und damit ihre Gewinne brachte. Aus diesem Grund litt die Börse unaufhaltsam unter Kapitalentzug, zumal für Anleger nicht abzuschätzen war, inwieweit der private Sektor Indonesiens durch die Währungskrise geschwächt würde (Abbildung 2 auf Seite 31).

Zur Bewältigung der Währungs- und zur Vermeidung einer Finanzkrise wurde am 3. September ein Aktionsplan verabschiedet. Dieser sah vor, Steuerausfälle im Haushaltsplan zu berücksichtigen, solche staatliche und private Investitionsprojekte zu verschieben, die mit hohen Importen verbunden waren, die Umsatzsteuer auf Luxusgüter zu erhöhen sowie Einfuhrzölle auf Zwischenprodukte zu senken, um Exporte anzuregen. Darüber hinaus wurde angedroht, angeschla-

²⁹² Vgl. Far Eastern Economic Review, 24.07.1997, S. 84.

²⁹³ Inflationsrate für Juli: 5,1%; Handelsbilanzüberschuß im Mai von 970 Mio. US-Dollar; Exportwachstum (ohne Ölexporte): 13%. Vgl. Far Eastern Economic Review, 21.08.1997, S. 90.

gene Banken zu liquidieren, falls Fusionen oder Übernahmen nicht stattfänden. Schließlich hob die Regierung die Obergrenze von 49% auf, die für die Beteiligung ausländischer Investoren an heimischen börsennotierten Unternehmen galt. Allerdings waren viele Analysten der Meinung, daß diese Maßnahmen nicht weit genug gingen, denn tiefgreifende strukturelle Reformen, für die jetzt ein günstiger Zeitpunkt gewesen wäre, fehlten in dem Aktionsplan.²⁹⁴ Außerdem rückte die Regierung von ihrer restriktiven Zinspolitik ab, ohne jedoch ein Konzept vorzulegen, mit dessen Hilfe der angeschlagene Finanzsektor hätte nachhaltig saniert werden können. Auch die indonesische Strategie zur Bewältigung der Krise trug eher zur Verunsicherung der Investoren bei, so daß sich Kapitalabflüsse weiterhin nicht stoppen ließen. Daher beschloß die Regierung Indonesiens am 8. Oktober offiziell den IWF um finanzielle Hilfe zu bitten.

3.4.3 Malaysia

Wie in Indonesien deuteten nur wenige offensichtliche Anzeichen darauf, daß in Malaysia wirtschaftliche Probleme bevorstehen könnten. Die Regierung sah keine Hindernisse auf dem Weg zu ihrem Ziel, aus Malaysia bis zum Jahr 2020 einen Industriestaat gemacht zu haben. So wurde im Mai 1996 der siebente Fünfjahresplan verkündet, der bis 2000 ein durchschnittliches Wirtschaftswachstum von 8% vorsah.²⁹⁵ Die wirtschaftliche Entwicklung war so gut, daß Premierminister *Mahathir* große inländische Unternehmen aufforderte, im Ausland zu investieren, was diese auch taten.²⁹⁶ Allerdings versuchte die Regierung den Schwachstellen im Finanzsektor entschiedener entgegenzutreten als in den Jahren zuvor. Die seit Ende der 1980er Jahre mittels Moral Suasion angemahnten Fusionen, hatten sich nur in einem Fall erfüllt. Auch die Einführung des Zweiklassensystems im Bankensektor 1994, das nach Kapitalisierung unterschied und nur Banken der ersten Klasse beispielsweise die Eröffnung von Fremdwährungskonten erlaubte, änderte daran nichts. Da der Druck der Welthandelsorganisation auf Malaysia zunahm, sein Finanzsystem für die ausländische Konkurrenz weiter zu öffnen,²⁹⁷ verstärkte die Zentralbank im Dezember 1996 ihre Bemühungen, indem sie die Eigenkapitaluntergrenzen für Klasse-1-Banken stufenweise bis auf 400 Mio. US-Dollar Ende 1997 erhöhte. Ähnliche Auflagen wurden den Spezialinstituten für Verbraucherfinanzierung gemacht. Die Regierung beabsichtigte damit, die 37 Geschäftsbanken und 40 Spezialinstitute in sechs Großbanken zu vereinen. Einen weiteren Schwachpunkt sah die Geldbehörde in der Kreditvergabepaxis, durch die vielfach Investitionen in Immobilien und Wertpapiere gefördert wurden. Um die Entwicklung zu bremsen, setzte die Bank Negara Malaysia Obergrenzen bei der Kreditvergabe von 15% für den Wertpapier- und 20% für den Immobilienbereich. Obwohl kein offensichtlicher Anlaß zur Sorge bestand, der Anteil der notleidenden Kredite lag laut BIZ bei 3,9%, gab die Zentralbank damit indirekt zu verstehen, daß in Malaysia ähnliche Probleme wie in Thailand vorhanden sein könnten. Jedoch nahmen Investoren diese

²⁹⁴ Vgl. Far Eastern Economic Review, 04.09.1997, S. 62.

²⁹⁵ Vgl. Far Eastern Economic Review, 16.05.1996, S. 78.

²⁹⁶ Vgl. Far Eastern Economic Review, 12.12.1996, S. 64 ff.

noch nicht wahr, so daß der Aktienindex für malaysische Standardwerte, KLCI, Ende Februar 1997 mit 1271 Punkten einen historischen Höchststand erreichte (Abbildung 3 auf Seite 34).

Seither konnte sich Malaysia den Auswirkungen der wirtschaftlichen Probleme in Thailand nicht mehr entziehen. Der KLCI verlor in den folgenden zwei Monaten mehr als 14%, so daß erste Analysten ein Ende des langjährig hohen Wirtschaftswachstums vermuteten, zumal sich in den 1990er Jahren Überkapazitäten in nahezu allen Sektoren des Landes aufgebaut hatten.²⁹⁸ Daher stiegen Sorgen über die Folgen einer möglicherweise bevorstehenden Abwertung des thailändischen Baht, was Kapitalabflüsse auch aus Malaysia und höhere Zinsen bedeutet hätte. Deshalb beteiligte man sich Mitte Mai mit anderen südostasiatischen Staaten an Aktionen zur Stabilisierung des Baht. Aber auch am heimischen Devisenmarkt wurde interveniert, um die hohe Wechselkursvolatilität zu glätten. Zusätzlich griff die Zentralbank auf dem Terminmarkt ein, indem sie Spekulanten Liquidität entzog. Obwohl diese Maßnahmen erfolgreich waren, führte der Liquiditätsentzug zu steigenden Zinsen, die erst nach vier Wochen und nach massiver Liquiditätszufuhr ein Niveau erreichten, das nur wenig über dem vor der Intervention lag (Abbildung 38 auf Seite 131). Als Thailand Anfang Juli den Wechselkurs des Baht schließlich freigab, konnte auch der Wert des Ringgit den Währungsturbulenzen nicht mehr standhalten, so daß die Bank Negara Malaysia ihre Interventionen am Devisenmarkt zwei Wochen später einstellte. Mit der einsetzenden Abwertung und der Bekanntgabe eines schlechter als erwarteten Leistungsbilanzdefizits für Juni änderte sich die Stimmung bei Investoren bezüglich der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung, die sich unter anderem an der Börse vermehrt in Leerverkäufen von Aktien äußerte.

Die Gegenmaßnahmen der Regierung, die Abwertung der Währung und den Verfall der Aktienkurse aufzuhalten, konnten den Eindruck der Planlosigkeit und Ignoranz gegenüber der Entwicklung erwecken. *Mahathir* sah die Ursachen der fortschreitenden Abwertung weniger in inländischen Problemen als vielmehr in Spillover-Effekten aus anderen Ländern sowie kriminellen Machenschaften internationaler Devisenspekulanten. In seiner bekannten Rede am 20. September auf der gemeinsamen Jahrestagung von IWF und Weltbank in Hongkong bezeichnete er den Devisenhandel, sofern er nicht der Finanzierung realwirtschaftlicher Geschäfte diene, als unnötig, unproduktiv und unmoralisch. Folglich sei er zu verbieten.²⁹⁹ Diese Rede schürte die Furcht vor erneuten Kapitalverkehrskontrollen und sorgte für eine weitere Abwertung des Ringgit.

Gleichfalls zerstörend auf das Investorenvertrauen könnten die Eingriffe beziehungsweise das Andeuten von Eingriffen der Regierung in das Geschehen am Wertpapier- und Devisenmarkt gewirkt haben. So verfügte sie beispielsweise am 27. August ein Leerverkaufsverbot von Aktien der 100 größten börsennotierten Unternehmen und erschwerte den Handel durch die Auflage,

²⁹⁷ Es gab zwar ausländische Banken in Malaysia. Diese waren streng reguliert und durften keine Filialen eröffnen.

²⁹⁸ Vgl. *Far Eastern Economic Review*, 15.05.1997, S. 85 f.

²⁹⁹ Vgl. *Mahathir*, 1997, S. 4.

daß Anteilscheine erst dann verkauft werden durften, wenn sie in effektiven Stücken bei den entsprechenden Brokern vorlagen. Diese Maßnahmen hatten genau den unerwünschten Effekt, daß sowohl Ausländer versuchten schnellstmöglich ihre Aktien loszuwerden als auch Inländer dies als Gelegenheit ergriffen, den Aktienmarkt noch mit einem „blauen Auge“ verlassen zu können. Folglich wurde das Verbot der Leerverkäufe am 3. September wieder aufgehoben. Anfang des gleichen Monats erklärte *Mahathir*, daß er den „Employees Provident Fund“³⁰⁰ dazu nutzen wolle, malaysischen Aktionären Wertpapiere mit einem Aufschlag abzukaufen. Darin wurde ein Versuch *Mahathirs* gesehen, Familienmitglieder und Freunde vor weiteren Börsenverlusten zu bewahren.³⁰¹ Aber auch in Liquiditätsschwierigkeiten geratene Großunternehmen und Infrastrukturprojekte sollten damit gestützt werden. Neben vielen kleineren Hilfsaktionen wurden beispielsweise der Bau eines in seiner Dimension umstrittenen neuen Flughafens nahe der Hauptstadt mit 1 Mrd. (etwa 263 Mio. US-Dollar) sowie ein überschuldeter Stahlproduzent, Perwaja, mit 710 Mio. Ringgit (etwa 187 Mio. US-Dollar) abgesichert. Insbesondere die Hilfe für Perwaja sorgte für Aufsehen, weil das Unternehmen früher bereits zweimal in Konkurs gegangen war, aber beide Male mit finanziellen Mitteln des Staates vor einer Schließung bewahrt wurde. Analysten sahen darin den Versuch *Mahathirs*, Insolvenzen, die als unvermeidlich erachtet wurden, so weit wie möglich in die Zukunft zu verschieben.³⁰² Diese Bail Outs nahmen im Laufe der Krisenmonate an Häufigkeit zu, widersprachen aber der bis in den Februar 1998 offiziellen Regierungshaltung, die solche Aktionen unter Verwendung öffentlicher Gelder als politisch nicht akzeptabel verwarf.³⁰³ Viele Analysten werteten diese unschlüssige Politik als eigentliche Ursache, die die Währungskrise in Malaysia erst richtig ins Rollen gebracht habe.³⁰⁴

Die Leichtfertigkeit, mit der *Mahathir* die Krise zu meistern versuchte, äußerte sich auch in dem am 17. Oktober durch den Finanzminister *Anwar Ibrahim* vorgelegten Haushaltsentwurf für 1998. Obwohl die Währungskrise bereits drei Monate andauerte, schien sie für den Premierminister noch immer ein vorübergehendes Phänomen zu sein, wofür beispielsweise auch die Tatsache sprechen könnte, daß sich Malaysia finanziell an dem IWF-Hilfsprogramm für Indonesien beteiligte. Der Haushaltsentwurf sah eine leichte Steigerung der Ausgaben, aber trotzdem ein Budgetüberschuß in Höhe von 3% des BIP vor. Dabei wurde ein Wirtschaftswachstum für 1998 von 7% zugrunde gelegt, während private Analysten nur noch 5% prognostizierten. Das Leistungsbilanzdefizit sollte durch die Einführung oder Erhöhung von Importzöllen sowie einer Kampagne für malaysische Güter reduziert werden. Wichtige bereits geplante oder begonnene Infrastrukturprojekte, wie der Bau eines großen Staudamms, des neuen Flughafens oder der Bau der längsten

³⁰⁰ Der Employees Provident Fund ist ein 1955 gegründeter Pensionsfonds, der 85% des malaysischen Pensionsfondsvermögens in sich vereint. Dabei zahlen nicht selbständig tätige Arbeitnehmer, außer Beamte, obligatorisch 11% ihrer Gehälter, ergänzt durch einen Arbeitgeberanteil von 12%, in den Fonds ein. Das Vermögen belief sich 1997 auf etwa 129 Mrd. Ringgit (etwa 34 Mrd. US-Dollar).

³⁰¹ Vgl. Jomo, 1998, S. 186 f.

³⁰² Vgl. Far Eastern Economic Review, 30.04.1998, S. 60 f.

³⁰³ Erklärung in einem Interview mit internationalen Journalisten, auszugsweise abgedruckt im Far Eastern Economic Review, 14.02.1998, S. 14 f.

³⁰⁴ Vgl. Far Eastern Economic Review, 02.10.1997, S. 84.

Brücke der Welt, sollten verschoben beziehungsweise zeitlich gestreckt, jedoch nicht verworfen werden, was Analysten mehrheitlich in der Weise interpretierten, daß die Regierung nicht Willens war, „ihren Gürtel enger zu schnallen“. Darüber hinaus erweckte Finanzminister *Anwar*, der gleichzeitig die oberste Dienstaufsicht über die Zentralbank besaß, nicht den Eindruck, als beabsichtige er zur Stützung der heimischen Währung die Leitzinsen zu erhöhen.³⁰⁵ Folglich verlor die Währung tags darauf erneut 3% an Wert, und der KLCI büßte 4% ein. Allerdings könnte dafür auch die allgemeine Unsicherheit in Südostasien verantwortlich gewesen sein.

Als sich die Währungskrise weiterhin nicht stoppen ließ, kündigte *Mabathir* am 22. November die Gründung des National Economic Action Council (NEAC) an, der am 7. Januar 1998 unter der Führung des ehemaligen Finanzministers *Daim Zainuddin*³⁰⁶ offiziell seine Arbeit mit der Aufgabe aufnehmen sollte, eine Krisenbewältigungsstrategie zu entwickeln. Anfang Dezember wurde der Haushaltsentwurf für 1998 revidiert. Anscheinend hatte *Mabathir* schließlich den Ernst der Lage erkannt.

3.4.4 Korea

Auf den Aktienmärkten in Korea zeichnete sich eine ähnliche Entwicklung wie in Thailand ab. Hier erreichte der KOSPI im November 1994 mit 1138 Punkten einen historischen Höchststand. Seither bildete der Index einen Abwärtstrend aus, der sich mit Beginn der Währungs- und Finanzkrise in Thailand nochmals beschleunigte, so daß der KOSPI zwischen November 1994 und Dezember 1997 nahezu 70% seines Wertes verlor (Abbildung 4 auf Seite 38).

Die Ursachen für diese Entwicklung waren vielfältig. Zwischen 1994 und 1996 wurden die wirtschaftlichen Probleme im Industrie- und Finanzsektor des Landes zunächst noch durch günstige außenwirtschaftliche Rahmenbedingungen überdeckt. Das Leistungsbilanzdefizit war im Vergleich zu anderen Ostasiatischen Staaten gering und durch Nettokapitalimporte finanziert, die Währungsreserven stiegen, und die Inflationsrate bewegte sich auf niedrigem Niveau. Auch international fanden die ökonomischen Erfolge Koreas Anerkennung, indem das Land 1996 als 29. Mitglied der Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) aufgenommen wurde. Allerdings waren mit diesem Schritt weitere tiefgreifende Maßnahmen zur Liberalisierung der Finanz- und Gütermärkte sowie ein Abbau des Bürokratismus verbunden. Dies bedeutete für die Chaebols den zumindest teilweisen Verlust geschützter heimischer Märkte und den Abbau staatlicher Subventionen.

³⁰⁵ Vgl. Far Eastern Economic Review, 30.10.1997, S. 61.

³⁰⁶ *Daim* war ein wichtiger und mächtiger Mann im Hintergrund. Er hatte Malaysia in den 1980er Jahren aus einer tiefen Rezession geführt und galt als enger Vertrauter des Premierministers *Mabathir*.

Am 23. Januar 1997 mußte sich das vierzehntgrößte Konglomerat Koreas, Hanbo Iron & Steel Co. (kurz: Hanbo Steel), für zahlungsunfähig erklären, nachdem fällige Rechnungen nicht mehr beglichen werden konnten, weil sich eine Schuldenlast von über 5 Billionen Won (über 5,26 Mrd. US-Dollar) aufgebaut hatte, die dem Sechzehnfachen des Eigenkapitals entsprach. Dies war seit zehn Jahren der erste Bankrott eines Chaebols in Korea. Der Ursprung dieses Zusammenbruchs lag hauptsächlich in dem Versuch Hanbo Steels, durch Ausweitung der eigenen Produktionskapazität zu den größten der koreanischen Konglomerate aufzuschließen. Dafür sollte ein neuer Stahlwerkkomplex errichtet werden, für dessen Bau das Unternehmen Kredite in Höhe von annähernd 5 Billionen Won aufnahm. Damit überforderte sich das Konglomerat finanziell, zumal kaum Nachfrage für den zusätzlichen Stahl bestand. Im Laufe der politischen und juristischen Aufarbeitung des Konkurses, offenbarte sich einmal mehr wie sehr Politik, Bankensystem und Chaebols durch Korruption miteinander verbunden waren. Denn es stellte sich heraus, daß die Aufnahme derartig hoher Darlehen nur durch Bestechung von Parlamentsmitgliedern möglich wurde.³⁰⁷

Zwei Monate später erklärte mit Sammi Steel, eine Tochtergesellschaft des sechszwanziggrößten Konglomerats, ein weiteres großes Unternehmen seine Zahlungsunfähigkeit. Dadurch erhielt das Vertrauen in- und ausländischer Kreditgeber einen zusätzlichen Dämpfer, und die Sorge über ein generelles Verschuldungsproblem in der koreanischen Privatwirtschaft stieg. Obwohl die Regierung beteuerte, daß in Schwierigkeiten geratene Unternehmen fortan ohne finanzielle Unterstützung des Staates auskommen müßten, fragten sich Marktteilnehmer immer öfter, wie lange diese Haltung Bestand haben würde, zumal in den dreißig Jahren zuvor immer staatliche Mittel zur Sanierung geflossen waren. Die Frage lautete deshalb nicht, ob die Regierung eingreifen würde, sondern wann und wie, denn das gesamte wirtschaftliche Handeln der Großkonzerne basierte bis dahin auf dieser Annahme. Außerdem häuften sich speziell seit dem Frühjahr 1997 Bestände an notleidenden Krediten bei vielen kapitalgebenden Banken.³⁰⁸ Finanzinstitute wurden risikoaverser und schränkten die Vergabe neuer Darlehen ein, was insbesondere mittelgroße und kleinere Betriebe, das heißt Unternehmen ohne oder mit nur geringem Einfluß auf Politiker, in Schwierigkeiten brachte, ihren Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Um drohende Konkurse abzuwenden, griff die Bank of Korea schließlich doch ein, indem sie sieben der Banken, die unter den Insolvenzen von Hanbo und Sammi Steel am stärksten betroffen waren, mit Notfallkrediten unterstützte. Außerdem verabschiedete die koreanische Regierung im April ein Unterstützungspaket mit dem Ziel, weitere Banken vor der Zahlungsunfähigkeit zu bewahren. Als Gegenleistung verpflichteten sich diese, weiterhin Kredite auch an solche Unternehmen zu vergeben, die nicht mehr in der Lage waren, bereits vorhandene Kredite zu bedienen. Zudem wurde die sogenannte Korea Asset Management Corporation mit dem Ziel gegründet,

³⁰⁷ Für eine ausführliche Darstellung der Ereignisse im Fall Hanbo Steel vgl. Far Eastern Economic Review, 13.02.1997, S. 53.

³⁰⁸ Zwei der größten Kreditgeber für Hanbo Steel, die Korea First Bank und die Korea Exchange Bank, waren auch mit hohen Kreditvolumina bei Sammi Steel engagiert. Vgl. Far Eastern Economic Review, 03.04.1997, S. 45.

Banken notleidende Kredite mit einem Abschlag abzukaufen, um später eine Umschuldung in die Wege zu leiten.

Für etwas Erleichterung der angespannten Lage sorgte Anfang Mai eine zwölfprozentige Aufwertung des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar innerhalb von knapp drei Wochen. Davon konnte auch der koreanische Won wegen seiner engen Bindung an die US-Währung profitieren. Da Korea und Japan in weiten Teilen ihrer Exportwirtschaft miteinander konkurrieren, stellten sich bessere Erwartungen bezüglich der Exportentwicklung des Landes ein, die sich auch positiv auf den seit Mitte Februar um 13% gefallen KOSPI übertrugen, der noch einmal bis zum Beginn der Währungskrise in Thailand rund 22% zulegen konnte. Auch realwirtschaftlich brachten die Monate Mai und Juni etwas Entspannung, so daß einige Analysten bereits von einer leichten Erholung der koreanischen Wirtschaft sprachen. Die Auftragseingänge aus dem Ausland nahmen zu, und die Nachfrage nach Gütern koreanischer Schlüsselsektoren wie Halbleiter, Stahl und Schiffbau zeigte gegenüber 1996 leichte Erholungstendenzen. Gleichzeitig gingen die Importe zurück, so daß sich der Fehlbetrag in der Leistungsbilanz im zweiten Quartal gegenüber den drei Monaten zuvor mehr als halbierte (Abbildung 36 auf Seite 124). Ein weiterer Aspekt, der Analysten zuversichtlicher stimmen konnte, daß Korea nicht in die gleichen Schwierigkeiten geraten würde wie Thailand, war der gutsituierte Bau- und Immobiliensektor.

Die Hoffnung auf eine nachhaltige Besserung wurde allerdings endgültig zerstört, als mit Kia Ende Juni das achtgrößte Konglomerat in Zahlungsschwierigkeiten geriet, weil in einer Studie des Forschungsinstituts der Samsung-Gruppe seine finanzielle Gesundheit sowie die Sachkompetenz der Unternehmensführung angezweifelt wurden, worauf einige Gläubiger ihre Kreditverträge mit Kia kündigten. Der Chaebol konnte durch intensive Verhandlungen mit Kapitalgebern sowie Stützungskrediten der Regierung vor dem Konkurs gerettet werden. Allerdings lag die Geschäftsführung der Kia-Gruppe fortan in den Händen der kreditgebenden Banken, die ein geeignetes Konzept für die Sanierung erarbeiten sollten. Obwohl die Regierung bereits eingegriffen hatte, versuchte sie deutlich zu machen, daß sie eine schnelle Lösung der Probleme bei Kia ohne staatliche Unterstützung wünschte.³⁰⁹

Neben den speziellen Problemen Koreas führten die Ereignisse in Indonesien, Malaysia und Thailand seit Anfang Juli zu Diskussionen darüber, ob hier eine ähnliche Krise bevorstehe, zumal die eigene Währung zusehends gegenüber dem US-Dollar abwertete, die Zinssätze stiegen, Nachrichten über weitere Unternehmenszusammenbrüche sowie insbesondere das politische Gezerre um die Zukunft der Kia-Gruppe Investoren zusätzlich verunsicherten. Diese Verunsicherung spiegelte sich auch am Aktienmarkt in Form tendenziell sinkender Kurse bei hoher Volatilität wider. Daher sah sich die Regierung am 25. August gezwungen, erneut ein Notfallprogramm zu verabschieden. Zu den wichtigsten Maßnahmen gehörten die Bereitstellung zinsgünstiger Kredite

³⁰⁹ Vgl. Far Eastern Economic Review, 21.08.1997, S. 82.

für liquiditätsarme Banken in Höhe von insgesamt 4 Billionen Won (etwa 4,5 Mrd. US-Dollar) sowie zur Beruhigung ausländischer Gläubiger staatliche Ausfallgarantien für Auslandsdarlehen heimischer Finanzinstitute. Das Vertrauen der Investoren konnte dadurch allerdings nicht wieder hergestellt werden: Trotz Intervention der Zentralbank verlor die Währung weiter an Wert und auch der KOSPI sank in den fünf folgenden Börsentagen um weitere 8%.

Da das Kia-Management und die beteiligten Banken sich bis in den Oktober hinein nicht über eine Strategie zur Sanierung des Unternehmens einigen konnten, entschied die Regierung am 22. Oktober, entgegen ihren früheren Verlautbarungen der Nichteinmischung, daß sie Kia Motors, das Flaggschiff der Kia-Gruppe, unter staatliche Aufsicht stellen werde, um die Umstrukturierung selbst einzuleiten. Diese Maßnahme wurde von inländischen Marktteilnehmern begrüßt, weil Arbeitsplätze gesichert schienen, von ausländischen Investoren jedoch als Unwillen interpretiert, im Industriesektor endlich marktwirtschaftliche Kräfte wirken zu lassen und nicht mehr bestandsfähige Unternehmen zu liquidieren. Die Regierung gestand ihr inkonsistentes Verhalten zwar ein, rechtfertigte sich aber mit dem Hinweis auf tiefgreifende Nebeneffekte wie Arbeitslosigkeit und Zahlungsschwierigkeiten im Finanzsektor, die keine andere Wahl ließen. Ein zusätzlicher Beweggrund, der nicht ausgesprochen wurde, könnte die für Mitte Dezember vorgesehene Präsidentschaftswahl gewesen sein.

Allein die zehn prominentesten Konkurse innerhalb der Landesgrenzen erhöhten 1997 das Volumen an notleidenden Krediten bei Banken um über 26 Billionen Won (etwa 27,3 Mrd. US-Dollar). Aufgrund dessen stuften die einflußreichen Rating-Agenturen Moody's und Standard & Poor's ihre Kreditratings sowohl für staatliche als auch private Finanzinstitute herab, wodurch höhere Refinanzierungskosten entstanden. Als im Oktober viele Banken deshalb nicht mehr in der Lage waren, kurzfristige Kredite umzuschulden beziehungsweise bei Fälligkeit eine Erneuerung zu erreichen, begann der Won wieder an Wert zu verlieren. Die Zentralbank intervenierte zwar, sie war jedoch gegen die immer schlechter werdende Stimmung bei ausländischen Investoren machtlos. Während im dritten Quartal die Nettokapitalimporte mit etwa 0,6 Mrd. US-Dollar noch leicht positiv ausfielen, flossen im vierten mehr als 21 Mrd. US-Dollar aus Korea ab. Ein Kreislauf bildete sich zwischen Abwertung und dadurch ausgelösten Zahlungsschwierigkeiten im Unternehmens- und Finanzsektor, die ihrerseits Kapitalabzug und eine weitere Abwertung induzierten. Am 10. November mußten für einen US-Dollar erstmalig mehr als 1000 Won gezahlt werden. Die koreanische Währung erholte sich jedoch kurzfristig in den folgenden Tagen, weil sich die Regierung ein Reformpaket verabschiedete, das die Zusammenführung der drei bis dahin unabhängig voneinander agierenden Aufsichtsbehörden für Banken, Wertpapierhäuser und Versicherungen unter einem Dach sowie Fusionen und Übernahmen zwischen Geschäftsbanken vorsah. Dieses Notfallprogramm zur Wiederherstellung des Vertrauens ausländischer Investoren scheiterte jedoch am 17. des gleichen Monats an der parlamentarischen Ablehnung. Am selben Tag gab die Bank of Korea bekannt, nicht mehr in den Devisenmarkt einzugreifen, worauf der Kurs sofort wieder die psychologisch wichtige Marke von 1000 Won pro US-Dollar durchbrach. Da in den drei folgenden Tagen schon zu Beginn der Börsenstunden der Handel mit der koreani-

schen Währung ausgesetzt werden mußte, weil die Handelsspanne von $\pm 2,25\%$ gegenüber Vortag erreicht war, wurde diese auf $\pm 10\%$ erweitert, was lediglich die Handelszeit etwas erweiterte.

Durch den Wertverfall des Won und der dadurch steigenden Auslandsverschuldung drohte der Zusammenbruch des Finanzsektors. Die Regierung bekräftigte zwar noch am 19. November öffentlich, den IWF nicht um finanzielle Unterstützung bitten zu wollen, aber der Umfang der Kapitalflüsse machte deutlich, daß die Währungs- und Finanzkrise kaum ohne internationale Hilfe zu bewältigen gewesen wäre. Deshalb erklärte sie am 21. November schließlich doch, die Hilfe des IWF in Anspruch nehmen zu wollen. Im Laufe der zweiwöchigen Verhandlungen verlor die Währung weitere 13% und der KOSPI 14% an Wert, weil Anleger die Auswirkungen des restriktiven IWF-Hilfsprogramms fürchteten. Am 2. Dezember mußten neun Geschäftsbanken ihre Tätigkeit wegen Illiquidität einstellen. Das Hilfspaket unter Führung des IWF wurde schließlich am 4. Dezember unterzeichnet.

3.5 Fazit der Ursachenanalyse

Anfang der 1960er Jahre, noch bevor daran zu denken war, daß aus den hier untersuchten ostasiatischen Volkswirtschaften Emerging Markets werden würden, begann die Liberalisierung nationaler Finanzmärkte in wirtschaftlich entwickelten Staaten. Die daraus resultierenden internationalen Kapitalströme trugen einerseits zu wirtschaftlichem Aufschwung, andererseits zu höherer Volatilität an den Finanzmärkten bei. Diesem Kurs der Öffnung folgten zu Beginn der 1980er Jahre immer mehr wirtschaftlich weniger entwickelte Länder vornehmlich mit der Absicht, ausländisches Investitionskapital anzuziehen. Allerdings bedarf die Öffnung nationaler Finanzmärkte geeigneter regulatorischer Rahmenbedingungen, damit Fehlverhalten seitens nationaler Wirtschaftssubjekte vermieden oder zumindest effektiv aufgedeckt und sanktioniert werden kann, um letztendlich die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems dauerhaft zu sichern. In Indonesien, Korea, Malaysia und Thailand fehlten diese Kontrollmechanismen teilweise oder kamen aus unterschiedlichen Gründen nicht wirkungsvoll zum Einsatz. Daher konnten sich Fehlentwicklungen einstellen, die aus Mangel an Transparenz und wegen des wirtschaftlichen Aufschwungs in der ersten Hälfte der 1990er Jahre nicht wahrgenommen werden konnten oder unterschätzt beziehungsweise ignoriert wurden. Die Analyse deutet ebenfalls darauf, daß mangelhafte Finanzaufsichten in Kombination mit steigenden Kapitalzuflüssen aus dem Ausland, die unter anderem durch berechenbare Wechselkursentwicklungen begünstigt wurden, in einem Kreislauf resultierten, der Unternehmen des Finanzsektors zu übersteigerter Kreditvergabe ermunterte, die letztendlich in einem Investitionsboom mündete. Der sich daraus vornehmlich im Immobiliensektor und an den Wertpapierbörsen entwickelnde Preisauftrieb führte wegen unvermindert guter Ertragsaussichten zu immer weiteren Nettokapitalimporten. Hinweise deuten darauf, daß im- oder explizite Ausfallgarantien der Regierungen bei inländischen Kapitalnehmern und –gebern mit guten politischen Verbindungen adverse Selektion und Moral Hazard gefördert haben könnten. Inwieweit letzteres das Investitionsverhalten ausländischer Kapitalgeber

beeinflusste ist weniger klar. Jedoch spricht der in Kapitel 3.4 geschilderte Kapitalabzug eher dafür, daß übermäßige Euphorie in der Boomphase die überwiegend treibende Kraft des Anlageverhaltens gewesen sein könnte.

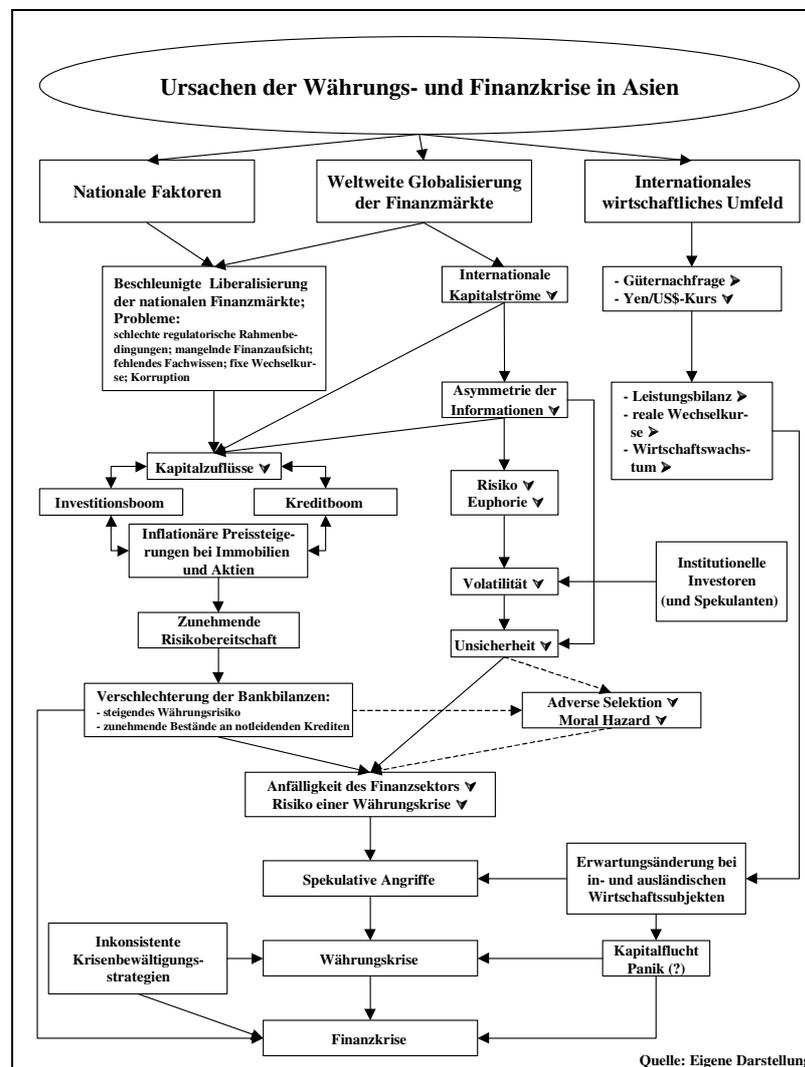


Abb. 26: Ursachen der Währungs- und Finanzkrise in Asien.

Das hohe Investitionsniveau spiegelte sich unter anderem in nicht unerheblichen Leistungsbilanzdefiziten, die durch Nettokapitalimporte zunächst mehr als ausgeglichen wurden, so daß die Zentralbanken bei Systemen mit fixen oder überwiegend fixen nominalen Wechselkursen ihre Bestände an Währungsreserven ausbauen konnten. Jedoch verschlechterte sich Mitte der 1990er Jahre das internationale wirtschaftliche Umfeld mit weitreichenden Folgen für die hier untersuchten Länder Ostasiens. Weltweit, und insbesondere in den Industriestaaten, sank die Nachfrage nach Importgütern aus der Region. Darüber hinaus bildete sich die Stärke des japanischen Yen, der 1995 seinen in den 1990er Jahren niedrigsten nominalen Wechselkurs zum US-Dollar erreichte, sukzessive zurück, so daß die im realen Wechselkurs ausgedrückte internationale Wettbewerbsfähigkeit von Indonesien, Korea, Malaysia und Thailand gegenüber Japan sank. Die Exportwachstumsrate der betroffenen Länder brach ein und das Wirtschaftswachstum erreichte, obwohl noch immer über dem globalen Durchschnitt liegend, nicht mehr die hohen Raten der

frühen 1990er Jahre. In Thailand und Korea begannen schlechte Unternehmensnachrichten die Prognosen der Investoren für die weitere wirtschaftliche Entwicklung zu trüben, so daß die Kurse an den Aktienbörsen langsam nachgaben. Zusätzlich lieferten einige Insolvenzen erste Hinweise auf sich generell verschlechternde Bilanzkennzahlen vieler Finanz- und Industrieunternehmen, die unter anderem steigende Währungsrisiken und zunehmende Bestände an notleidenden Krediten offenbarten. Seit Mitte 1996 nahmen die Nettokapitalzuflüsse nach Thailand ab, so daß Spekulationen gegen den Fortbestand des fixen nominalen Wechselkurses einsetzten, 1997 an Häufig- und Heftigkeit zunahmen und in Verbindung mit mittlerweile Nettokapitalexporten die thailändische Regierung am 2. Juli des gleichen Jahres zur Aufgabe ihres Wechselkurssystems zwang. Die Währungskrise in Thailand übertrug sich schnell auf weitere Staaten Südostasiens, unter anderem weil diese ebenfalls unter überbewerteten realen Wechselkursen litten und durch die Abwertung in Thailand weiter an internationaler Wettbewerbsfähigkeit verloren, so daß auch Indonesien und Malaysia sowie mit Verzögerung Korea dem Abwertungsdruck nicht standhalten konnten.

Die Untersuchungsergebnisse deuten auch darauf, daß für die Ausmaße der Krise nicht nur länderspezifische Probleme verantwortlich gewesen sein könnten. Das in den 1990er Jahren zunehmende Auftreten institutioneller Vermögensverwalter trug in Verbindung mit steigender Benchmark-Orientierung möglicherweise dazu bei, daß die ostasiatischen Staaten mit mehr Kapital „überflutet“ wurden, als sie effizient verarbeiten konnten. Daraus scheint sich in Verbindung mit asymmetrischer Informationsverteilung und anfänglich guten Gewinnaussichten nicht nur ein latent ständig steigendes Risiko für Kapitalgeber, sondern auch eine immer höhere Risikobereitschaft entwickelt zu haben. Mit Ausbruch der Währungskrise in Thailand förderte die Abwertung sukzessive strukturelle Schwächen zutage, die in- und ausländische Investoren ihre optimistischen Erwartungen endgültig revidieren ließen und sie in Verbindung mit inkonsistenten Krisenbewältigungsstrategien der Regierungen dazu veranlaßten, massenhaft Kapital aus Vermögenswerten abzuziehen sowie außer Landes zu bringen. Dadurch konnte sich die Währungs- zu einer Finanzkrise ausweiten.

4 Überwindung der Krisen: Die IWF-Hilfsprogramme für Thailand, Indonesien und Korea

Nachdem der Kapitalabfluß zunahm, die Währungen weiter an Wert verloren und die Stabilität der nationalen Finanzsysteme bedroht war, entschlossen sich drei der vier hier untersuchten Krisenstaaten, die finanzielle Unterstützung des IWF in Anspruch zu nehmen. Aufgrund der sich täglich verschlechternden Lage wurde der Finanzierungsmechanismus für Krisenfälle aktiviert, so daß die Verhandlungen vergleichsweise zügig verlaufen konnten und jeweils mit der Einigung über eine Bereitschaftskreditvereinbarung endeten. Im folgenden sollen die wichtigen Aspekte dieser Hilfsprogramme beleuchtet sowie anhand der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung in Thailand, Indonesien und Korea diskutiert und bewertet werden.

4.1 Bereitstellung finanzieller Hilfen

Die im Rahmen der IWF-Hilfsprogramme zur Verfügung gestellten Gelder setzten sich aus Zusagen multinationaler Organisationen wie dem IWF, der Weltbank und der Asian Development Bank sowie bilateralen Hilfen einzelner Staaten zusammen. Die Regierung Thailands und der IWF schlossen am 20. August 1997 eine Bereitschaftskreditvereinbarung mit einer Laufzeit von 34 Monaten. Diese Vereinbarung war mit einer Kreditsumme in Höhe von 4 Mrd. US-Dollar unterlegt, was 505% der Quote Thailands entsprach. Zusätzlich stellten Weltbank und Asian Development Bank zusammen 2,7 Mrd. US-Dollar sowie bilaterale Quellen³¹⁰ 10,5 Mrd. US-Dollar in Aussicht. Auf diese Weise summierten sich die Kreditzusagen, wie in Abbildung 27 aufgeführt, auf insgesamt 17,2 Mrd. US-Dollar. Der IWF stellte 1,6 Mrd. US-Dollar sofort zur Verfügung. Die restlichen Teilbeträge wurden von der Erfüllung der in der Bereitschaftskreditvereinbarung festgelegten Leistungskriterien abhängig gemacht. Diesem Verfahren schlossen sich auch die bilateralen Kreditgeber an.³¹¹ Lediglich die beiden Entwicklungsbanken entschieden im Rahmen der Finanzierung von Einzelprojekten selbständig über die Auszahlung von Teilbeträgen ihrer Darlehen. Die erste Überprüfung der Leistungskriterien wurde im Dezember 1997 mit positivem Ergebnis abgeschlossen, so daß Thailand weitere 810 Mio. US-Dollar des IWF-Kredits erhielt. Insgesamt hatte Thailand bis Ende Dezember 1997 8 Mrd. US-Dollar in Anspruch genommen. Bis zum Laufzeitende der Bereitschaftskreditvereinbarung kamen weitere 6,1 Mrd. US-Dollar hinzu. Das heißt, der Kreditrahmen wurde nicht vollständig ausgeschöpft.

Die Regierung Indonesiens und der IWF schlossen am 5. November 1997 eine auf 36 Monate befristete Bereitschaftskreditvereinbarung mit einer Kreditlinie von 10,1 Mrd. US-Dollar,³¹² die im Juli 1998 um 1,4 Mrd. US-Dollar aufgestockt wurde. Die ursprüngliche Summe entsprach

³¹⁰ Die bilaterale Hilfe kam aus Japan, Singapur, Australien, China, Hongkong, Malaysia, Indonesien, Korea und Brunei, beschränkte sich also auf Länder des ostasiatischen und pazifischen Raums.

³¹¹ Vgl. International Monetary Fund, 1997b, S. 1.

490% der indonesischen Quote. Weltbank und Asian Development Bank beteiligten sich mit 8 Mrd. US-Dollar. Weitere 18 Mrd. US-Dollar wurden aus bilateralen Quellen als sogenannte Second Line of Defense zur Verfügung gestellt. Das heißt, diese Beträge wären dann zur Auszahlung gekommen, wenn die Kreditlinie des IWF nicht ausgereicht hätte. Neben Japan, Singapur, Australien, China, Hongkong und Malaysia befanden sich unter den Geberländern mit 3 Mrd. US-Dollar auch die USA, die in die Kritik geraten waren, weil sie zuvor Thailand keinen finanziellen Beistand geleistet hatten. Mit dem Zweck, das Gesamtpaket etwas aufzublähen, steuerte Indonesien selbst 5 Mrd. US-Dollar zu seiner Unterstützung bei.³¹³

Offiziell vorgesehene und ausgezahlte Gelder im Rahmen der IWF-Hilfsprogramme			
	Vorgesehen laut Originalpaket ¹	Ausgezahlt zur ersten Überprüfung ²	Insgesamt ausgezahlt bis zum Ende des Programms ³
Indonesien			
Multilaterale Quellen	18,1	4,5	16,8
IWF	10,1 ⁴	3,9	11,7
Weltbank und Asian Development Bank	8,0	0,6	5,1
Bilaterale Quellen	18,0	0,2	2,6
Insgesamt	36,1	4,7	19,4
Korea			
Multilaterale Quellen	35,3	22,8	30,0
IWF	21,1	14,9 ⁵	19,0
Weltbank und Asian Development Bank	14,2	7,9	11,0
Bilaterale Quellen	23,1	0,0	0,0
Insgesamt	58,4	22,8	30,0
Thailand			
Multilaterale Quellen	6,7	3,1	5,87
IWF	4,0	2,4	3,20
Weltbank und Asian Development Bank	2,7	0,7	2,67
Bilaterale Quellen	10,5	4,9	8,23
Insgesamt	17,2	8,0	14,10

¹ Es gilt der Zeitpunkt der Billigung des jeweiligen Pakets; für Indonesien der 05.11.1997, Korea der 04.12.1997 und Thailand der 20.08.1997. ² In Indonesien wurde die erste Überprüfung verspätet im Mai abgeschlossen, die Zahlen sind Stand Ende Juni; In Korea wurde die erste Überprüfung im Februar 1998 abgeschlossen, die Zahlen sind Stand Ende März; In Thailand wurde die erste Überprüfung im Dezember 1997 abgeschlossen, die Zahlen sind Stand Ende Dezember 1997; ³ Das Hilfsprogramm für Indonesien sollte im November 2000 enden, wurde jedoch im September 1999 abgebrochen und durch ein neues ersetzt; Korea: 03.12.2000, Thailand: 19.06.2000; Angaben in SZR wurden mit einem Wechselkurs von 1,32 US-Dollar pro SZR umgerechnet. ⁴ Ohne spätere Erhöhungen; ⁵ Bruttoauszahlungen ohne Abzug von 4,8 Mrd. US-Dollar, die Korea zu diesem Zeitpunkt bereits zurückgezahlt hatte; ⁶ Second Line of Defense, das heißt, nur zur Auszahlung kommend, falls die IWF-Gelder nicht ausreichend gewesen wären.

Quelle: Vgl. Boorman/Lane/Schulze-Ghattas/Bulir/Ghosh/Hamann/Mourmouras/Phillips, 2000, S. 28; Pressemitteilungen des IWF, veröffentlicht auf seiner Website (<http://www.imf.org>); vgl. Asian Development Bank, 1999, S. 32 ff. **Stand: Ende Dezember 2001.**

Abb. 27: Offizielle Finanzhilfen für Indonesien, Korea und Thailand.

³¹² Vgl. International Monetary Fund, 1997c, S. 1.

³¹³ Vgl. McLeod, 1998, S. 40.

Aufgrund schwerwiegender Probleme, die sich im Rahmen der Umsetzung des IWF-Hilfsprogramms ergeben hatten, kamen bis zum Abschluß der ersten Überprüfung der geforderten Leistungskriterien Ende Mai lediglich 4,7 Mrd. US-Dollar zur Auszahlung. Darüber hinaus wurde die Bereitschaftskreditvereinbarung am 25. August 1998 in eine Erweiterte Kreditvereinbarung umgewandelt. Das heißt, Restlaufzeit und Kreditzusagen blieben dieselben, lediglich die Tilgungszeiträume verlängerten sich.³¹⁴ Allerdings wurde das Hilfsprogramm im September 1999 abgebrochen. Bis dahin bekam Indonesien insgesamt etwa 19,4 Mrd. US-Dollar. Eine neue Übereinkunft über eine Erweiterte Kreditvereinbarung mit einem Volumen von 5 Mrd. US-Dollar wurde am 4. Februar 2000 geschlossen.

Korea erhielt Kreditzusagen in Höhe von insgesamt 58,4 Mrd. US-Dollar. Damit handelte es sich um das bis dahin größte Hilfspaket, das einem einzigen Land zuteil wurde. Die Grundlage bildete eine am 4. Dezember 1997 mit dem IWF vereinbarte auf drei Jahre befristete Bereitschaftskreditvereinbarung, in deren Rahmen der Währungsfonds 21,1 Mrd. US-Dollar zur Verfügung stellte, was 1.938% der koreanischen Quote entsprach.³¹⁵ Da finanzielle Hilfen des IWF bis zu dem damaligen Zeitpunkt 500% der Quote des betreffenden Landes nicht übersteigen sollten, wurde eigens dafür eine neue Fazilität, die Zusätzliche Reservefazilität, geschaffen. Neben den USA, Japan und Australien beteiligten sich mit Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, den Niederlanden, Schweden und der Schweiz erstmals auch europäische Staaten an den bilateralen Hilfen, was ein Hinweis gewesen sein könnte, daß sich die Asienkrise negativ auf die Weltwirtschaft auszuwirken begann. Allerdings wurden die Zusagen im Rahmen der Second Line of Defense abgegeben, die nicht zur Auszahlung kam. Bis Ende März 1998 nahm Korea etwa 22,8 Mrd. US-Dollar in Anspruch. Daraus geht unter anderem der Charakter der neuen Zusätzlichen Reservefazilität hervor, der in einer hohen Anfangsauszahlung besteht, um dem Vertrauensverlust bei Investoren zu begegnen. Bis zum Ende des Hilfsprogramms nahm Korea etwa 30 Mrd. US-Dollar in Anspruch.

Die zugesagten Gelder des Hilfsprogramms summierten sich insgesamt auf rund 112 Mrd. US-Dollar. Mit der Bereitstellung derart hoher Beträge, insbesondere für Indonesien und Korea, beabsichtigte der IWF, das Vertrauen kurzfristig orientierter Investoren wieder herzustellen, um Kapitalabflüsse zu stoppen.³¹⁶ Ob es sich dabei um eine berechtigte Erwartung oder um eine Hoffnung handelte, bleibt unklar. Allerdings könnten einige zum Zeitpunkt der Kreditvereinbarungen bereits bekannte Sachverhalte für letztere Vermutung sprechen. Erstens handelte es sich bei den Kreditbeträgen zunächst nur um Zusagen. Ihre Auszahlung war über die Laufzeit der Bereitschaftskreditvereinbarungen verteilt und darüber hinaus an die Erfüllung bestimmter Leistungskriterien gebunden, das heißt keineswegs sicher. Zweitens lag das Problem der externen Verschuldung im privaten Finanz- und Unternehmenssektor. Die Anzahl der Kreditnehmer war

³¹⁴ Vgl. International Monetary Fund, 1998g, S. 269.

³¹⁵ Vgl. Government of Korea, 1997a, S. 1.

³¹⁶ Vgl. Lane/Ghosh/Hamann/Phillips/Schulze-Ghattas/Tsikata, 1999, S. 21.

groß, und ausländischen Investoren standen nicht genügend Informationen zur Verfügung, um sich ein Urteil über die Zahlungsfähigkeit einzelner Unternehmen bilden zu können. Selbst wenn das möglich gewesen wäre, reichten drittens die in Aussicht gestellten Gelder nicht aus, alle kurzfristig fällig werdenden externen Verbindlichkeiten der Schuldner abzudecken.³¹⁷ Das heißt, unter diesen Überlegungen besaßen Investoren gemäß der Redewendung „den letzten beißen die Hunde“ anfänglich weiterhin einen Anreiz, ihre Gelder aus den Programmstaaten abzuziehen.

4.2 Darstellung und Diskussion der Konditionalität

Die Konditionalität, die in den Memoranden zu den jeweiligen Bereitschaftskreditvereinbarungen niedergeschrieben ist, gestaltete sich in der ersten Version der jeweiligen Hilfsprogramme für alle drei Staaten ähnlich. Sie bezog sich mit unterschiedlicher Gewichtung auf die Verbesserungen der Situation in drei Bereichen. Im Programm für Thailand wurden die Restrukturierung des Finanzsektors sowie eine Stärkung der öffentlichen Finanzen in den Vordergrund gerückt. Zusätzlich sollte eine Anpassung der Geld- und Lohnpolitik sowie strukturelle Maßnahmen wie Privatisierungen und Reformierung des öffentlichen Sektors zu einer Verbesserung der Leistungsbilanz führen.³¹⁸ Für Indonesien sah das Programm erstens restriktive geld- und fiskalpolitische Maßnahmen zur Verringerung des Leistungsbilanzdefizits vor, obwohl dem Land im selben Dokument wenige Absätze zuvor eine gute makroökonomische Politik und gute Fundamentaldaten bescheinigt wurden. Als zweites Ziel galt hier ebenfalls die Restrukturierung des Finanzsektors sowie drittens strukturelle Maßnahmen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit.³¹⁹ Neben diesen drei Hauptpunkten führte das Memorandum zum Programm für Korea zusätzlich explizit die „Befreiung“ des Finanzsektors von politischer Einflußnahme, Restrukturierungsmaßnahmen im privaten Unternehmenssektor sowie Vorgaben zur weiteren Kapital- und Leistungsbilanzliberalisierung auf.³²⁰ Ein letzter Punkt bezog sich auf die Bereitstellung und Offenlegung nationaler Statistiken. Dieser Bereich spielt im weiteren Verlauf der vorliegenden Arbeit jedoch keine Rolle, zumal alle drei Länder die Standards des IWF akzeptiert und sich daraus keine weiteren Probleme entwickelt haben.³²¹

Alle Maßnahmen sollten zunächst überwiegend dem Zweck dienen, das Vertrauen in- und ausländischer Investoren wieder herzustellen, um die Kapitalabflüsse zu stoppen, die Wechselkurse zu stabilisieren, die Leistungsbilanzdefizite zurückzuführen, die Bestände an Währungsreserven wieder aufzubauen und die Inflationsrate weitgehend unter Kontrolle zu behalten. Auf diese Weise sollte den drei Krisenstaaten ermöglicht werden, das Wirtschaftswachstum der vergange-

³¹⁷ Vgl. Berg, 1999, S. 21.

³¹⁸ Vgl. Government of Thailand, 1997, S. 3.

³¹⁹ Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 2 f.

³²⁰ Vgl. Government of Korea, 1997a, S. 3.

³²¹ Daraus folgt nicht, daß diese Vorgaben unwichtig gewesen wären. Damit wurde ein wesentlicher Beitrag zur Verbesserung der Transparenz geleistet.

nen Jahre zwar gedämpft, aber doch fortzusetzen. Dementsprechend optimistisch zeigten sich auch die Zielwerte für 1998, die der IWF in den Memoranden zu den ersten Letters of Intent für die makroökonomische Kennzahlen der Programmstaaten erwartete.

In den Hilfsprogrammen festgeschriebene Zielwerte¹ für ausgewählte makroökonomische Kennzahlen²			
	Thailand	Indonesien	Korea
Reales BIP-Wachstum	3,5%	Keine Angaben	etwa 3%
Inflationsrate	8%	< 10%	< 5%
Leistungsbilanzdefizit in % des BIP	3%	< 3%	< 1%
Währungsreserven in Monaten der Importe	4,4	4	2
Budgetsaldo ³ in % des BIP	1%	1%	> 0%

¹ Vgl. Government of Thailand, 1997, Table 1; vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 3 und S. 6; vgl. Government of Korea, 1997a, S. 4. ² Die Zahlen beziehen sich jeweils auf das Jahr 1998. ³ Ein Haushaltsjahr beginnt in Thailand am 1. Oktober, in Indonesien am 1. April und in Korea am 1. Januar.

Abb. 28: Zielwerte für ausgewählte makroökonomische Kennzahlen.

Abbildung 28 verdeutlicht, daß der IWF für jedes der drei Programmländer ein positives Wirtschaftswachstum und in Anbetracht der Wechselkursentwicklung geringe Inflationsrate erwartete. Auch für die Budgetsalden ging er jeweils von einem kleinen Überschuß aus. Die Maßnahmen mit denen der Währungsfonds die Ziele erreichen wollte, sollen im folgenden genannt, erläutert und diskutiert werden.

4.2.1 Die makroökonomischen Auflagen in den IWF-Hilfsprogrammen

4.2.1.1 Geld- und Wechselkurspolitik

In allen drei Ländern stellten Vorgaben zur Durchführung einer restriktiven Geldpolitik einen wichtigen Bestandteil des gesamten Maßnahmenkatalogs dar. Der IWF beabsichtigte damit, Wechselkursstabilität im Sinne von Verhinderung weiterer drastischer Abwertungen zu erreichen, um deren negative Auswirkungen sowohl auf inländische Inflationsraten als auch auf die in ausländischer Währung denominierten Verbindlichkeiten der privaten Wirtschaftssubjekte in möglichst engen Grenzen zu halten. Der IWF erwartete nach anfänglich weiterer Verschlechterung eine Erholung der Wechselkurse. Wechselkursziele wurden in den Memoranden zu den Letters of Intent jedoch nicht vereinbart.

Dabei handelt es sich um die gewöhnliche Vorgehensweise des IWF. Diese wird dadurch gerechtfertigt, daß geldpolitisch verantwortliche Stellen, sofern ein flexibler Wechselkurs von zunehmender Abwertung bewahrt werden soll, im Fall eines Nachfragerückgangs nach heimischer Währung in- und ausländische Investoren davon überzeugen müssen, ihr Kapital aus Renditegesichtspunkten in dem betreffenden Land zu belassen. Der IWF sieht dazu in einer restriktiven

Geldpolitik das geeignete Mittel.³²² Demnach seien Signale auszusenden, die eindeutig darauf hinwiesen, daß eine Regierung ihre Geldpolitik unter Kontrolle habe und Willens sei, den bevorstehenden oder schon eingetretenen Kreislauf zwischen fortschreitender Abwertung und zunehmender Inflation nicht erst in Gang kommen zu lassen beziehungsweise zu durchbrechen. In Verbindung damit hülfe steigende Inlandszinsen, sowohl die Attraktivität inländischer zinsbringender Vermögenstitel zu erhöhen als auch Spekulationsgeschäfte gegen die heimische Währung zu verteuern, was zusätzlich dazu beitrüge, Kapitalabflüsse zu stoppen und umzukehren. Außerdem wirkten Zinserhöhungen dämpfend auf die inländische Nachfrage. Dadurch könne die Wirtschaftstätigkeit sinken, die sich dann unter anderem in einer Reduzierung der Importgüternachfrage niederschläge. Durch die sich daraufhin verbessernde Leistungsbilanz stellte sich bei ausländischen Gläubigern eine größere Zuversicht bezüglich der Fähigkeit inländischer Schuldner ein, in Auslandswährung denominierte externe Verbindlichkeiten auch in Zukunft bedienen zu können. Gelänge es nicht, diesen Eindruck bei Gläubigern zu erwecken, zögen sie weiterhin Kapital aus dem Land ab. Folglich käme es zu weiteren Abwertungen, die bei entsprechender Anfälligkeit der Finanz- und Unternehmenssektoren den Bestand an notleidenden Krediten erhöhten. Diese wirkten über eine gesteigerte Insolvenzgefahr wiederum rezessiv auf die Inlandskonjunktur. Das heißt, die Stützung der Wechselkurse müsse ein wichtiges Ziel sein, auch wenn sie mit steigenden Zinsen verbunden sei. Ein höheres Zinsniveau könne zudem den Vorteil besitzen, daß Schuldner verstärkt die Umschuldung von Auslandsverbindlichkeiten verhandeln, anstatt deren Rückzahlung mit neuen Darlehen am heimischen Kreditmarkt zu finanzieren. Auch auf diese Weise verbesserte sich die Kapitalbilanz, da die ausländischen Gelder bei erfolgreicher Umstrukturierung im Inland verblieben und nicht abgezogen würden.³²³

Kritiker erwidern dem jedoch, daß Rezessionen als Nebeneffekte einer restriktiven Geldpolitik nicht unterschätzt werden dürfen. Insbesondere dann, wenn ein massiver Verkauf einer Währung eingesetzt habe, könne die Umkehr einer Abwertung derart hohe Zinssätze zur Kompensation extrem hoher Abwertungserwartungen der Investoren erfordern, daß sie sowohl kaum durchzuhalten als auch schädlich für die Wirtschaftstätigkeit eines Landes seien.³²⁴ Die negativen Folgen für das Inlandsprodukt können über mehrere Transmissionsmechanismen eintreten. Erstens schwächen sie in heimischer Währung verschuldete Wirtschaftssubjekte, was unter anderem zur Folge haben kann, daß Investitionsausgaben gesenkt werden müssen. Dadurch nehmen die gesamtwirtschaftliche Produktion und die Beschäftigung ab. Zweitens veranlassen Zinssatzerhöhungen Investoren zu einer Umschichtung ihrer Portfolios, da auf der einen Seite die Attraktivität der in Inlandswährung denominierten zinsbringenden Vermögenstitel wächst, auf der anderen Seite aber das Kreditausfallrisiko zunimmt, weil die Tilgungslast der Schuldner steigt. Folglich kann die Anzahl zahlungsunfähiger Wirtschaftssubjekte ansteigen, was den Bestand an

³²² Der IWF verweist auf viele frühere Währungskrisen, in denen eine restriktive Geldpolitik letztlich immer erfolgreich die Währungen der jeweiligen Länder stabilisiert und das Vertrauen in- und ausländischer Investoren zurückgewonnen habe. Vgl. International Monetary Fund, 1997a, S. 42 f.

³²³ Vgl. International Monetary Fund, 1997a, S. 41 ff.

³²⁴ Vgl. Furman/Stiglitz, 1998, S. 75 f.

notleidenden Krediten im Finanzsektor erhöht. Darlehensgeber passen daraufhin ihre Kreditpolitik an, indem sie höhere Risikoprämien verlangen und die Vergabe neuer Darlehen einschränken. Die Folge könnte im Extremfall eine Kreditklemme (Credit Crunch) sein. Ein dritter Mechanismus gründet auf den zumeist unvollständigen Informationen bei Investoren über die Vermögensstruktur der Unternehmen, in die sie investieren. Denn diese Vermögensstruktur verändert sich durch starke Zinserhöhungen, was den Informationsstand der Investoren verschlechtert und das Verfahren zur Herstellung einer erneut optimalen Kapitalallokation erschwert. Auch hier könnte in der Konsequenz eine Kreditklemme entstehen.³²⁵

Neben diesen Argumenten ließe sich anführen, daß kein eindeutiger, kausaler Zusammenhang zwischen Zinssatzerhöhungen und der Stabilisierung des Wechselkurses bestehen muß. Denn der Erfolg der restriktiven Geldpolitik könnte in Situationen, in denen die Wirtschaftstätigkeit eines Landes ohnehin bereits abnimmt, das Finanzsystem instabil und eine große Anzahl an Wirtschaftssubjekten in Auslandswährung verschuldet ist, entscheidend von den Erwartungen der Kreditgeber und Investoren abhängen. Sollten sie zu der Einschätzung gelangen, daß Zinserhöhungen über die oben genannten Mechanismen zusätzlich kontraktiv auf die Wirtschaftstätigkeit des betreffenden Landes wirken und deshalb höhere Arbeitslosigkeit und möglicherweise soziale sowie politische Unruhen hervorrufen, wären weitere Kapitalabflüsse aus dem betreffenden Land denkbar.³²⁶ Unter diesen Umständen würde auch das beabsichtigte Hauptziel, die Wechselkursstabilisierung, nicht erreicht.

Sowohl die Befürworter als auch die Gegner einer restriktiven Geldpolitik liefern plausible Begründungen für ihre Positionen. Um konkret für den Fall der Asienkrise entscheiden zu können, welche Position stichhaltiger erscheint, sollen zunächst die geldpolitischen Auflagen des IWF für Thailand, Indonesien und Korea dargestellt und erläutert werden, um schließlich unter Berücksichtigung der weiteren wirtschaftlichen und politischen Entwicklung eine kritische Würdigung vornehmen zu können.

In den ersten Memoranden vereinbarten der IWF und die Regierungen Thailands und Koreas restriktive Obergrenzen für das Nettoinlandsvermögen³²⁷ der Zentralbanken sowie Mindestbestände für Währungsreserven als Leistungskriterien für die Auszahlung weiterer Teilbeträge der zugesagten Kreditlinien. Interventionen am Devisenmarkt, die bei den niedrigen Reservebeständen der Zentralbanken ohnehin nur in sehr begrenztem Umfang möglich gewesen wären, wurden in den Memoranden lediglich zur Glättung von Wechselkursschwankungen vorgesehen. Im Gegensatz dazu hatte das IWF-Hilfsprogramm für Indonesien anfänglich Eingriffe in den Devisenmarkt explizit zugelassen, um andere geldpolitische Maßnahmen zu unterstützen.³²⁸ Unter

³²⁵ Vgl. Furman/Stiglitz, 1998, S. 83 ff.

³²⁶ Vgl. Kindleberger, 2000, S. 8; vgl. Cline, 1998, S. 11.

³²⁷ Nettoinlandsvermögen der Zentralbank ist gleich Geldbasis minus Nettoauslandsforderungen der Zentralbank in heimischer Währung. Zu den Nettoauslandsforderungen zählen insbesondere die Währungsreserven.

³²⁸ Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 5.

anderem an dieser Stelle offenbarte sich die Einschätzung des IWF, die Krise in Indonesien sei weniger auf makroökonomische Fehlentwicklungen als vielmehr auf Ansteckung durch die Probleme in Thailand in Verbindung mit eigenen strukturellen Schwächen im Finanzsektor zurückzuführen. Doch auch in Indonesien sollten die beiden Hauptinstrumente zur Wechselkursstabilisierung Geldmengen- und Zinspolitik sein. Für Thailand wurden die angestrebten Zentralbankzinssätze in Form von Ober- und Untergrenzen festgelegt, damit den geldpolitischen Entscheidungsträgern ein Spielraum blieb, in Absprache mit dem IWF flexibel auf die wirtschaftliche Entwicklung reagieren zu können.³²⁹ Solche Korridore waren in den Programmen für Indonesien und Korea nicht mehr vorgesehen, weil sich diese Vorgehensweise, wie Abbildung 29 auf Seite 110 verdeutlicht, als nicht erfolgreich herausstellte. Im Memorandum für Indonesien wurden keine expliziten Zinssätze genannt.³³⁰ Auch diese Strategie zeigte keinen Erfolg. Für Korea wurden höhere Zinssätze schließlich als Leistungskriterien festgelegt.³³¹ Diese Vorgehensweise könnte ein Hinweis darauf sein, daß der IWF nicht genau wußte, wie er die Zinspolitik festlegen sollte. Allerdings deuten die Ergebnisse des folgenden Kapitels 4.3 auch auf ein anfänglich unkooperatives Verhalten seitens der Regierungen Thailands und Indonesiens.

Als Zielgröße für die Währungsreserven Thailands strebte der IWF einen Bestand von 23 Mrd. US-Dollar für 1997 und 24,5 Mrd. US-Dollar für 1998 an. Dafür ermittelte er einen Finanzierungsbedarf von etwa 14 Mrd. US-Dollar, der aus den Geldern des Hilfspakets gedeckt werden sollte.³³² Unter Berücksichtigung der wirtschaftlichen Abkühlung prognostizierten die Regierung Indonesiens und der IWF für 1997/98 eine Abnahme des Leistungsbilanzdefizits bis auf unter 3% und für 1998/99 bis auf etwa 2% des BIP. Zur Finanzierung dieser Defizite erwartete man ausreichend hohe Zuflüsse an langfristig orientiertem Kapital in Form ausländischer Direktinvestitionen unterstützt durch Projektfinanzierungen der Weltbank und der Asian Development Bank. Wie sich die Ströme kurzfristigen Kapitals verhalten würden, war noch nicht abzusehen. Insbesondere mußte sich erst noch erweisen, wie viele der kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten bei Fälligkeit erneuert würden. Man war sich der Tatsache bewußt, daß die Höhe der Kapitalabflüsse von dem Vertrauen der in- und ausländischen Investoren sowohl in das Krisenmanagement der Regierung als auch in die Fähigkeit der Zentralbank, bei Nichterneuerung fälliger Auslandsverbindlichkeiten ausreichend Währungsreserven bereitstellen zu können, abhing. Als Signal dafür waren die zugesagten Hilfgelder vorgesehen. Der Bestand an Währungsreserven sollte auf diese Weise stets die Importe von vier Monaten abdecken und als Leistungskriterium für Ende Dezember 1997 mindestens 17,4 Mrd. US-Dollar betragen.³³³ In Korea besaß der Bestand an Währungsreserven explizit die Funktion, als Indikator für die Güte

³²⁹ Die Tagesgeldsätze sollten sich zwischen 11% und 17% bewegen. Vgl. Government of Thailand, 1997, S. 11.

³³⁰ Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 3.

³³¹ Vgl. Government of Korea, 1997a, S. 11 f.

³³² Vgl. Government of Thailand, 1997, S. 7.

³³³ Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 6 und Anhang c.

der Umsetzung des Hilfsprogramms zu dienen. Als Leistungskriterium wurde hier für Ende Dezember 1997 ein Niveau von mindestens 11,2 Mrd. US-Dollar verlangt.³³⁴

4.2.1.2 Fiskalpolitik

IWF-Hilfsprogramme beinhalten für gewöhnlich auch Auflagen in bezug auf die Fiskalpolitik, um geldpolitische Maßnahmen zur Verbesserung der Leistungsbilanz zu unterstützen, was auf mehreren theoretischen Überlegungen basiert. Zum einen bildet der Leistungsbilanzsaldo gemäß der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung die Differenz zwischen privaten Ersparnissen und Investitionen abzüglich des öffentlichen Budgetdefizits. Daraus folgt, daß sich beispielsweise ein Leistungsbilanzdefizit bei unveränderter Spar- und Investitionsneigung der privaten Wirtschaftssubjekte mit einer Ausweitung des öffentlichen Haushaltsdefizits vergrößert. Im umgekehrten Fall trüge die Verringerung eines möglichen Fehlbetrags in der Staatskasse zur Senkung des Leistungsbilanzdefizits bei. Diesen Beweggrund, fiskalpolitische Maßnahmen in die Hilfsprogramme aufzunehmen, hatte der IWF nur bei Thailand, weil dort für das Fiskaljahr 1996/97 ein Budgetfehlbetrag prognostiziert wurde. In Indonesien spielte diese Überlegung nur eine untergeordnete und in Korea keine Rolle, weil deren Haushaltssalden, wie auch in Kapitel 3.2.4 beschrieben, seit dem Fiskaljahr 1993/94 positiv waren.³³⁵

Ein zweites Argument für restriktive Fiskalpolitik zur Reduzierung von Leistungsbilanzdefiziten gründet darauf, daß bei großer Nachfrage des Staates nach heimischen Gütern ein Crowding Out in bezug auf diese Erzeugnisse stattfinden kann, wodurch private Wirtschaftssubjekte gezwungen wären, ihren Bedarf anderweitig, das heißt durch Importgüter, decken zu müssen. Zur Senkung eines Leistungsbilanzdefizits, könnte der Staat seine Nachfrage nach inländischen Produkten reduzieren, so daß diese dann den privaten in- oder ausländischen Wirtschaftssubjekten zur Verfügung stünden.³³⁶ Diesem Argument läßt sich allerdings für den Fall einer Währungs- und Finanzkrise mit erheblicher Abwertung entgegen, daß dann die Erhöhung der Importgüterpreise auch ohne Nachfragereduzierung des Staates für eine Verbesserung der Leistungsbilanz sorgt, weil dadurch die Nachfrage nach Importgütern automatisch sinkt.³³⁷ Das vorgenannte Argument hat möglicherweise dann seine Berechtigung, wenn die Nachfragereduzierung des öffentlichen Sektors seine kreditfinanzierte Nachfrage betrifft. Denn im Verlauf von Währungs- und Finanzkrisen, in denen in- und ausländische Investoren ihr Kapital ins Ausland transferieren, könnte eine Kreditknappheit eintreten, die es einheimischen Unternehmen zunehmend erschwert, Fremdkapital zu beschaffen. Träte der Staat in einer solchen Situation als zusätzlicher Kreditnachfrager im Inland auf, könnten sich die Darlehenszinsen nicht nur wegen der restriktiven Zinspolitik, sondern auch

³³⁴ Vgl. Government of Korea, 1997a, S. 9.

³³⁵ Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 4; vgl. Government of Korea, 1997a, S. 4.

³³⁶ Vgl. Cline, 1998, S. 6.

³³⁷ Die Reduzierung der Nachfrage des öffentlichen Sektors in Thailand zur Minderung des Leistungsbilanzdefizits wäre möglicherweise zwischen 1995 und 1997 erfolversprechend gewesen.

wegen eines Nachfrageüberschusses erhöhen.³³⁸ Der Staat müßte dann aus diesen Überlegungen heraus besonders gut abwägen, für welche Maßnahmen er neue Kredite in Anspruch nimmt, um eine mögliche Kreditknappheit zu vermeiden oder nicht unnötig zu verschlimmern. Unter anderem hier setzten die Überlegungen des IWF an.

Auch die Ökonomen des IWF waren sich bewußt, daß sowohl Thailand als auch Indonesien und Korea vor Ausbruch der Krise Haushaltsüberschüsse vorweisen konnten. Restriktive fiskalpolitische Maßnahmen zur Haushaltssanierung schienen daher nicht nötig. Zudem wurde nur das thailändische Leistungsbilanzdefizit als übermäßig eingestuft. Dem IWF ging es in Ostasien vielmehr um zwei andere Punkte. Erstens mußten die Kapitalabflüsse gestoppt, das heißt, das geschundene Vertrauen in- und ausländischer Investoren wieder hergestellt werden. Deshalb war zu signalisieren, daß sich die Regierungen ernsthaft bemühten, ihre vielfältigen wirtschaftlichen Probleme auch finanziell schnellstmöglich in den Griff zu bekommen. Dieses Anliegen kam auch in den Memoranden zu den Letters of Intent explizit zum Ausdruck.³³⁹ Darüber hinaus sollte signalisiert werden, daß keiner der Staaten angesichts der Krise beabsichtigte, seinen bisherigen fiskalpolitischen Kurs zugunsten einer expansiven und inflationsfördernden Politik aufzugeben.

Ob diese Signale bei Investoren die gewünschten Verhaltensweisen hervorrufen werden, bleibt zu Beginn einer Krise jedoch offen, denn Kapitalanleger können auch zu Einschätzungen gelangen, die man mit restriktiver Fiskalpolitik zu verhindern suchte. Sollten Investoren in der Mehrheit den Eindruck gewinnen, daß restriktive Maßnahmen eine ohnehin angespannte wirtschaftliche Situation durch weiteren Nachfragerückgang zusätzlich verschlimmern, das heißt, eine Rezession auslösen beziehungsweise eine bestehende vertiefen, ergäbe sich ein Beweggrund, auch weiterhin Kapital aus dem betreffenden Land abzuziehen.³⁴⁰ In diesem Zusammenhang könnte den der Fiskalpolitik zugrunde gelegten Annahmen über die zukünftige Konjunktur- und Preisentwicklung für die Erwartungsbildung eine entscheidende Rolle zukommen. Allerdings wurden die Letters of Intent sowie die damit verbundenen Memoranden erst 1998 auf der Website des IWF veröffentlicht, so daß Investoren auf Sekundärquellen angewiesen waren. Möglicherweise könnte sich dadurch der Meinungsbildungsprozeß erschwert haben. Der zweite Beweggrund für die vom IWF verordnete fiskalpolitische Anpassung lag in den prognostizierten Kosten für die Restrukturierung und Rekapitalisierung der Finanzsektoren in den einzelnen Ländern. Diese Kosten hätten zwar zeitlich gestreckt werden können, doch sollte auch von diesem Standpunkt aus ein Signal der Entschlossenheit ausgehen, die Probleme so schnell wie möglich lösen zu wollen.³⁴¹

Ohne bereits auf die weitere Wirtschaftliche Entwicklung in den drei Programmstaaten einzugehen, stellt sich die Frage, ob nicht anstatt einer prozyklischen eine antizyklische, das heißt, im Fall

³³⁸ Vgl. Berg, 1999, S. 38.

³³⁹ Vgl. beispielsweise Government of Thailand, 1997, S. 3.

³⁴⁰ Vgl. Cline, 1998, S. 8.

³⁴¹ Vgl. beispielsweise Government of Indonesia, 1997, S. 4.

einer konjunkturellen Abschwächung expansive Fiskalpolitik, die bessere Alternative gewesen wäre, wie beispielsweise keynesianisch oder neoklassisch orientierte Ökonomen vorschlugen. Aus keynesianischer Sicht tragen überdurchschnittliche Haushaltsüberschüsse in konjunkturellen Wachstumsphasen sowie unterdurchschnittliche bei wirtschaftlicher Abkühlung dazu bei, die aggregierte Nachfrage und damit das Inlandseinkommen zu stabilisieren. Das neoklassische Argument besagt, daß der Staat Verzerrungen, die durch hohe Grenzsteuersätze entstehen, im Zeitablauf glätten sollte, indem er die Sätze bei guter wirtschaftlicher Lage nicht nach oben beziehungsweise im umgekehrten Fall nicht nach unten korrigiert. Folglich sollte er sich in Zeiten geringer Steuereinnahmen verschulden und ein Haushaltsdefizit in Kauf nehmen beziehungsweise in Zeiten hoher Einnahmen Budgetüberschüsse zur Schuldentilgung nutzen.³⁴² Die Erfahrungen mit Entwicklungsländern hat allerdings bisher gezeigt, daß antizyklische Fiskalpolitik gerade in konjunkturell schwierigen Zeiten aus mindestens zwei Gründen kaum durchsetzbar ist. Erstens sind internationale Investoren wegen des Vertrauensschwunds kaum gewillt, dafür finanzielle Mittel bereitzustellen.³⁴³ Übernahmen zweitens internationale Organisationen diese Aufgabe, entstünde eine Diskussion über Moral Hazard.

Daher und zur Erreichung der oben genannten Ziele verordnete der IWF eine restriktive Fiskalpolitik. In Thailand sollten laut ursprünglichem Memorandum Maßnahmen ergriffen werden, die das prognostizierte Haushaltsdefizit für das Fiskaljahr 1997/98³⁴⁴ in Höhe von 1,6% des BIP in einen Überschuß von 1% umkehren, womit, so die Schätzungen, auch die für diesen Zeitraum kalkulierten Kosten der Finanzsektorstrukturierung gedeckt gewesen wären.³⁴⁵ Auf der Ausgabenseite verlangte der IWF, Regierungsprojekte besonders in den Bereichen Bau, Sicherheit und Verteidigung zu kürzen, zu verschieben oder ganz zu streichen. Um die negativen Auswirkungen des Programms auf die Konjunktur und das soziale Wohl der Bevölkerung zu minimieren, sollten Investitionsprojekte bezüglich Gesundheit, Bildung und wichtige Infrastrukturprojekte beibehalten werden. Auf der Einnahmenseite waren Steuererhöhungen geplant, wobei hier insbesondere die Anhebung der Mehrwertsteuer von 7% auf 10% ab dem 16. August 1997 zu nennen ist, von der man sich Mehreinnahmen in Höhe von 1,25% des BIP versprach. Zusätzliche Gelder sollten aus Preiserhöhungen für staatlich produzierte Güter, zu denen auch aus Rohöl gewonnene Produkte zählten, generiert werden. Als Leistungskriterien wurden Mindestüberschüsse festgelegt. Auf diese Weise sollten die Einnahmen die Ausgaben im vierten Quartal 1997 um mindestens 18,8 Mrd. Baht (etwa 570 Mio. US-Dollar) übersteigen. Für den Fall der Zielverfehlung sah ein Notfallprogramm vor, weitere Ausgabenkürzungen, Steuererhöhungen sowie eine Verbreiterung der Steuerbasis vorzunehmen.³⁴⁶

³⁴² Vgl. Barro, 1979, S. 940 ff.

³⁴³ Vgl. Krugman, 1998a, S. 5 f.

³⁴⁴ Das Fiskaljahr in Thailand beginnt am 1. Oktober.

³⁴⁵ Vgl. Government of Thailand, 1997, S. 5.

³⁴⁶ Vgl. Government of Thailand, 1997, S. 5 f. und S. 9.

Auch in Indonesien sollte trotz der sich bereits abzeichnenden wirtschaftlichen Probleme im Fiskaljahr 1997/98³⁴⁷ ein negativer Budgetsaldo vermieden werden. Allerdings sah man bereits bei den Verhandlungen über das Hilfsprogramm Probleme auf dem Weg dahin. Die auf die abkühlende Konjunktur und Trockenheit zurückzuführenden Einnahmeausfälle für das zweite Halbjahr 1997 wurden bereits auf etwa 1% des BIP geschätzt. Um dennoch das Ziel erreichen zu können, sah das Memorandum auf der Ausgabeseite vor, mehrere Infrastrukturprojekte im Bereich Straßenbau, Bewässerung sowie Energieversorgung auf spätere Zeitpunkte zu verschieben und Einsparungen bei regelmäßig anfallenden Ausgaben wie beispielsweise Büromaterial in Behörden, vorzunehmen. Auf der Einnahmenseite waren die staatlich gelenkten Preise für Tabak und Alkohol um 10% beziehungsweise 80% zu erhöhen und sämtliche Befreiungen von der Mehrwertsteuer, sofern sie keinen gesetzlichen Schutz genossen, aufzuheben.³⁴⁸ Zusammen mit den Ausgabekürzungen war die Einsparung eines Betrags geplant, der 1% des BIP entsprach, so daß unter Berücksichtigung des kriseninduzierten Konjunkturabschwungs sowie der auf 0,5% des BIP prognostizierten Zinsaufwendungen für die Umstrukturierung des Finanzsektors ein Haushaltsüberschuß von 3.500 Billionen Rupiah (etwa 1,07 Mrd. US-Dollar) für das Fiskaljahr 1997/98 erzielt werden sollte. Dieser Wert galt gleichzeitig als Leistungskriterium. Für das darauf folgende Fiskaljahr wurde laut Memorandum ein Überschuß von 1% des BIP angestrebt, wobei man sich dabei bescheinigte, konservativ geschätzt zu haben. Allerdings stand bereits bei den Verhandlungen über das Hilfspaket fest, daß zur Erreichung des Haushaltsziels weitere staatlich gelenkte Preise wie die für Ölerzeugnisse und Strom hätten erhöht, Subventionen dafür abgeschafft oder Umsatzsteuern darauf eingeführt werden müssen. Um das Steuersystem und den Staatshaushalt transparenter zu gestalten, sollte die Frist zur Umsetzung des bereits im Mai 1997 beschlossenen Plans, alle Schattenhaushalte innerhalb von höchstens fünf Jahren in den offiziellen Staatshaushalt aufzunehmen, auf drei Jahre verkürzt sowie die Struktur der Steuerbehörden rationalisiert werden.³⁴⁹

Das erste Memorandum zur Bereitschaftskreditvereinbarung für Korea wurde aufgrund der sich dramatisch verschlechternden Lage in nur wenigen Tagen ausgehandelt, so daß die Ausführungen zur Fiskalpolitik wenige Details enthielten und Zielwerte für den Budgetsaldo nicht als Leistungskriterien verankert waren.³⁵⁰ Allerdings sollte auch dort eine restriktive Fiskalpolitik dazu beitragen, finanzielle Mittel für die Kosten der anstehenden Restrukturierung des Finanzsektors bereitzustellen. Geplant war ein kleiner Überschuß, zumindest aber ein ausgeglichener Haushalt. Dazu sollten auf der Einnahmenseite die Einkommen-, Unternehmensteuer und Mehrwertsteuer erhöht sowie die Steuerbasis verbreitert werden. Als Sofortmaßnahme wurde die Beförderungsteuer angehoben. Auf der Ausgabenseite waren Budgetkürzung in allen Ministerien vorgesehen,

³⁴⁷ Das indonesische Haushaltsjahr beginnt am 1. April.

³⁴⁸ Die Aufhebung der Mehrwertsteuerbefreiung war erst für das Fiskaljahr 1998/99, also ab 1. April 1998 vorgesehen.

³⁴⁹ Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 4 ff.

³⁵⁰ Vgl. Government of Korea, 1997a, S. 11.

deren Aufgabenbereiche sich nicht auf soziale Belange oder die Förderung kleiner und mittelgroßer Unternehmen erstreckten.³⁵¹

4.2.2 Die Strukturpolitik in den IWF-Hilfsprogrammen

Die in den Kapiteln 3.1.1 und 3.4 gewonnenen Erkenntnisse sprechen dafür, daß sich die anfängliche Währungskrise überwiegend durch mangelhafte regulatorische Rahmenbedingungen für die Finanz- und Unternehmenssektoren und den sich daraus ergebenden Fehlentwicklungen in den 1980er und 1990er Jahren zu einer Finanzkrise ausweiten konnte. Auch der IWF sah darin einen wesentlichen kausalen Zusammenhang.³⁵² Deshalb bildeten strukturpolitische Vorgaben einen Hauptbestandteil seiner Hilfsprogramme in allen drei Ländern.³⁵³

Im folgenden sollen wichtige Aspekte der strukturpolitischen Vorgaben innerhalb der ursprünglichen IWF-Hilfsprogramme herausgearbeitet werden.

4.2.2.1 Umstrukturierung der Finanz- und Unternehmenssektoren

Die vom IWF geforderten Maßnahmen zur Umstrukturierung der Finanzsektoren lassen sich in drei aufeinander aufbauende Teilbereiche gliedern. Im ersten Bereich ging es dem Währungsfonds zunächst darum, nicht mehr lebensfähige Finanzinstitute vom Rest des Sektors zu isolieren, das heißt, zu suspendieren³⁵⁴ oder sofort vollständig zu schließen. So war laut dem Memorandum für Thailand die Suspendierung der 16 bereits im Juni und der 42 Anfang August 1997 geschlossenen Spezialinstitute für Verbraucherfinanzierung solange aufrechtzuerhalten, bis eine Rekapitalisierung, eine Fusion mit oder Übernahme durch andere, auch ausländische, Finanzinstitute stattgefunden hatte. Konnte innerhalb von 60 Tagen kein Sanierungsplan vorgelegt werden, war die Liquidierung des betreffenden Instituts vorzunehmen. Einlagen und erstrangige Forderungen von Kreditgebern wurden staatlicherseits garantiert, das heißt, umstrukturiert oder zurückgezahlt. Dabei sollten Kreditgeber Zinsabschläge hinnehmen müssen. Dieser Ausfallschutz galt ausdrücklich nicht für Gläubiger von Unternehmen des Nichtbankensektors oder privaten Haushalten. Als Leistungskriterien sah das Memorandum unter anderem die Optimie-

³⁵¹ Vgl. Government of Korea, 1997a, S. 5.

³⁵² Vgl. Camdessus, 1998, S. 1.

³⁵³ Dazu zählen teilweise auch Maßnahmen, die wegen ihres Zusammenhangs bereits in Kapitel 4.2.1 genannt wurden.

³⁵⁴ Unter Suspendierung ist im Rahmen der IWF-Hilfsprogramme eine zeitweilige Schließung zu verstehen, die eine Analyse der Situation des betreffenden Finanzinstituts erlauben beziehungsweise den Eigentümern Zeit geben soll, Sanierungspläne zu erarbeiten. Vgl. Lindgren/Baliño/Enoch/Gulde/Quintyn/Teo, 1999, S. 17.

rung der Rückstellungsbildung für notleidende Kredite sowie die Übernahme unterkapitalisierter Banken durch den Financial Institutions Development Fund³⁵⁵ bis Ende Dezember 1997 vor.³⁵⁶ Bereits vor Bekanntgabe der Bereitschaftskreditvereinbarung des IWF mit Indonesien wurde als Prior Action am 1. November 1997, die im Memorandum geforderte Schließung von 16 kleineren Privatbanken vorgenommen. Ihre Anteilseigner bekamen den finanziellen Schaden gemäß den damaligen gesetzlichen Bestimmungen nicht ersetzt. Einleger wurden bis maximal 20 Mio. Rupiah (etwa 5.000 US-Dollar) pro Kunde innerhalb von zwei Wochen entschädigt. Da zu dem damaligen Zeitpunkt noch keine gesetzlichen Regelungen für die Einlagensicherung im Bankensystem existierte, stellte die Regierung diese in Aussicht, machte aber deutlich, daß die Finanzierung ohne staatliche Beteiligung erfolgen müsse. Für Verbindlichkeiten von Unternehmen des Nichtbankensektors gab der Staat keinerlei Ausfallgarantien. In finanzielle Schwierigkeiten geratene Finanzinstitute waren zu schließen oder, falls sie noch für lebensfähig erachtet wurden, umzustrukturieren beziehungsweise zu rekapitalisieren. Als Leistungskriterium wurde festgelegt, daß die Analyse über die Lebensfähigkeit der Finanzinstitute bis Ende Dezember 1997, das heißt innerhalb von zwei Monaten, beendet und die nicht mehr lebensfähigen bereits geschlossen sein sollten.³⁵⁷

Auch die Regierung Koreas suspendierte bereits vor Bekanntgabe der Vereinbarung mit dem IWF 14 von insgesamt 30 Merchant Banks und stellte sie unter die Aufsicht des Finanzministeriums. Sie verkündete eine allumfassende Ausfallgarantie für Ansprüche von Gläubigern und Einlegern, die bis Ende 2000 gelten sollte. Für diese und alle weiteren Merchant Banks galt die Verpflichtung, bis zum 31. Dezember 1997, das heißt innerhalb von weniger als vier Wochen, Sanierungspläne vorzulegen, über deren Durchführbarkeit das Finanzministerium in Zusammenarbeit mit dem IWF zu entscheiden hatte. Bei Ablehnung war eine weitere Frist bis zum 7. Februar vorgesehen, um Verbesserungen vornehmen zu können. Bei abermaliger Ablehnung mußten die Banken endgültig liquidiert werden.³⁵⁸ Allerdings legte der IWF diesbezüglich keine Leistungskriterien fest.

Der zweite Bereich umfaßte Maßnahmen, die der Rekapitalisierung nicht suspendierter Finanzinstitute galten, um Einlegern und Gläubigern zu signalisieren, daß die verbleibenden Banken überlebensfähig, das heißt nicht insolvent waren. Dazu wurden in Thailand auch für diese Institute Forderungen von Einlegern und Kreditgebern vor Ausfällen staatlich geschützt sowie die Schaffung eines Komitees zur Überwachung des Restrukturierungsprozesses und einer Institution zur Verwaltung notleidender Kredite in Aussicht gestellt. Um Moral Hazard bei den betroffenen Finanzinstituten so gering wie möglich zu halten, sollte die Regierung spezielle Regeln, beispielsweise Obergrenzen für Einlagezinsen und die Aufnahme von Auslandskrediten, etablieren.

³⁵⁵ Der Financial Institutions Development Fund wurde 1985 als Unterorganisation der Bank of Thailand gegründet, um illiquiden Finanzinstituten zu helfen.

³⁵⁶ Vgl. Government of Thailand, 1997, Box 1 (ohne Seitennummerierung).

³⁵⁷ Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 7 ff.

³⁵⁸ Vgl. Government of Korea, 1997a, S. 5 f.

Außerdem war der Ausbau und die Verbesserung beziehungsweise Angleichung institutioneller Rahmenbedingungen an internationale Mindeststandards vorgesehen, allerdings ohne einen konkreten Zeitplan zu nennen. In diesem Bereich waren keine Leistungskriterien vorgegeben.³⁵⁹

In Indonesien waren die nicht suspendierten Finanzinstitute unter Aufsicht oder besondere Beobachtung der Bank Indonesia zu stellen. Zusätzlich verlangte der IWF von den Geschäftsführungen der Banken innerhalb einer Frist von 60 Tagen Konzepte, die Aufschluß über die Herkunft dringend benötigter neuer Finanzmittel, über zukünftige Führungsstrukturen und Geschäftsfelder sowie über den Zeitraum der vorgesehenen Umstrukturierung zu geben hatten. Der Zentralbank oblag dann die Entscheidung, ob die Pläne Erfolg versprachen oder nicht. In letzterem Fall wären die Institute zu schließen gewesen. Darüber hinaus hatten zehn weitere Banken separat mit der Bank Indonesia vereinbart, Sanierungsprogramme zu erarbeiten und durchzusetzen, wobei für Ende April 1998 eine Bestandsaufnahme des Fortschritts angekündigt wurde. Sollte eine dieser Banken bis Ende 1998 ihre Zahlungsfähigkeit nicht zurück erlangt oder ihr Sanierungskonzept nicht implementiert haben, war sie zu schließen.³⁶⁰ Auch sah das Hilfsprogramm keine Leistungskriterien vor.

In Korea sollten insbesondere Fusionen und Übernahmen zwischen in- und ausländischen Finanzinstituten unterstützt werden. Dazu wurde mit Inkrafttreten des IWF-Hilfsprogramms die Obergrenze von 4% für die Beteiligung ausländischer Finanzinstitute an heimischen börsennotierten Banken aufgehoben. Eine Beteiligung blieb aber weiterhin zustimmungspflichtig. Zwei in Zahlungsschwierigkeiten geratene Geschäftsbanken, Korea First Bank und Seoul Bank, hatten innerhalb von zwei Monaten Maßnahmenkataloge abzuliefern, die den Instituten ermöglichten, in spätestens vier Monaten nach Zustimmung durch das Finanzministerium die Baseler Eigenkapitalvereinbarung zu erfüllen.³⁶¹ Bis dahin sollten die zwei Institute unter staatliche Kontrolle gestellt sowie ihre Geschäftsführung ausgetauscht werden. In dem Fall, daß die angestrebten Ziele in der vorgegebenen Zeit nicht realisiert wurden, waren die Banken endgültig zu schließen. Alle anderen Geschäftsbanken mußten bis spätestens Ende März 1998 ihre Vermögensposition sowie Wertpapierverluste offenlegen. Sollte sich dabei herausstellen, daß die Baseler Eigenkapitalvereinbarung nicht erfüllt wurden, galt es bis zum 15. Mai 1998 Pläne vorzulegen, wie diese erreicht werden sollten, um sie dann in Zusammenarbeit mit der Bankenaufsicht umzusetzen. Bis dahin unterlagen Geschäftsbanken einem Ausschüttungsverbot für Dividenden, blieb das Gehalt der leitenden Angestellten eingefroren und die Ausweitung der bisherigen Geschäftsfelder der Zustimmung durch die Aufsichtsbehörde unterworfen. Diese Regelungen besaßen auch Gültigkeit für Spezial- und regionale Entwicklungsbanken in Korea. Verluste von Anteilseignern an Finanzinstituten wurden vom Staat nicht übernommen.³⁶²

³⁵⁹ Vgl. Government of Thailand, 1997, Box 2.

³⁶⁰ Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 7 f.

³⁶¹ Das heißt, sie mußten eine Mindesteigenkapitalquote von 8% ihrer Kreditposition aufweisen.

³⁶² Vgl. Government of Korea, 1997a, S. 6.

Der dritte Bereich befaßte sich mit Reformen der institutionellen und regulatorischen Rahmenbedingungen für die Finanzsektoren, um eine größere Effektivität und Effizienz, mithin eine größere internationale Wettbewerbsfähigkeit zu erreichen, die die Widerstandskraft gegen künftige Krisen stärken sollte. In Thailand war dafür vorgesehen, eine Institution zu gründen, die Richtlinien für den Restrukturierungsprozeß zu erarbeiten hatte sowie den Fortgang des Prozesses koordinieren und überwachen sollte. Die Richtlinien sahen Regelungen bezüglich Finanzaufsicht, unternehmensinterne Überwachung und Verbesserung des Wettbewerbs vor.³⁶³ Ähnliche Forderungen stellte das Memorandum an Indonesien. Auch hier war die Etablierung einer Aufsichtsbehörde zur Überwachung des Umstrukturierungsprozesses sowie zur Erarbeitung von Rahmenbedingungen vorgesehen, die den Umgang mit notleidenden Krediten regelten. Des Weiteren sollten strengere Richtlinien für die Rechnungslegung und Berichterstattung von Finanzunternehmen das Vertrauen ausländischer Investoren zurückgewinnen. In diesem Zusammenhang wurde auch die Verbesserung der staatlichen Aufsicht über den Finanzsektor angekündigt. Dazu sollten in einem ersten Schritt die Kernprinzipien des Baseler Komitees für Bankenaufsicht³⁶⁴ umgesetzt werden. Staatliche Banken waren über Fusionen und Verkäufe von Staatsanteilen sukzessive zu privatisieren. Außerdem verpflichtete sich die Regierung Indonesiens bis auf wenige genau definierte Ausnahmen zur Aufgabe der lange praktizierten Kreditlenkung und Zinssubventionierung. Die Bank Indonesia hatte ihre Anteile an Geschäftsbanken bis Ende 1998 vollständig zu verkaufen. Zusätzlich sollte die Geschäftstätigkeit der Unternehmen im Finanzsektor den international anerkannten Mindeststandards angepaßt werden. Die inländischen regionalen Entwicklungsbanken betreffend, war in Zusammenarbeit mit und Finanzhilfen von der Asian Development Bank die Umsetzung eines im Memorandum noch nicht spezifizierten Restrukturierungsplans vorgesehen. Dabei sollte die Aufgabe der Bereitstellung neuen Kapitals ihren Aktionären zufallen. Falls der Abschluß dieses Prozesses nicht innerhalb eines Jahres gelänge, waren die Banken zu schließen.³⁶⁵ In Korea sollten die ersten Maßnahmen noch im Dezember 1997 nach den Präsidentschaftswahlen als Gesetze im Parlament verabschiedet werden. Dazu gehörten erstens die Festschreibung der Unabhängigkeit der Bank of Korea, zweitens die Schaffung einer einzigen weisungsungebundenen und finanziell Unabhängigen Aufsichtsinstitution zur Überwachung aller Finanzinstitute des Landes sowie drittens die Vorschrift, daß die Rechnungslegung inländischer Unternehmen künftig auf konsolidierter Basis zu erfolgen hatte und von externen Prüfungsgesellschaften zu beglaubigen war.³⁶⁶

Vorgaben zur Restrukturierung des Unternehmenssektors besaßen in den ersten Memoranden - ihrem Umfang nach - noch nicht den Stellenwert wie die für den Finanzsektor. Das Hilfspro-

³⁶³ Vgl. Government of Thailand, 1997, Box 2.

³⁶⁴ Dabei handelt es sich um einen Katalog von 25 Prinzipien, die vom Baseler Komitee für Bankenaufsicht 1997 erarbeitet wurden. Dieses Komitee wurde von den Zentralbankgouverneuren Belgiens, Frankreichs, Deutschlands, Großbritanniens, Italiens, Japans, Kanadas, Luxemburgs, der Niederlande, Schwedens, der Schweiz und der USA 1975 ins Leben gerufen. Seine Mitglieder treffen sich in loser Folge am Sitz der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel. Vgl. Basle Committee on Banking Supervision, 1997, S. 1 ff.

³⁶⁵ Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 8 f.

³⁶⁶ Vgl. Government of Korea, 1997a, S. 7.

gramm für Thailand sah diesbezügliche Maßnahmen überhaupt nicht vor. Für Indonesien enthielt das erste Memorandum wenige aber einschneidende Vorgaben zur Abschaffung von Monopolen und Privatisierung staatlicher Unternehmen, ohne jedoch Leistungskriterien in diesem Bereich zu formulieren. Insbesondere die Monopole und Preiskontrollen bei Agrarprodukten außer bei Reis, Zucker und Nelken³⁶⁷ sollten fallen. Die Regierung verpflichtete sich, staatliche Unternehmen in einem ersten Schritt nach marktwirtschaftlichen Kriterien umzustrukturieren, um sie auf den zweiten Schritt, die Privatisierung, vorzubereiten. Dazu war ein transparentes Verfahren zu entwickeln, das Korruption oder Preisabsprachen ausschließen sollte.³⁶⁸

Auch für Korea erreichte die Konditionalität bezüglich des Unternehmenssektors nicht annähernd das Ausmaß wie für den Finanzsektor. Die Aufstellung von Leistungskriterien wurde auf die Verhandlungen im Rahmen der ersten Überprüfung des Hilfsprogramms verschoben. Dies könnte jedoch auf den Zeitdruck, unter dem die Bereitschaftskreditvereinbarung ausgehandelt wurde, zurückzuführen sein, denn ein Großteil der Probleme im koreanischen Finanz- und Unternehmenssektor ließ sich auf das Geschäftsgebaren der Konglomerate zurückführen. Die ersten Maßgaben sahen eine Verbesserung der Transparenz vor. Insbesondere war die Rechnungslegung auf international übliche Bilanzierungsstandards umzustellen. Konglomerate hatten ihre Bilanzen fortan auf konsolidierter Basis zu erstellen, das heißt, die Verrechnung von Gewinnen oder Verlusten zwischen unterschiedlichen Konzernbereichen wurde abgeschafft. Für die Rettung einzelner Unternehmen und die Verringerung der Verschuldungsgrade sollten von staatlicher Seite keine finanziellen Hilfen oder Steuersubventionen gewährt werden. Deshalb und zur Senkung der bis dahin üblichen Kreditfinanzierung, war der inländische Kapitalmarkt auszubauen.³⁶⁹

4.2.2.2 Zahlungsbilanzliberalisierung und sonstige Strukturmaßnahmen

Vorgaben zur Zahlungsbilanzliberalisierung spielten im ersten IWF-Hilfsprogramm für Thailand insofern eine Rolle, als die im Mai 1997 ergriffenen Kapitalverkehrskontrollen aufgehoben werden sollten, sobald sich der Wechselkurs des Baht stabilisiert hatte.³⁷⁰ In Indonesien und Korea ging der IWF weiter. Der IWF wollte den bereits einige Jahre zuvor eingeschlagenen Kurs beider Länder zur Liberalisierung des Handels beschleunigen und einen krisenbedingten Rückgriff auf protektionistische Maßnahmen verhindern. Darüber hinaus sollte der Abbau von Handelsbarrieren dazu beitragen, sowohl den Wettbewerb innerhalb Indonesiens und Koreas zu beleben, als auch dringend benötigtes ausländisches Kapital anzuziehen.³⁷¹

³⁶⁷ Der Handel mit Nelken ist für Indonesien ein lukratives Geschäft, weil sie in Asien bei der Zigarettenherstellung Verwendung finden.

³⁶⁸ Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 10.

³⁶⁹ Vgl. Government of Korea, 1997a, S. 8 f.

³⁷⁰ Vgl. Government of Thailand, 1997, S. 8.

³⁷¹ Vgl. Lane/Ghosh/Hamann/Phillips/Schulze-Ghattas/Tsikata, 1999, S. 73.

Für Indonesien war vorgesehen, das bereits seit 1995 laufende Programm zur Senkung oder Abschaffung von Importzöllen auszuweiten und seine Umsetzung zu beschleunigen. Außerdem wurde geplant, alle bestehenden mengenmäßigen Importbeschränkungen, sofern keine Gefahren für Sicherheit und Umwelt des Landes zu erwarten waren, bis zum Ende des Hilfsprogramms aufzuheben. Insbesondere sollten die protektionistischen Maßnahmen, mit denen die indonesischen Programme zum Aufbau einer Automobil- und Luftfahrtindustrie geschützt wurden, auf ein mit der Welthandelsorganisation abgestimmtes Ausmaß zurückgeführt, die Möglichkeiten für ausländische Investoren, in Indonesien zu investieren, erweitert sowie diesbezügliche bürokratische Hürden gesenkt werden. Die Beteiligungsobergrenze von 49%, mit der sich Ausländer höchstens an börsennotierten Unternehmen beteiligen konnten, war bereits im September 1997 abgeschafft worden.³⁷² Die beschriebenen Maßnahmen hätten großen Einfluß auf den Außenhandel und die Eigentumsverhältnisse in Indonesien haben können, jedoch handelte es sich im ersten Letter of Intent zunächst nur um Absichtserklärungen, das heißt nicht um Leistungskriterien, deren Erfüllung Bedingung für die Auszahlung zukünftiger Teilkredite gewesen wäre.

In Korea drängte der IWF auf den Wegfall aller Außenhandelssubventionen. Importgenehmigungen sollten zukünftig ohne Restriktionen erteilt, das Verfahren der Erteilung vereinfacht und den Grundsätzen der Welthandelsorganisation angepaßt werden. Das Programm zur Importdiversifizierung³⁷³ war stufenweise bis Juni 1999 aufzuheben. In bezug auf die Kapitalbilanzliberalisierung forderte der IWF, die Obergrenze für die Gesamtheit der ausländischen Beteiligungen an koreanischen Unternehmen bis Ende 1998 stufenweise von 26% auf 55% anzuheben. Zusätzlich sollte die Beteiligung eines einzelnen ausländischen Investors nicht mehr nur 7%, sondern ab Dezember 1997 50% betragen dürfen. Ausländische Investoren bekamen bis Ende Dezember 1997 stufenweise uneingeschränkten Zugang zum koreanischen Anleihemarkt. Die Öffnung des Geldmarktes war vorzubereiten. Ausländische Banken und Wertpapierhäuser sollten spätestens ab April 1998 Filialen in Korea eröffnen dürfen. Beschränkungen für Unternehmen, sich im Ausland zu verschulden, waren schrittweise abzubauen und geeignete Kontrollmechanismen zur Überwachung kurzfristiger Auslandsverbindlichkeiten von Finanzinstituten bis Ende März 1998 zu errichten.³⁷⁴

Neben der bereits geschilderten Konditionalität enthielten die Programme für Indonesien und Korea noch jeweils einen Paragraphen zum Thema „soziale Sicherung“. In Korea sollte die Arbeitslosenversicherung verbessert und der Arbeitsmarkt flexibilisiert werden. Das Memorandum zum Letter of Intent Indonesiens führte explizit auf, daß das Hilfsprogramm des IWF keinesfalls zu einer Verschlechterung der Situation der armen Bevölkerungsschichten führen dürfe, so daß von der indonesischen Regierung aufgelegte Programme zur Verringerung der Armut sowie Aus-

³⁷² Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 10.

³⁷³ Unter dem Programm der Importdiversifizierung wurden Importeure gezwungen, Einfuhren aus Ländern zu beschränken, mit denen Korea ein bilaterales Leistungsbilanzdefizit unterhielt.

³⁷⁴ Vgl. Government of Korea, 1997a, S. 8.

gaben für Gesundheit und Bildung von den Einsparungsmaßnahmen des IWF-Programms unberücksichtigt blieben.³⁷⁵

4.3 Diskussion der Programme unter Berücksichtigung der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung

4.3.1 Thailand

Einige Teilbereiche der Konditionalität des ersten Hilfsprogramms riefen bei der Mehrheit in- und ausländischer Experten Bedenken hervor. Insbesondere die restriktiven fiskalpolitischen Vorgaben wie die Erhöhung der Mineralölsteuer und die Einsparungen bei Infrastrukturprojekten wurden mißbilligend beurteilt, da weite Teile der Bevölkerung auf günstigen Treibstoff und Transportkosten angewiesen waren, um Arbeitsplatz, Schule oder Universität erreichen zu können. Die zusätzliche Kürzung der Ausgaben für Infrastrukturprojekte ließ einen wirtschaftlichen Abschwung befürchten, weil staatliche Investitionsausgaben bereits seit 1996 die nachlassende Investitionstätigkeit des privaten Sektors größtenteils kompensierten.³⁷⁶ Ein weiteres Problem ergab sich für heimische Ökonomen in der geplanten Verwendung der zugesagten Hilfsgelder. Diese waren als Ergänzung der Währungsreserven vorgesehen, hätten damit vermutlich der Schuldenfinanzierung und dem Bail Out internationaler Gläubiger und nicht dem nationaler Unternehmen gedient. Diese Maßnahmen in Verbindung mit der restriktiven Geldpolitik und der Suspendierung von 58 der insgesamt 92 Spezialinstitute für Verbraucherfinanzierung verdichteten Hinweise auf eine beginnende Rezession, so daß das Hilfsprogramm und die damit verbundenen Gelder das Vertrauen in- und ausländischer Investoren in die Volkswirtschaft Thailands zunächst kaum stärken konnten.

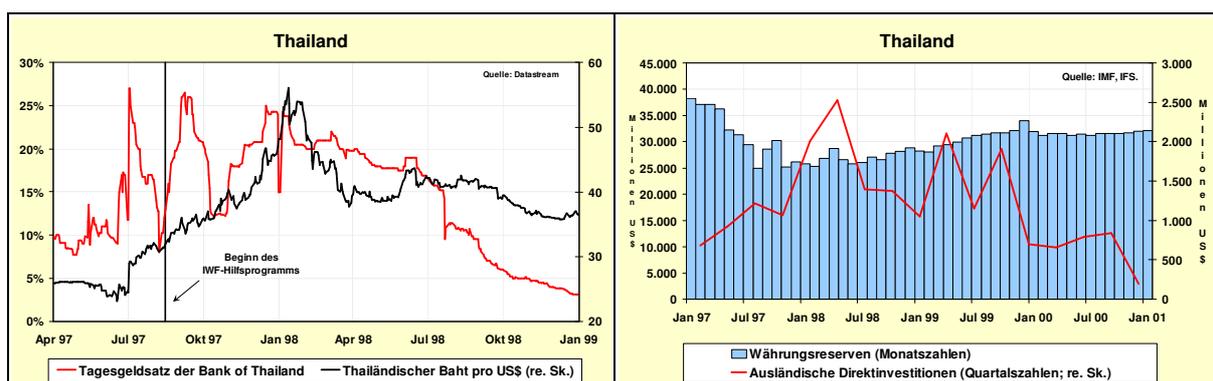


Abb. 29: Zinsen, Wechselkurs, Währungsreserven, ausländische Direktinvestitionen – Thailand.

Die damalige Regierung unter Premierminister *Chavalit* dürfte sich dessen bewußt gewesen sein. Möglicherweise zögerte sie deshalb zwei Monate, bis sie dem internationalen Druck nachgab und

³⁷⁵ Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 11.

³⁷⁶ Vgl. Bangkok Bank, 1997, S. 15.

erste restriktive fiskalpolitische Vorgaben des IWF umsetzte. Dazu gehörten auch die Erhöhung der Mineralölsteuer und eine Ausgabenkürzung um 100 Mrd. Baht (etwa 2,45 Mrd. US-Dollar). Wie Abbildung 29 zeigt, wurde die vom IWF geforderte restriktive Geldpolitik in Form höherer Zinsen ebenfalls erst ab Mitte Oktober kontinuierlich betrieben, nachdem die Zentralbank ihre anfänglich programmkonforme Hochzinspolitik, ohne daß sich der Wechselkurs stabilisiert hätte, zwischenzeitlich rückgängig machte.

Auch die Finanzsektorrestrukturierung kam nun voran. Zur Prüfung der Restrukturierungspläne und Abwicklung der suspendierten Finanzinstitute wurde die Financial Restructuring Authority eingerichtet. Für die restlichen Unternehmen des Sektors war der bereit 1985 gegründete Financial Institutions Development Fund zuständig. Eine noch zu gründende Asset Management Corporation sollte den Verkauf von Vermögensgegenständen der endgültig zu schließenden Spezialinstitute für Verbraucherfinanzierung koordinieren und durchführen.³⁷⁷ Anders als bei den Spezialinstituten sah die Regierung bezüglich der Geschäftsbanken eine privatwirtschaftlich organisierte Umstrukturierung und Rekapitalisierung vor. Zudem strebte sie Fusionen heimischer Finanzinstitute mit ausländischen Banken an. Unter anderem dafür änderte sie das Eigentumsrecht für Ausländer und stellte striktere Regeln bei der Klassifizierung notleidender Kredite sowie die Verbesserung des Insolvenzrechts in Aussicht. Allerdings benötigte die Regierung zur Durchführung aller geplanten Maßnahmen eine Mehrheit im Parlament, die sie nicht in jedem Fall besaß. So wurde beispielsweise die Erhöhung der Mineralölsteuer auf Druck des Volkes bereits nach drei Tagen zurückgenommen sowie ein Programm zur Umstrukturierung der geschlossenen Finanzinstitute im Parlament um eine Woche verzögert, weil Politiker ihre Anteile an suspendierten Banken retten wollten.³⁷⁸

Bei ausländischen Investoren machte sich wegen dieser Ereignisse die Sorge breit, der IWF könnte die Ausschüttung des für Dezember geplanten zweiten Teilkredits an Thailand verweigern oder zumindest verschieben. Zudem gab es keine Anzeichen dafür, daß sich der Wechselkurs des Baht stabilisieren könnte. Daher kürzten sie weiterhin ihre Kreditlinien und -volumina. Im Inland stieg die Zahl der Demonstrationen gegen die Regierung und gegen die vom IWF auferlegte Konditionalität, weil Unternehmen wegen drastisch gestiegener Importpreise, fehlender Liquidität und ausbleibender Staatsaufträge ihre Produktion einschränken oder einstellen mußten, so daß die Arbeitslosigkeit im Land zunahm.³⁷⁹ Der IWF hatte bis Ende Oktober 1997 keines seiner mit dem Hilfsprogramm verfolgten Ziele in Thailand erreicht. Allerdings wurde die Umsetzung des Programms von der Regierung und dem Parlament bis Mitte Oktober verschleppt.

³⁷⁷ Obwohl in Thailand sehr viel mehr Suspendierungen vorgenommen wurden als in Indonesien, kam es zu keinem nennenswerten Bankansturm, weil sich die Spezialinstitute für Verbraucherfinanzierung größtenteils über die Finanzmärkte sowie Kreditaufnahme bei Geschäftsbanken und kaum über Einlagen finanzierten. Vgl. Bank of Thailand, 1999, S. 19 f.

³⁷⁸ Vgl. Far Eastern Economic Review, 30.10.1997, S. 60.

³⁷⁹ Vgl. Far Eastern Economic Review, 20.11.1997, S. 18 f.

Wegen Erfolglosigkeit und des Unwillens zur Kooperation mit dem IWF trat die Regierung Chavalit am 6. November zurück. Die neue Führungsmannschaft unter Premierminister *Chuan Leekpai* bestand überwiegend aus Wirtschaftsfachleuten und war entschlossen, die vom IWF verlangten Strukturreformen durchzusetzen, obwohl sie die Zinspolitik als konjunkturschädigend mißbilligte.³⁸⁰ So machte die neue Regierung im zweiten Letter of Intent Thailands am 25. November zwar deutlich, daß die ursprünglich optimistischen Prognosen nicht aufrecht zu erhalten waren, bekannte sich aber explizit zur restriktiven Zinspolitik als Mittel zur Wechselkursstabilisierung, um den Schuldendienst nicht zu gefährden. Die Erwartungen des ersten Letter of Intent für das Wirtschaftswachstum 1998 wurden von 3,5% auf 0% bis 1% gesenkt. Doch galt weiterhin das Ziel, einen Haushaltsüberschuß in Höhe von 1% des BIP zu erreichen. Da die Leistungskriterien für die erste Überprüfung des Hilfsprogramms schließlich erreicht wurden und die Regierung am 7. Dezember verkündete, 56 der 58 suspendierten Finanzinstitute endgültig zu liquidieren, genehmigte der IWF einen Tag später, die pünktliche Auszahlung der zweiten Kredittranche.³⁸¹

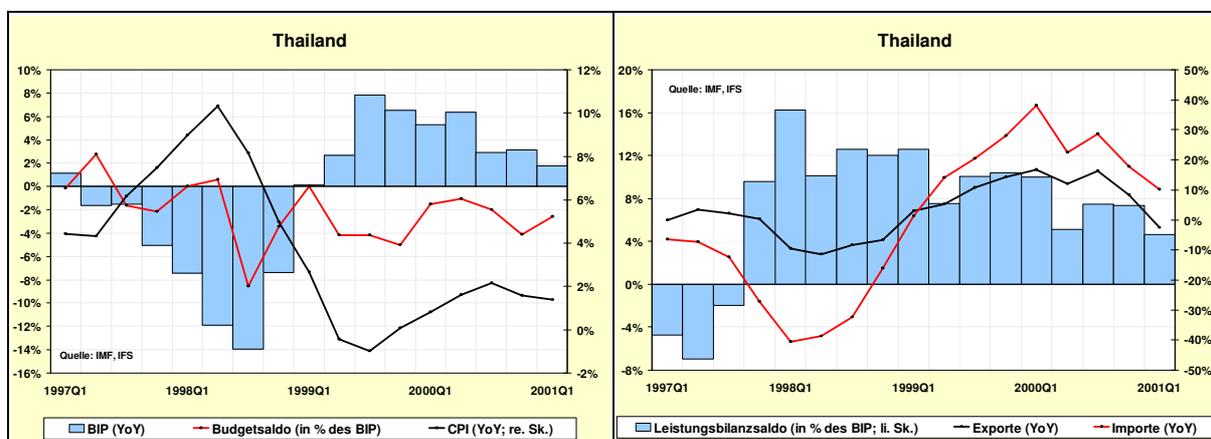


Abb. 30: Ausgewählte volkswirtschaftliche Kennziffern - Thailand.

Im Januar 1998 konnte der Abwertungstrend des thailändischen Baht erstmalig gebrochen werden. Der IWF begründete dies mit der erfolgreichen Umsetzung der Hochzinspolitik und der Beruhigung der Situation in Korea.³⁸² Allerdings erweist sich eine andere Erklärung ebenfalls als plausibel. Im Januar wurden die Letters of Intent erstmalig veröffentlicht, das heißt, jeder Investor besaß fortan die Gelegenheit des Einblicks in den schriftlichen Beleg dafür, daß die Regierung die Einlösung sämtlicher Verbindlichkeiten des Finanzsektors garantierte.

Die Aufwertung des Baht erlaubte der Zentralbank ihre Leitzinsen sukzessive zu senken. Der immer offensichtlicher zutage tretende konjunkturelle Abschwung ließ sich damit jedoch nicht mehr aufhalten. Das Leistungsbilanzdefizit konnte zwar bereits im vierten Quartal 1997 in einen Überschuß umgewandelt werden, wie die rechte Grafik der Abbildung 30 allerdings verdeutlicht, war dies auf den Einbruch der Importnachfrage und nicht auf eine wechselkursbedingte Zunah-

³⁸⁰ Vgl. Bullard/Bello/Malhotra, 1998, S. 91.

³⁸¹ Vgl. International Monetary Fund, 1997d, S. 1.

³⁸² Vgl. Lane/Ghosh/Hamann/Phillips/Schulze-Ghattas/Tsikata, 1999, S. 50.

me der Exporte zurückzuführen. Die inländische Absorption, in 1997 ohnehin schon rückläufig, brach 1998, insbesondere wegen des starken Investitionsrückgangs, ein. Diese Entwicklung konnte auch der IWF nicht ignorieren. Er rückte bei der zweiten Überprüfung des Hilfsprogramms von restriktiven fiskalpolitischen Vorgaben ab und gab der Armutsbekämpfung, die im ersten Letter of Intent nur marginal Berücksichtigung fand, mehr Raum. Er einigte sich mit der Regierung Thailands im dritten Letter of Intent vom 24. Februar auf eine neue Wachstumsprognose für das BIP in 1998 von $-3,5\%$ und ließ ein Budgetdefizit von 2% des BIP zu. Wie die linke Grafik der Abbildung 30 durch die Quartalszahlen andeutet, sollten sich auch diese Prognosen als zu optimistisch erweisen. Der IWF bestand weiterhin mittels Vorgabe von Leistungskriterien auf die Einhaltung einer restriktiven Geldpolitik. Er drängte auch verstärkt auf die Privatisierung staatlicher Konzerne in den Bereichen Energieversorgung, Ölverarbeitung, Telekommunikation und Transport. Außerdem sollte der thailändische Markt weiter für ausländische Unternehmen geöffnet werden. Das nationale Insolvenzrecht war bis Ende März 1998 internationalen Standards anzupassen. Schließlich verlangte der IWF strikere Regeln bei der Kreditklassifizierung sowie die Rekapitalisierung der Banken auf dieser Basis und legte Leistungskriterien in diesen Bereichen fest.³⁸³

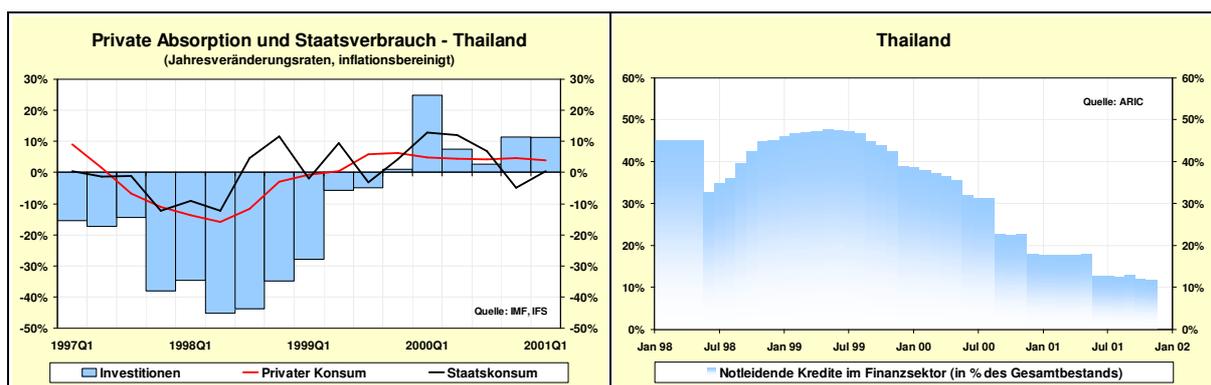


Abb. 31: Inländische Absorption und Bestand an notleidenden Krediten - Thailand.

Das Programm zur Umstrukturierung des Finanzsektors machte bis Mitte 1998 große Fortschritte. Unter anderem die im Oktober 1997 beschlossene Änderung des Eigentumsrechts für Ausländer zeigte erste positive Wirkungen, indem ausländische Banken begannen, sich an thailändischen zu beteiligen. Allerdings erhöhte sich wegen des konjunkturellen Niedergangs der Bestand an notleidenden Krediten. Unter anderem deshalb kam das Verfahren zu ihrer Umstrukturierung nur schleppend in Gang, so daß die Regierung zu dessen Beschleunigung die Übernahme aller Verbindlichkeiten des Financial Institutions Development Funds ankündigte. Die Entwicklung des Wechselkurses und der Zinssätze deutete ab dem Frühjahr auf eine Entspannung der Krise im Finanzsektor, die der IWF im vierten Letter of Intent am 26. Mai 1998 anerkannte. Allerdings verschlechterte sich die Situation des Unternehmenssektors und die weitere Teile der Bevölkerung, was das linke Diagramm der Abbildung 31 andeutet. Danach sank der

³⁸³ Vgl. Government of Thailand, 1998a, S. 9 ff.

Konsum in allen vier Quartalen 1998 um mehr als 10% gegenüber den gleichen Vorjahreszeiträumen, und die Investitionen brachen in der Spitze um mehr als 45% ein. Die Finanzinstitute mit der Restrukturierung ihrer notleidenden Kredite beschäftigt, legten kaum neue Darlehen heraus. Unter anderem deshalb wurde das Defizitziel für den Staatshaushalt zur Erhöhung der Sozialausgaben nochmals gesenkt und erstmals eine expansivere Geldpolitik mit dem IWF vereinbart.³⁸⁴

Wie bereits erläutert, zeigte die von der Regierung geforderte privatwirtschaftlich organisierte Restrukturierung der notleidenden Kredite im Finanzsektor nicht den gewünschten Erfolg. Darunter litt auch die Wirtschaftstätigkeit im Land, weil dringend benötigte Kreditfinanzierung ausblieb.³⁸⁵ Aus diesem Grund kündigte die Regierung am 14. August 1998 an, sich in das Verfahren einzuschalten und den Fahrplan selbst in die Hand zu nehmen. Dazu wurden anfänglich 7 Mrd. US-Dollar bereitgestellt, deren Finanzierung über Anleiheemissionen geschehen sollte. Dieser Plan war gleichzeitig Bestandteil des fünften Letter of Intent, der am 25. August unterzeichnet wurde. Die Regierung hob hervor, daß die Restrukturierung des privaten Unternehmenssektors ohne finanzielle Beteiligung des Staates zustande kommen müsse. Doch um das Verfahren auch hier zu beschleunigen, etablierte die Zentralbank im Juni mit dem Corporate Debt Restructuring Advisory Committee ein Komitee, das Verhandlungen zwischen Gläubigern und Schuldner koordinieren sollte. Darüber hinaus wurden die fiskal- und geldpolitischen Vorgaben weiter gelockert, zumal der Wechselkurs sich stabilisiert hatte und das Land, wie Abbildung 30 verdeutlicht, im dritten Quartal den Tiefpunkt der Rezession durchlebte. Gleiches geschah im sechsten Letter of Intent vom 1. Dezember 1998, weil selbst die Krisen in Rußland und Brasilien keinen nachhaltigen Abwertungsdruck auf den Baht ausübten und mittlerweile 33% der Bevölkerung unterhalb der Armutsgrenze lebten.³⁸⁶

Im ersten Quartal 1999 trat eine spürbare Erholung der Konjunktur ein. Das Wirtschaftswachstum fiel erstmalig seit zwei Jahren wieder positiv aus. Auch die Exportwirtschaft erholte sich. Allerdings wurde der Aufschwung überwiegend durch den Binnenkonsum getragen, weil Unternehmen noch immer unter ihrer Schuldenlast litten und kaum investierten. Etwas Erleichterung verschaffte das im März mit sechsmonatiger Verspätung verabschiedete neue Insolvenzrecht.³⁸⁷ Allerdings zogen inländische Gläubiger und Schuldner oftmals noch vor, das Schuldenproblem gemeinsam „auszusitzen“. Unter anderem daran läßt sich erkennen, wie sehr verwurzelt die alten Strukturen in Thailand waren.³⁸⁸ Die gesamtwirtschaftliche Situation hatte sich trotzdem weiter stabilisiert, so daß im siebenten Letter of Intent vom 23. März 1999 zwar das Defizitziel noch-

³⁸⁴ Vgl. Government of Thailand, 1998b, S. 1 ff.

³⁸⁵ Vgl. International Monetary Fund, 1997d, S. 8 ff.

³⁸⁶ Der Prozentsatz bezieht sich auf Menschen, denen weniger als 2 US-Dollar pro Tag zur Verfügung stehen. 1996 betrug ihr Anteil 28%. Vgl. Asian Development Bank, 2001.

³⁸⁷ Die Verabschiedung eines den internationalen Standards entsprechenden Insolvenzrechts bis spätestens zum 31. Oktober 1998 war Leistungskriterium des IWF-Programms, auf dessen fristgerechte Erfüllung nachträglich verzichtet wurde.

³⁸⁸ Vgl. Far Eastern Economic Review, 07.09.1999, S. 87.

mals auf letztendlich 6% des BIP gelockert wurde, aber ab dem achten vom 21. September 1999 auf die Ziehung der noch verbliebenen Kreditzusagen verzichtet wurde. Das IWF-Hilfsprogramm lief am 19. Juni 2000 mit Vollendung der letzten Überprüfung aus.

Der IWF sieht das Hilfsprogramm als Erfolg. Thailand habe die Konditionalität vorbildlich umgesetzt. Es sei gelungen, die makroökonomische Stabilität wieder herzustellen und den Finanzsektor zu konsolidieren.³⁸⁹ Tatsächlich bestand lediglich im November 1997 die Gefahr, daß ein Teilkredit verspätet zur Auszahlung hätte kommen können, das heißt, die vereinbarten Leistungskriterien wurden fristgerecht oder mit Zustimmung verspätet erfüllt. Jedoch konnte das Problem der notleidenden Kredite sowohl im Finanz- als auch im Unternehmenssektor bisher nur teilweise gelöst werden. Beispielsweise wurde die Mitte 1998 angekündigte staatliche Gesellschaft zur Übernahme solcher Kredite erst im Juni 2001 gegründet. Die notleidenden Kredite sind zwar, wie Abbildung 31 andeutet, größtenteils aus den Bilanzen der Finanzinstitute verschwunden, befinden sich jedoch noch überwiegend beim Financial Institutions Development Fund. Wenn sie von der staatlichen Asset Management Gesellschaft übernommen werden, könnten sie den Staatshaushalt, der durch die expansive Fiskalpolitik ohnehin bereits leidet, zusätzlich belasten. Die Privatisierung wichtiger staatlicher Unternehmen hat bis Ende 2001 nicht stattgefunden. Allerdings ist fraglich, ob das Eingreifen des IWF in diesen Bereich überhaupt sinnvoll ist.³⁹⁰ Darüber hinaus hat die Regierung unter dem im Januar 2001 neu gewählten Regierungschef *Thaksin Shinawatra* einige im Rahmen des Hilfsprogramms durchgeführte Maßnahmen rückgängig gemacht. Beispielsweise wurden die Regelungen für die Rückstellungsbildung im Bankensektor wieder gelockert. Das vorliegende Datenmaterial deutet darauf, daß der Aufschwung weniger durch private Investitionen als vielmehr durch staatlichen und privaten Konsum erreicht worden ist. Möglicherweise könnte es dem wirtschaftlichen Erholungsprozeß daher an Nachhaltigkeit mangeln.

4.3.2 Indonesien

Obwohl die ersten Reaktionen auf das Hilfsprogramm überwiegend positiv ausfielen, führte die Schließung von 16 insolventen Banken nicht zu dem gewünschten Ziel, das Vertrauen in- und ausländischer Investoren zurückzugewinnen. Vielmehr löste sie Panik bei Einlegern und Gläubigern aus, unter anderem weil erstens Gerüchte kursierten, es handele sich lediglich um einen Kompromiß zwischen Regierung und IWF, der die nötige Schließung mindestens 20 weiterer Banken vermied. Zweitens blieben Einleger und Gläubiger zunächst im Unklaren darüber, ob und welche Ausfallgarantien der Staat vorgesehen hatte. Die oben bereits erwähnten 20 Mio. Rupiah (etwa 5.000 US-Dollar) pro Einleger erschienen den Kapitalgebern als zu wenig. Folglich kam es zu einem Bankansturm, der zwei Drittel aller privaten Banken erfaßte und schließlich das

³⁸⁹ Vgl. Lindgren/Baliño/Enoch/Gulde/Quintyn/Teo, 1999, S. 100 f.

³⁹⁰ Vgl. die Diskussion in Kapitel 6.2.

Bankensystem lähmte.³⁹¹ In den Monaten November und Dezember flossen 2 Mrd. US-Dollar aus dem indonesischen Bankensektor ab. Der IWF hatte im Januar 1998 zwar nicht öffentlich aber in einer internen Informationsschrift für seine Mitglieder eingestanden, daß die Suspendierung der Finanzinstitute ein Fehler gewesen sei, der zu einer Flucht in Qualität, das heißt staatliche sowie ausländische Banken, mündete und nicht das Vertrauen zurückbrachte.³⁹² Später erklärte der IWF, daß die Bankschließungen im wesentlichen die beschriebenen negativen Folgen gehabt haben dürften, weil versäumt wurde, gleichzeitig Blankogarantien für Kredite und Einlagen auszusprechen.³⁹³

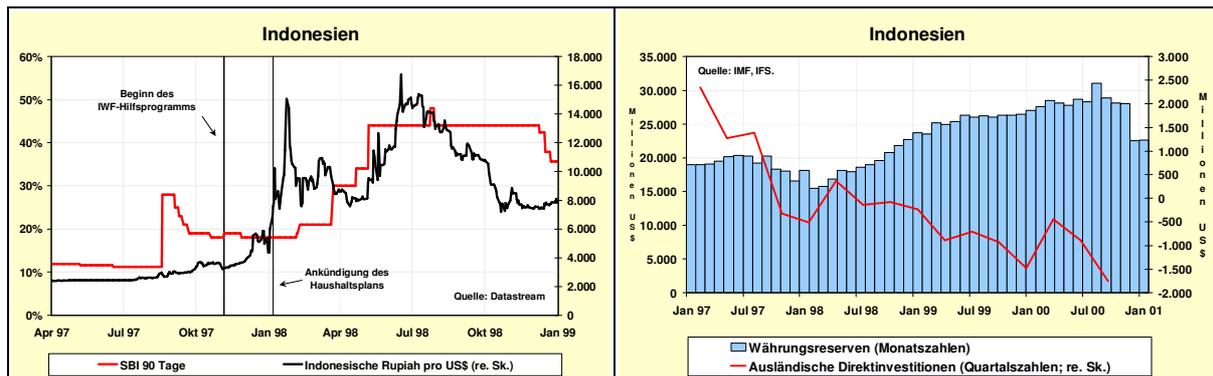


Abb. 32: Zinsen, Wechselkurs, Währungsreserven, ausländische Direktinvestitionen – Indonesien.

Wegen des Desasters im Bankensektor ließen sich die Leistungskriterien bezüglich einer restriktiven Geldpolitik nicht mehr einhalten. Die Bank Indonesia sah keinen anderen Ausweg, als das Bankensystem mit großen Liquiditätshilfen vor dem Zusammenbruch zu bewahren. Dadurch stieg das Nettoinlandsvermögen der Zentralbank stark an. Zwar hatte die durch Devisenmarktinterventionen hervorgerufene Abnahme der Währungsreserven einen kompensierenden Effekt, trotzdem stieg der Bestand an Basisgeld in der Volkswirtschaft von Oktober 1997 bis März 1998 um etwa 126%, während das ursprüngliche Hilfsprogramm eine Ausdehnung von rund 10% vorsah.³⁹⁴ Darüber hinaus läßt sich aus Abbildung 32 ablesen, daß die Bank Indonesia ihre Zinssätze trotz der fortschreitenden Abwertung nicht erhöhte.³⁹⁵ Zudem hielt sich Präsident *Subarto* in wesentlichen Punkten nicht an die Konditionalität im Bereich der Fiskalpolitik, möglicherweise weil die Durchführung in der Hauptsache seine Verwandtschaft oder Freunde getroffen hätte. Durch weite Teile der Konditionalität stand die Existenz seines eigenen korrupten Systems auf dem Spiel.³⁹⁶ Die Währungskrise verschlimmerte sich Anfang Dezember, als Gerüchte über *Subartos* Gesundheitszustand aufkamen, zumal seine Nachfolge ungeklärt und die politische Stabilität von seiner Person abhängig war. Die Unsicherheit drückte sich auch in einer weiteren Abwertung aus, die den Wechselkurs erstmalig über 4.000 Rupiah pro US-Dollar trieb. Parallel sorgte eine Dürre-

³⁹¹ Vgl. McLeod, 1998b, S. 347 f.

³⁹² Vgl. Sanger, 1998, S. 1 f.

³⁹³ Vgl. Lane/Ghosh/Hamann/Phillips/Schulze-Ghattas/Tsikata, 1999, S. 26.

³⁹⁴ Vgl. Lane/Ghosh/Hamann/Phillips/Schulze-Ghattas/Tsikata, 1999, S. 38.

³⁹⁵ In bezug auf die Zinspolitik formulierte der IWF zwar kein Leistungskriterium, die Konditionalität sah jedoch Zinsreaktionen auf Wechselkursschwankungen vor. Vgl. Government of Indonesia, 1997, S. 5.

katastrophe für Ernteauffälle, so daß die Preise für Grundnahrungsmittel inflationär stiegen und der Konsum zurückging.

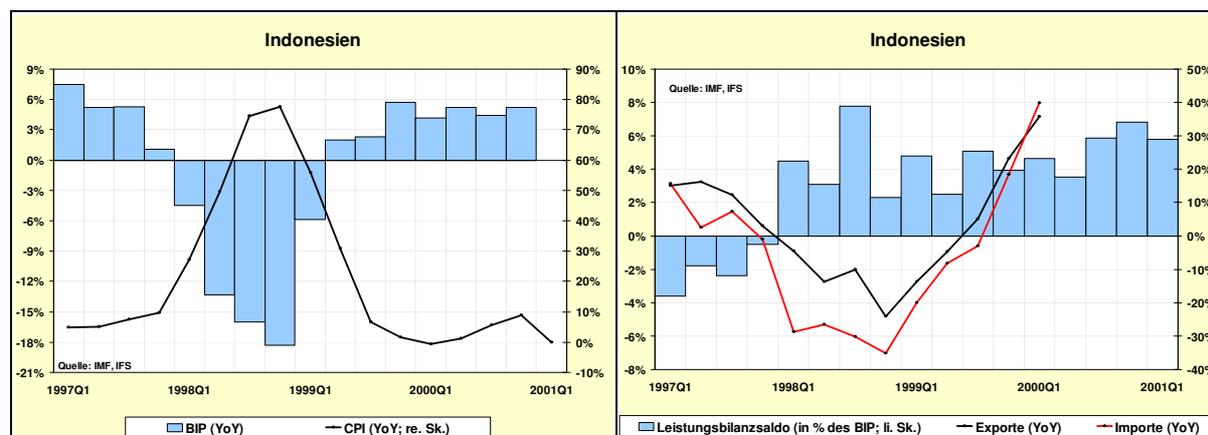


Abb. 33: Ausgewählte volkswirtschaftliche Kennziffern – Indonesien.

Seinen vorläufigen Tiefpunkt erreichte das Investorenvertrauen am 6. Januar 1998, als *Subarto* den neuen Haushaltsplan für das Fiskaljahr 1998/99 veröffentlichte.³⁹⁷ Er kündigte unter anderem an, die Staatsausgaben um rund 32% zu erhöhen sowie die Subventionen für Treibstoff und Grundnahrungsmittel auszubauen. Daraufhin stieg der Wechselkurs innerhalb von drei Tagen über die Marke von 10.000 Rupiah pro US-Dollar, weil Investoren in dem Haushaltsplan einen groben Verstoß gegen die Konditionalität sahen und befürchteten, der IWF könne seine finanziellen Hilfen aussetzen. Der Währungsfonds versuchte mittels einer hochrangigen Delegation, unterstützt durch politischen Druck führender Regierungsmitglieder aus den USA, Japan, Australien und Deutschland, *Subarto* von seinen Budgetplänen abzubringen. Es stellte sich jedoch heraus, daß die vermeintlich starke Budgetausweitung überwiegend durch Abwertungs- und Inflationseffekte sowie gestiegene Zins- und Tilgungszahlungen hervorgerufen wurde, so daß der Haushaltsplan nicht so „verschwenderisch“ war, wie er anfänglich schien. Außerdem war die Bevölkerung, von der 1996 mehr als 50% mit weniger als 2 US-Dollar pro Tag auskommen mußte, auf subventioniertes Benzin und Nahrungsmittel angewiesen. Daher kann man *Subarto* in dieser Hinsicht keine mutwillige Renitenz gegen den IWF vorwerfen. Er gab jedoch zu verstehen, daß für ihn die Milderung des drohenden Konjunkturerinbruchs höhere Priorität besaß als die Einhaltung der restriktiven Konditionalität des IWF.

Wegen des neuen Haushaltsplans, der veränderten wirtschaftlichen Situation und der Tatsache, daß keines der für Ende Dezember vorgesehenen Leistungskriterien vollständig erfüllt war, verlangte der IWF Neuverhandlungen über das Hilfsprogramm, die am 15. Januar 1998 mit der Un-

³⁹⁶ Vgl. Bullard/Bello/Malhotra, 1998, S. 95.

³⁹⁷ *Montes* und *Abdusalamov* weisen darauf hin, daß Suharto taktisch klüger gehandelt hätte, wenn er seinen Haushaltsplan nicht am Dienstag, 06.01.1997, sondern am darauffolgenden Freitag nach Börsenschluß vorgestellt hätte. Analysten hätten dann bei geschlossenen Finanzmärkten zwei Tage Zeit gehabt, darüber nachzudenken. Vgl. *Montes/Abdusalamov*, 1998, S. 178.

terschrift *Subartos* unter einen neuen Letter of Intent endeten.³⁹⁸ Die meisten Auflagen des ersten Programms wurden übernommen oder forciert. Insbesondere die Privatisierung staatlicher Unternehmen sollte beschleunigt werden. Darüber hinaus enthielt das Programm neue Vorgaben, die in einem engen Zeitrahmen zu erfüllen waren: Dazu zählten unter anderem die sofortige Beseitigung aller Subventionen für den Flugzeug- und Fahrzeugbau, die sofortige geldpolitische Unabhängigkeit der Bank Indonesia sowie die Zerschlagung der Papier- und Sperrholzkartelle, die Beschränkung des BULOG³⁹⁹-Monopols auf Reis, die Etablierung neuer Eigentums- und Vertriebsrechte für ausländische Banken bis spätestens Februar und die Aufgabe des Nelkenmonopols bis Juni 1998. Jedoch ließ das Programm nunmehr ein Budgetdefizit von 1% des BIP zu.⁴⁰⁰ Gleichzeitig wurden für Verbindlichkeiten des Finanzsektors rückwirkend umfassende staatliche Ausfallgarantien eingeräumt sowie die Indonesian Bank Restructuring Agency (IBRA) gegründet. Sie sollte den Umstrukturierungsprozeß im Finanzsektor koordinieren und den An- und Verkauf notleidender Kredite durchführen. Wie in Thailand und Korea, galt die Blankogarantie nicht für Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors.



Abb. 34: Inländische Absorption und notleidende Kredite - Indonesien.

Aufgrund der kurzen Verhandlungsdauer enthielt das Memorandum keine Leistungskriterien, sondern Benchmarks. Externe Beobachter erachteten die vom IWF gesetzten Termine vornehmlich als bindend und damit praktisch als „Quasi-Leistungskriterien“. Das neue Hilfsprogramm wurde daher überwiegend skeptisch aufgenommen. Erstens schien die Durchsetzung aller strukturellen Maßgaben innerhalb des engen zeitlichen „Korsetts“ nahezu unmöglich. Zweitens traute man der IBRA nicht zu, das Bankensystem wegen seiner Verflechtung mit politischen Kreisen reformieren zu können. Drittens hätte die Zerschlagung aller Kartelle und Monopole sowie die Aufgabe der gewaltigen Industrieprojekte wie beispielsweise das Luftfahrtprogramm von *B.J. Habibie* oder das Automobilprojekt von *Tommy Subarto* nach 32 Jahren das Ende der Ära *Subarto*

³⁹⁸ Bei dieser Zeremonie entstand das legendäre Photo, auf dem *Camdessus* mit verschränkten Armen und dem Lächeln eines siegreichen Eroberers dem gebeugt sitzenden *Subarto* bei der Unterzeichnung des neuen Programms, „seiner Kapitulation“, zusieht. Dieses Photo wurde als Demütigung einer ganzen Nation empfunden und hat das Verhältnis zwischen Indonesien und dem IWF nachhaltig gestört.

³⁹⁹ **Badan Urusan Logistik**: staatliche Vertriebsagentur, die das Monopol für den Vertrieb lebenswichtiger Nahrungsmittel und Rohstoffe wie beispielsweise Reis, Weizen, Weizenmehl, Sojabohnen, Knoblauch oder Zement besaß.

⁴⁰⁰ Vgl. Government of Indonesia, 1998a, S. 1 ff.

zumindest eingeleitet. Insbesondere der letzte Punkt ließ Zweifel über den Fortbestand der politischen und sozialen Stabilität Indonesiens aufkommen, die die Autorität *Subartos* trotz aller Korruption bislang garantierte. Dem zufolge setzte eine Abwertung der heimischen Währung ein, in deren Verlauf der Wechselkurs zwischen dem 15. und 23. Januar um mehr als 90% auf über 15.000 Rupiah pro US-Dollar stieg. Unter anderem damit zusammenhängend, sanken die Einfuhren im ersten Quartal um nahezu 6%, weil Banken kaum noch bereit waren, den Außenhandel zu finanzieren. Die Importpreise für Nahrungsmittel und Medikamente hatten sich seit Beginn der Krise mehr als verdoppelt, so daß im Inland Hungersnot und medizinische Unterversorgung drohten, die der IWF durch seine Konditionalität verstärkt haben könnte, indem er die Abschaffung von Subventionen für Grundnahrungsmittel wie Bohnen, Zucker und Weizenmehl forderte.

Trotz der sich verschlechternden wirtschaftlichen Situation, machte die Umsetzung des Programms in den ersten zwei Wochen nach Unterzeichnung große Fortschritte. Um den Kapitalabfluß einzudämmen, erließ *Subarto* am 27. Januar 1998 ein vorübergehendes Schuldenmoratorium für Unternehmen und erwog öffentlich die Einführung eines Currency Boards⁴⁰¹. Die Ankündigung wurde von Devisenhändlern positiv aufgenommen, so daß der Wechselkurs wieder unter 10.000 Rupiah pro US-Dollar fiel. Allerdings ging *Subarto* mit diesem Vorschlag erneut auf Konfrontationskurs mit dem IWF, der die im Rahmen des Hilfsprogramms durchgesetzte Unabhängigkeit der Zentralbank gefährdet sah, und den Vorschlag wegen unsicherer politischer sowie wirtschaftlicher Verhältnisse als wenig Erfolg versprechend ablehnte.⁴⁰² Am 5. März kündigte der IWF an, die für Mitte des Monats geplante Auszahlung des zweiten Teilkredits über 3 Mrd. US-Dollar auszusetzen. Damit war das Verhältnis zwischen *Subarto* und dem IWF endgültig zerstört. *Subarto* erklärte, daß er mit der Einhaltung des Programms gegen die indonesische Verfassung verstieße und führte das BULOG-Monopol wieder ein.⁴⁰³ Auch das nach seiner Wiederwahl am 10. März vorgestellte Kabinett, das im wesentlichen aus Verwandten und guten Freunden bestand, wurde überwiegend als Affront gegen den IWF gewertet. Wegen der sich anbahnenden Hyperinflation, vgl. Abbildung 33, zeigte Suharto wieder mehr Interesse an der Wechselkursstabilisierung, handelte dabei jedoch ungeschickt: Die Leitzinsen wurden endlich erhöht und am 15. März die Idee eines Currency Boards fallen gelassen. Allerdings „schockte“⁴⁰⁴ er den IWF eine Woche später mit der Einführung einer Tobin-Steuer in Höhe von 5%, die er tags darauf wieder zurücknahm.

Am 10. April folgte das dritte Memorandum zwischen IWF und Indonesien. Seine detaillierte Konditionalität ließ der Regierung kaum noch Handlungsspielräume offen. Als Hauptziele galten die Wechselkursstabilisierung, Inflations- und Armutsbekämpfung sowie nachdrücklich die Re-

⁴⁰¹ Currency Board wird häufig mit dem Begriff Konvertibilitätsregime übersetzt. Da letzterer wenig gebräuchlich ist, soll die englische Bezeichnung Verwendung finden.

⁴⁰² Vgl. Lane/Ghosh/Hamann/Phillips/Schulze-Ghattas/Tsikata, 1999, S. 40.

⁴⁰³ Beispielsweise sieht Artikel 33 der Verfassung vor, daß die Kontrolle lebenswichtiger Ressourcen und Grundnahrungsmittel in der Hand des Staates liegen sollen. Vgl. Mann, 1998, S. 190.

⁴⁰⁴ The Castle Group, 1998, S. 48.

strukturierung des Finanzsektors. Eine wichtige Neuerung bestand darin, daß die Regierung die Umstrukturierung der Auslandsschulden des Unternehmenssektors betreiben sollte. Darüber hinaus enthielt das Programm Auflagen zum Umweltschutz.⁴⁰⁵ Zur Überwachung der Einhaltung des Programms wurde ein Rat (Executive Council) eingesetzt, der mit dem IWF und den Entwicklungsbanken zusammenarbeiten sollte.⁴⁰⁶ Die Überprüfungen des Programms sollten nicht wie üblich vierteljährlich, sondern monatlich stattfinden.

Durch die neuerlichen Vereinbarungen hatte der Währungsfonds faktisch die wirtschaftspolitische Macht in Indonesien übernommen. *Subarto* war politisch angeschlagen, Hyperinflation, Rezession und Dürrekatastrophe ließen das Volk verarmen. Als *Subarto* Anfang Mai alle Subventionen für Treibstoff, Strom, und Personenverkehr abschaffte, um die Auszahlung dringend benötigter Kredite nicht zu gefährden, kam es zu Demonstrationen gegen das korrupte Herrschaftssystem im allgemeinen und *Subarto* im besonderen, die Mitte Mai in gewaltsamen Ausschreitungen eskalierten und mit *Subartos* Rücktritt am 21. Mai endeten.⁴⁰⁷ Indonesien war auf dem Tiefpunkt seiner Krise angekommen. Der Wechselkurs erreichte im Juni mit 16.745 Rupiah pro US-Dollar den absoluten Höchststand, das Finanzsystem und die Infrastruktur waren zusammengebrochen, das Vertrauen in- und ausländischer Investoren kaum noch vorhanden.⁴⁰⁸

Die Auswirkungen der Krawalle auf die Bevölkerung erforderten erneut eine Änderung der Konditionalität. Am 24. Juni wurde ein weiteres Memorandum unterzeichnet, in dem der IWF einen Politikwechsel offenbarte und der Armutsbekämpfung mehr Raum gab. An der restriktiven Geldpolitik wurde zwar festgehalten, in bezug auf die Fiskalpolitik erlaubte der IWF jedoch eine Ausweitung des Haushaltsdefizits auf 8,5% des BIP. Insbesondere verzichtete er nun explizit auf die Abschaffung der Subventionen für Nahrungsmittel und Treibstoff.⁴⁰⁹ An der den Finanz- und Unternehmenssektor betreffenden Konditionalität änderte der IWF nichts Wesentliches. Der neue Staatschef *B.J. Habibie* zeigte sich von Beginn an kooperativ. Indonesien konnte sich den folgenden Wochen in politischer und wirtschaftlicher Hinsicht etwas stabilisieren. Am 29. Juli wurde die Bereitschaftskreditvereinbarung für die restliche Laufzeit in eine Erweiterte Kreditvereinbarung umgewandelt, um die Darlehenstilgung zeitlich zu strecken. Einen weiteren Schritt in Richtung Normalisierung der Beziehungen zwischen IWF und Indonesien stellte das Memorandum zum Letter of Intent vom 13. November 1998 dar. Leistungskriterien und Benchmarks beschränkten sich auf Geld- und Fiskalpolitik sowie die Umstrukturierung des Finanzsektors. In einer Fußnote stellte der IWF klar, daß die Strukturmaßnahmen im realen Sektor künftig Aufgabe der Weltbank und der Asian Development Bank seien.⁴¹⁰

⁴⁰⁵ Vgl. Government of Indonesia, 1998b, S. 2 und Anhang S. 17.

⁴⁰⁶ Vgl. Government of Indonesia, 1998b, Anhang S. 8.

⁴⁰⁷ Die Demonstrationen richteten sich nicht, wie zu vermuten wäre, gegen den IWF und seine Politik. Vgl. Far Eastern Economic Review, 28.05.1998, S. 13 ff.

⁴⁰⁸ Vgl. International Monetary Fund, 1998b, S. 10.

⁴⁰⁹ Vgl. Government of Indonesia, 1998c, S. 2.

⁴¹⁰ Vgl. Government of Indonesia, 1998d, S. 9.

Nennenswerte Fortschritte folgten danach jedoch nicht, unter anderem weil für den IWF wesentliche Punkte der Konditionalität nicht umgesetzt wurden. Bezüglich der verstaatlichten Privatbanken fehlten der IBRA Konzepte bezüglich der weiteren Vorgehensweise. Außerdem versuchten Interessengruppen ständig, die Institution in ihrem Sinne zu beeinflussen. Der Unternehmenssektor litt unter Auslandsschulden in Höhe von etwa 65 Mrd. US-Dollar, für die nicht ansatzweise Restrukturierungspläne existierten. Wegen der noch immer mangelhaften Gerichtsbarkeit fanden kaum Insolvenzverfahren statt. Als ein Bankenskandal darüber hinaus offenbarte, daß die Bank Indonesia weder fähig noch Willens war, ihrer Aufsichtspflicht zu genügen und sich einflußreiche Politiker noch immer aus der Staatskasse bedienten, setzte der IWF am 16. September 1999 die Erweiterte Kreditvereinbarung aus.⁴¹¹ Unter der Führung des neuen Präsidenten *Abdurrahman Wahid*, der die Nachfolge von *B.J. Habibie* antrat, wurde schließlich am 4. Februar 2000 eine neue Erweiterte Kreditvereinbarung mit einem Gesamtvolumen von 5 Mrd. US-Dollar und einer Laufzeit von drei Jahren vereinbart.⁴¹²

4.3.3 Korea

In Korea offenbarte sich schnell, daß das am 3. Dezember geschlossene Hilfsprogramm kaum geeignet war, Vertrauen in- und ausländischer Investoren zurückzugewinnen. Trotz steigender Zinsen, verlor der koreanische Won gegenüber dem US-Dollar bis zum Freitag der folgenden Woche weitere 38% an Wert. Abbildung 35 verdeutlicht, daß die Abwertung mit Beginn des Programms an Momentum gewann. Die fortgesetzte Kapitalflucht ließ den Bestand an Währungsreserven bis zum Abschluß der ersten Überprüfung des Programms am 18. Dezember auf 4 Mrd. US-Dollar schrumpfen. Dafür können vier Hauptursachen verantwortlich gemacht werden. Erstens ließen die Erfahrungen aus Thailand und Indonesien befürchten, daß das Hilfsprogramm wegen der restriktiven geld- und fiskalpolitischen Vorgaben dazu beitragen werde, auch Korea in eine Rezession zu stürzen. Zweitens standen für den 18. Dezember Präsidentschaftswahlen an, wobei alle aussichtsreichen Kandidaten dem Hilfsprogramm ablehnend gegenüberstanden und dem Volk Neuverhandlungen versprachen.⁴¹³ Drittens wurde offensichtlich, daß die Hilfgelder nicht ausreichten, alle kurzfristig fällig werdenden Verbindlichkeiten abzudecken. Demnach bestand ein Anreiz, Gelder aus dem Land abzuziehen, um nicht der letzte zu sein, „den die Hunde beißen“. Viertens waren viele Vermögensverwalter gezwungen, ihre Investitionen zu liquidieren, weil zwei wichtige Rating-Agenturen, Standard & Poor's und Moody's, Korea bezüglich seiner in Auslandswährung denominierten langfristigen Auslandsverbindlichkeiten auf Non-

⁴¹¹ Vgl. International Monetary Fund, 2000f, S. 12 f.

⁴¹² Vgl. International Monetary Fund, 2000g.

⁴¹³ Am 12. Dezember wurden die aussichtsreichen Kandidaten in den Regierungssitz einbestellt, wo sie schriftlich erklären mußten, daß sie sich im Fall ihrer Wahl an das IWF-Programm halten würden. Gewählt wurde schließlich *Kim Dae Jung*.

Investmentgrades herabstufen.⁴¹⁴ Am 24. Dezember erreichte die Währungskrise ihren Höhepunkt. Der Wechselkurs stieg mit 1964 Won pro 1 US-Dollar auf ein Allzeithoch. Die Regierung wandte sich mit der Bitte an den IWF, für spätere Zeitpunkte geplante Auszahlungen auf den 30. Dezember vorzuziehen. Dafür verpflichtete sie sich in ihrem zweiten Letter of Intent vom 24. Dezember zur beschleunigten Umsetzung einiger im Rahmen des Hilfsprogramms gemachter Auflagen und zur Aufnahme neuer Vorgaben. Insbesondere wurde eine vorgezogene Öffnung der Leistungs- und Kapitalbilanz sowie die nochmalige Erhöhung der Zinsen vereinbart.⁴¹⁵

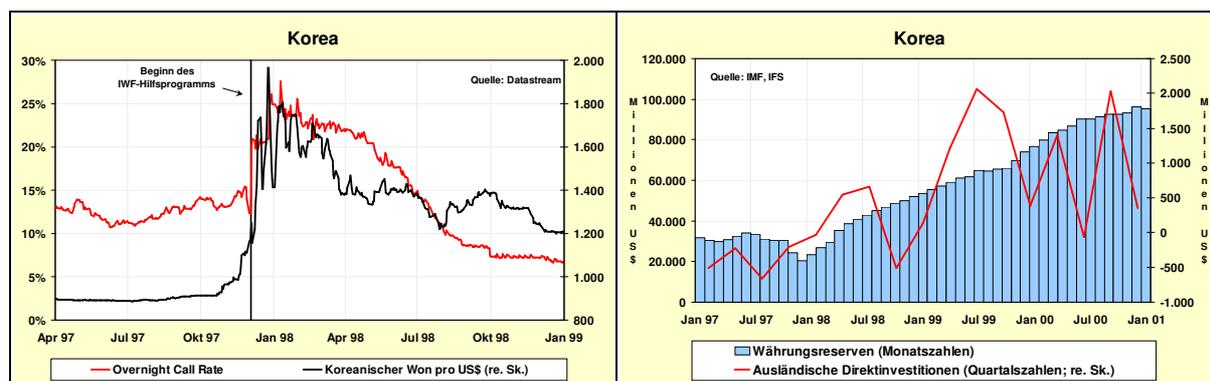


Abb. 35: Zinsen, Wechselkurs, Währungsreserven und ausländische Direktinvestitionen - Korea.

Durch die so eingegangenen Verpflichtungen erhielt Korea vom IWF bereits im Dezember 1997 über 11 Mrd. US-Dollar an Finanzhilfen, die zur Hälfte im Rahmen der eigens neu geschaffenen Zusätzlichen Reservefazilität ausgezahlt wurden. Der vermutlich entscheidende Schritt zur Reduzierung der Kapitalabflüsse gelang jedoch erst, als sich die Regierung mit ausländischen Gläubigern über die Erneuerung fällig werdender Verbindlichkeiten einigen konnte. Am 24. Dezember sagten US-amerikanische Banken auf Druck ihrer Regierung zu, Kreditlinien für eine Woche aufrechtzuerhalten, um Verhandlungen über eine längerfristige Lösung zu ermöglichen. Diese kam Ende Januar 1998 zustande. Der Regierung Koreas gelang in einem Treffen mit Vertretern ausländischer Banken in New York, kurzfristige Verbindlichkeiten privater Finanzinstitute in Höhe von etwa 22 Mrd. US-Dollar, die Ende März fällig geworden wären, zu einem Zinssatz, der je nach Laufzeit der umstrukturierten Kredite 2,5 oder 2,75 Prozentpunkte über dem damals herrschenden 6-Monats-LIBOR lag, in mittelfristige umzuschulden, nachdem sie unbeschränkte Ausfallgarantien gegeben hatte.⁴¹⁶ Auf diese Weise trat eine Beruhigung der Kapitalabflüsse ein. Abbildung 35 zeigt, daß die Volatilität der Wechselkursbewegungen im Januar und Februar sukzessive abnahm und der Won tendenziell wieder an Wert gewann. Der durchschnittliche Tagesgeldsatz der Zentralbank erreichte am 9. Januar mit knapp 28% seinen Spitzenwert, konnte jedoch wegen der tendenziellen Aufwertung kontinuierlich gesenkt werden, so daß er bereits Ende Juli 1998 das Niveau vom 2. Juli 1997 unterschritt.

⁴¹⁴ Standard & Poor's stufte Korea am 22. Dezember auf B+, das heißt, auf vier Stufen unter Investmentgrade, herab. Moody's reduzierte ihr Rating am 21. Dezember auf Ba1, das heißt, auf drei Stufen unter Investmentgrade. Vgl. Bank of International Settlement, 1998, S. 127.

⁴¹⁵ Vgl. Government of Korea, 1997b, S. 1.

⁴¹⁶ Vgl. für eine ausführliche Darstellung der Verhandlungen Kim/Byeon, 2001.

Unter dem neuen Regierungschef *Kim Dae Jung* machte die Restrukturierung des Finanzsektors beachtliche Fortschritte. Im Dezember 1997 verabschiedete das Parlament ein Gesetz, das die Unabhängigkeit der Bank of Korea herstellte und die drei, für unterschiedliche Bereiche des Finanzsektors zuständigen Aufsichtsgremien in einer regierungsunabhängigen Institution, der Financial Supervisory Commission, fusionierte. Diese verlangte von Banken und anderen Finanzinstituten detaillierte Berichte über deren Solvenz. Für den Fall, daß bestimmte Standards nicht eingehalten wurden, galt es innerhalb festgelegter Fristen Sanierungspläne zu erstellen, die dann nach Prüfung und Billigung umzusetzen waren. Alle bis dahin bestehenden Einlagenversicherungsgesellschaften wurden in der Korea Deposit Insurance Corporation zusammengeführt. Für den An- und Verkauf notleidender Kredite war die bereits seit 1962 bestehende Korean Asset Management Corporation (KAMCO) zuständig. Die KAMCO begann im März 1998 mit dem Ankauf notleidender Kredite und zahlte mit begebaren, staatlich gegen Ausfall gesicherten Schuldverschreibungen mit etwas unter Marktniveau liegender Nominalverzinsung. Auf diese Weise konnten sich Finanzinstitute stärker auf ihre organisatorische Umstrukturierung konzentrieren. Hier offenbarte sich ein Unterschied zur Strategie Thailands. In Korea versuchte die Regierung nicht, eine privatwirtschaftlich organisierte Restrukturierung des Finanzsektors herbeizuführen, sondern nahm das Verfahren von Beginn an selbst in die Hand und ging dabei zügiger vor. Von den 14 suspendierten Merchant Banks wurden zehn im Januar 1998 geschlossen. Im April folgten vier weitere, weil sie kein schlüssiges Sanierungskonzept vorlegen konnten. Die verbliebenen Merchant Banks mußten bis Ende Juni 1999 eine Mindesteigenkapitalquote von 6% vorweisen, was einer weiteren nicht gelang, so daß unter Berücksichtigung von Fusionen mit Geschäftsbanken schließlich Ende Juni 2000 noch neun Merchant Banks von ehemals 30 existierten. Das gleiche Verfahren wurde mit ähnlichen Konsolidierungsergebnissen auf die Geschäftsbanken, NBFIs und Versicherungsgesellschaften angewendet.⁴¹⁷

Die vom IWF verlangten Änderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen, insbesondere strengere Richtlinien für die Kreditklassifizierung, Risikoversorge und Devisengeschäfte, wurden umgesetzt. Über den gesamten Zeitraum des Programms legte der IWF 21 Leistungskriterien fest, die strukturelle Reformen betrafen. Davon bezogen sich 20 auf den Finanzsektor.⁴¹⁸ 18 wurden termingerecht, zwei weitere mit leichter Verspätung erfüllt, so daß die Auszahlung von Teilkrediten durch den IWF über den gesamten Zeitraum ohne Verzögerung gewährleistet war.

Die vom IWF auferlegte Konditionalität im Bereich des Unternehmenssektors konzentrierte sich im wesentlichen auf die Umstrukturierung der großen Konglomerate. Um diese jedoch in Angriff nehmen zu können, mußte unter anderem das Kündigungsrecht reformiert, der Arbeitsmarkt flexibilisiert sowie ein soziales Netz gespannt werden, denn den Chaebols waren Entlassungen bis

⁴¹⁷ Vgl. Chopra/Kang/Karasulu/Liang/Ma/Richards, 2001, S. 49.

⁴¹⁸ Die eine Ausnahme verlangte bis zum 1. Juni 1999 eine transparentere und zeitnähere Bereitstellung von Daten, die den Staatshaushalt betreffen (wurde mit einmonatiger Verspätung erfüllt).

zum Ausbruch der Krise verboten. Anfang Februar 1998 gelang der Regierung, sich mit Gewerkschaften und Unternehmensvertretern auf eine Arbeitsmarktreform zu einigen, deren Hauptpunkt die Legalisierung von betriebsbedingten Kündigungen war. Dadurch bekamen Unternehmen, insbesondere die Chaebols, ein dringend benötigtes Instrument zur Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit, um gegen ausländische Konkurrenz, die wegen der außenwirtschaftlichen Öffnung und der Neuformulierung der Eigentumsrechte für Ausländer zunahm, bestehen zu können.⁴¹⁹ Der IWF unterstützte die Entwicklung, indem er im dritten Letter of Intent Koreas am 7. Februar eine Lockerung der fiskalpolitischen Vorgaben erlaubte, ein Budgetdefizit in Höhe von 1,5% des BIP und wegen der Wechselkursberuhigung Zinssenkungen zuließ.⁴²⁰

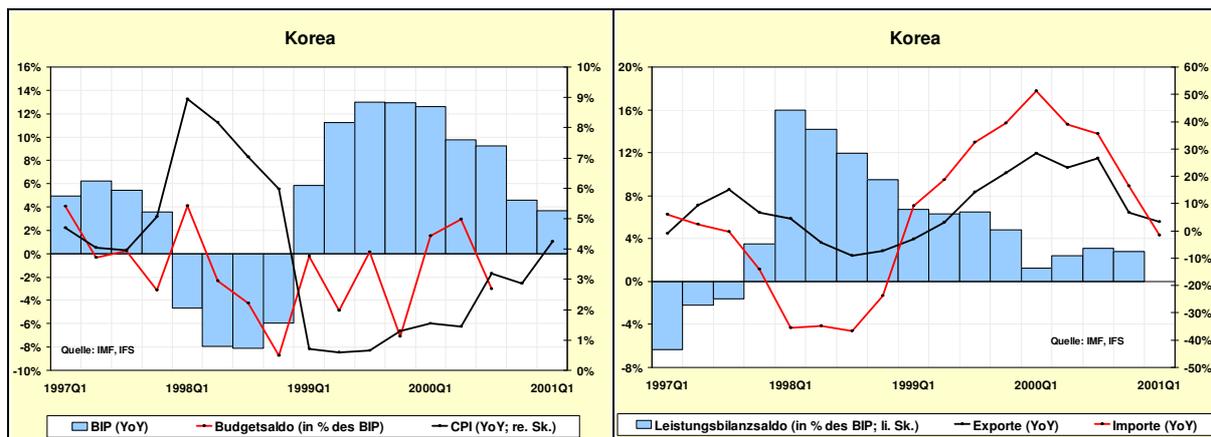


Abb. 36: Ausgewählte volkswirtschaftliche Kennziffern - Korea.

Die Strategie zur Restrukturierung des Unternehmenssektors baute auf drei Hauptsäulen. Erstens sollte mit der bereits erwähnten Öffnung der Kapitalbilanz und einer Stärkung des Eigentumsrechts für Ausländer der Wettbewerbsdruck erhöht sowie die Zugriffsmöglichkeiten auf ausländisches Kapital verbessert werden. Da die Umsetzung eine wesentliche Voraussetzung für die vorgezogene Auszahlung von Hilfsgeldern Ende 1997 darstellte, wurden hier schnell Fortschritte erreicht, so daß ausländische Direktinvestitionen, wie Abbildung 35 zeigt, bereits im ersten Quartal 1998 spürbar zunahm. Allerdings sah die Bevölkerung in ausländischen Investoren mehrheitlich zunächst noch Arbeitsplatzvernichter, die sich billig in Korea einkaufen konnten. In den ersten Monaten des Hilfsprogramms wurde kritisiert, daß vor allem die USA und Japan mittels IWF-Konditionalität versuchten, geschützte Märkte aufzubrechen und für sich zu erschließen. Die Einstellung änderte sich erst im Laufe der Zeit, als offensichtlich zutage trat, daß ehemals verlustträchtige Unternehmen unter ausländischer Führung mit Gewinn arbeiten konnten.⁴²¹ Zweitens wurden die rechtlichen Rahmenbedingungen und die Praktiken der Unternehmensführung verbessert. Das galt insbesondere für Rechnungslegung, Informationsbereitstellung und Zusammensetzung der Vorstände. Beispielsweise müssen alle börsennotierten Unternehmen seit dem Geschäftsjahr 1999 nach international anerkannten Standards des International Accounting

⁴¹⁹ Vgl. Far Eastern Economic Review, 26.02.1998, S. 56.

⁴²⁰ Vgl. Government of Korea, 1998, S. 2 f.

⁴²¹ Vgl. Far Eastern Economic Review, 29.04.1999, S. 58 f.

Standards Committee (IASC) und auf konsolidierter Basis bilanzieren.⁴²² Auch die Rechte von Minderheitsaktionären sowie das Insolvenzrecht wurden verbessert. Die dritte Hauptsäule umfaßte alle Maßnahmen, die die Schuldenlast der Unternehmen senken sowie deren Organisationsstruktur verbessern sollten. Hier sind bisher die geringsten Fortschritte gemacht worden. Die Ursache dafür könnte in dem von der Regierung gewählten Verfahren liegen. Dieses beruhte im wesentlichen auf der bilateralen Erstellung von Sanierungsplänen zwischen Gläubigern und Schuldnern. Als problematisch haben sich hier mindestens drei Punkte erwiesen. Erstens basiert das Verfahren auf Freiwilligkeit, wodurch es häufig in die Länge gezogen wurde und oftmals noch wird. Zweitens hielt sich die Regierung anfänglich aus den Verhandlungen heraus. Drittens waren Kreditgeber, insbesondere Banken, kaum bereit, finanzielle Zugeständnisse zu machen, unter anderem weil, wie bereits erläutert, neue Kapitalstandards erfüllt werden mußten. Viertens könnte auch die Hoffnung beider Seiten, das Schuldenproblem bis zur nächsten konjunkturellen Erholung gemeinsam aussitzen zu können, ein Beweggrund gewesen sein, die Verzögerung der Verfahren zu betreiben.⁴²³

Die fünf größten Chaebols⁴²⁴ sollten ihre Restrukturierung selbst organisieren, was kaum gelang, wie das Beispiel Daewoo veranschaulicht: Anstatt den zweitgrößten Chaebol durch Teilverkäufe zu entflechten, um Kerngeschäftsfelder stärken zu können, expandierte Daewoo. Unter anderem deshalb stieg das Verhältnis zwischen Fremd- und Eigenkapital von 474% Ende 1997 auf 527% Ende 1998. Als das Konglomerat 1999 in die Zahlungsunfähigkeit geriet, hatte es Schulden in Höhe von insgesamt 74 Mrd. US-Dollar aufgebaut, was etwa 18% des koreanischen BIP entsprach. Die Regierung intervenierte und drängte Gläubiger, die Zahlungsfähigkeit von Daewoo zu gewährleisten und die Restrukturierung voranzutreiben. Jedoch brachte auch der politische Druck wenig Früchte. Der Verkauf wichtiger Teilbereiche, wie beispielsweise der Autosparte an Ford oder General Motors scheiterte, so daß im September 2000 endgültig das Konkursverfahren eröffnet wurde. Im selben Monat geriet das größte Konglomerat, Hyundai, ebenfalls in Zahlungsprobleme. Der Staat griff mit finanzieller Unterstützung ein und sorgte dadurch für Vertrauensverlust bei Aktienanlegern, der den KOSPI nach längerer Abwärtsbewegung auf ein 18-Monattstief sinken ließ (Abbildung 4 auf Seite 38). Möglicherweise läßt sich zwischen dem Verhalten der Regierung und dem bevorstehenden Laufzeitende des IWF-Hilfsprogramms sowie dem Umstand, daß sie seit dem 15. Mai 1999 auf die Inanspruchnahme weiterer Teilkredite verzichtete, ein kausaler Zusammenhang herstellen: Dadurch und durch die rasante wirtschaftlichen Erholung in 1999 könnten Reformdruck und Reformwille nachgelassen haben.

Insgesamt sank die Schuldenlast der Unternehmen seit Ausbruch der Krise, sie liegt jedoch noch immer weit über dem Durchschnitt großer Industrienationen.⁴²⁵ Darin spiegelt sich auch die Tat-

⁴²² Vgl. Park, 2000, S. 1. Der Reformprozeß, der gegenwärtig unterbrochen ist, soll bis zur Erfüllung der U.S. Generally Accepted Accounting Principles (US GAAP) führen.

⁴²³ Vgl. für eine Umfassende Darstellung des Verfahrens Mako, 2001.

⁴²⁴ Hyundai, Daewoo, Samsung, SK und LG.

⁴²⁵ Vgl. Chopra/Kang/Karasulu/Liang/Ma/Richards, 2001, S. 66.

sache, daß die Restrukturierung des Unternehmenssektors nicht die Erfolge wie die des Finanzsektors aufweist. Ein möglicher Grund dafür könnte sein, daß der IWF in diesem Bereich keine Leistungskriterien festlegte, mithin der unmittelbare äußere Druck fehlte. Da auch die koreanische Regierung eine privatwirtschaftlich organisierte Lösung anstrebte, mangelte es vermutlich auch an innerem Druck. Folglich steht die Entflechtung der Konglomerate erst am Anfang, möglicherweise aber auch bereits am Ende. Denn in Korea wird offen von einer Renaissance der Chaebols gesprochen. Politiker denken beispielsweise darüber nach, Konglomeraten die Beteiligung an Finanzinstituten wieder zu gestatten.⁴²⁶ Die Bestimmung, eine Quote von Fremd- zu Eigenkapital in Höhe von unter 200% zu erreichen, soll aufgeweicht werden.⁴²⁷ Viele nicht lebensfähige Unternehmen bestehen weiterhin. Für deren zügige Abwicklung fehlen zum einen Kapazitäten an Insolvenzgerichten und zum anderen der politische Wille, unter anderem weil steigende Arbeitslosenraten Wählerstimmen kosten. Darüber hinaus muß sich in Korea, wie bereits an Thailand erläutert, das praktische wirtschaftliche Handeln an die neuen rechtlichen Rahmenbedingungen erst noch anpassen. Der IWF kann zwar die Installation bestimmter gesetzlicher Mindestregelungen fordern, auf deren Anwendung besitzt er jedoch bisher nur geringen Einfluß.

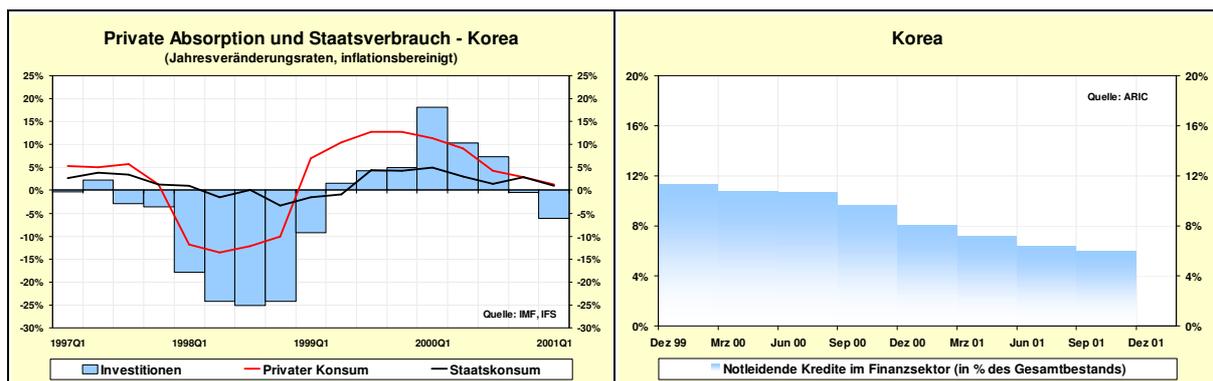


Abb. 37: Inländische Absorption und notleidende Kredite - Korea.

Während die Umstrukturierung im Finanzsektor anfänglich zügig voran kam, und sich Kapital- und Devisenbilanz zu bessern begannen, verschlechterte sich 1998 die Situation in der realen Wirtschaft und der Bevölkerung. Unter anderem wegen restriktiver Geld- und Fiskalpolitik, Konsumrückgangs sowie geringer Bereitschaft bei inländischen Finanzinstituten, neue Darlehen zu vergeben, gerieten Unternehmen in Liquiditätsengpässe, die in einem Einbruch der Investitionstätigkeit mündeten. Zudem kürzten ausländische Gläubiger weiterhin ihre Kreditlinien, weil Darlehenskontrakte mit dem Unternehmenssektor nicht unter die im Januar geschlossenen Umschuldungsvereinbarungen fielen. Daher geriet auch Korea in eine Rezession. Bereits im ersten Quartal 1998 wurde ein negatives Wirtschaftswachstum verzeichnet, das sich, wie Abbildung 36 zeigt, in den beiden darauffolgenden Quartalen auf jeweils etwa -8% verstärkte. Im letzten Vierteljahr trat die Wende ein, und ab 1999 fiel das Wachstum mit beachtlichen Raten wieder

⁴²⁶ Vgl. Far Eastern Economic Review, 11.10.2001, S. 66.

⁴²⁷ Vgl. Korea Herald, 07.08.2001, S. 1.

positiv aus. Abbildung 37 deutet darauf, daß auch in Korea überwiegend der private und öffentliche Konsum für den Aufschwung verantwortlich waren. Die Leistungsbilanz wies seit Ende 1997 einen Überschuß aus, weil auch hier wie in Thailand und Indonesien die Importnachfrage einbrach. Daß die Rezession in Korea kürzer und weniger heftig ausfiel als in Thailand, könnte hauptsächlich folgende Ursachen haben. Erstens fand der Investitionsboom in Korea vor Ausbruch der Krise im Bereich handelbarer Güter statt. Dieser Bereich profitierte ab der zweiten Jahreshälfte 1998 von der nominalen Abwertung und einer anziehenden Auslandsnachfrage. Zweitens trugen Arbeitsmarktreformen zu sinkenden Reallöhnen bei, was die internationale Wettbewerbsfähigkeit nochmals erhöhte. Drittens sank das reale Kreditwachstum in 1998, wie Abbildung 5 auf Seite 41 zeigt, zwar auch, aber es war nicht negativ. Viertens scheint die weitere Öffnung der Kapitalbilanz und der Reformwillen bei Regierung und Bevölkerung für eine frühzeitige Besserung des Investorenvertrauens und damit für eine nachhaltigere Erholung der ausländischen Direktinvestitionen gesorgt zu haben. Schließlich könnte zur schnelleren Erholung auch beigetragen haben, daß die Periode der restriktiven Geld- und Fiskalpolitik in Korea kürzer ausfiel als in Thailand.

4.4 Kritische Würdigung der Vorgehensweise des IWF

In allen drei Programmstaaten ist letztlich eine Stabilisierung der Wechselkurse und Finanzsysteme eingetreten. Nach einer kurzen, aber tiefen Rezession 1998 konnte ab 1999 wieder ein positives Wirtschaftswachstum erreicht werden. Einige Ökonomen bezweifeln jedoch, daß dies ein Verdienst der vom IWF auferlegten Konditionalität gewesen sein könnte. Die Vorbehalte gehen dahin, daß insbesondere die Hochzinspolitik für steigende Kreditkosten bei Finanzinstituten und Unternehmen gesorgt hatte und damit das Risiko von Insolvenzen erhöhte. Die Trendumkehr an den Devisenmärkten sei nicht wegen, sondern trotz restriktiver Geldpolitik eingetreten, weil Blankogarantien der Regierungen die panikartigen Kapitalabflüsse gestoppt hätten.⁴²⁸ Eine Vielzahl ökonomischer Studien hat sich dieser Problematik mit den unterschiedlichsten Methoden genähert.⁴²⁹ Allerdings erbringen sie keine eindeutigen und in den meisten Fällen statistisch nicht signifikante Ergebnisse. Dies könnte daran liegen, daß die Ceteris-paribus-Wirkung des Zinssatzes auf den Wechselkurs in Währungs- und Finanzkrisen durch andere Einflußfaktoren überlagert wird.⁴³⁰ Diese These unterstützend, deutet keine der Studien auf eine perverse, das heißt,

⁴²⁸ Vgl. beispielsweise Furman/Stiglitz, 1998; vgl. Feldstein, 1998; vgl. Radelet/Sachs, 1998. In der Argumentation spielt der „panikartige“ Kapitalabzug eine wesentliche Rolle. In Kapitel 3.4 wurde jedoch gezeigt, daß die Nettokapitalexporte oftmals dann wieder verstärkt einsetzten, als inkonsistente Politikmaßnahmen zur Krisenbewältigung neuen Anlaß dazu gaben. Insofern wäre das Verhalten der Investoren auf rationale Erwägungen und nicht auf Panik zurückzuführen gewesen.

⁴²⁹ Vgl. beispielsweise Goldfajn/Baig, 1998; vgl. Goldfajn/Gupta, 1999; vgl. Furman/Stiglitz, 1998; vgl. Kraay, 2000; vgl. Gould/Kamin, 2000; vgl. Dekle/Hsiao/Wang, 2001, und die dort angegebene Literatur.

⁴³⁰ *Gould* und *Kamin* argumentieren, daß der Zinssatz in derartigen Krisen eine endogene Größe in bezug auf den Wechselkurs und die Erwartungen von Investoren sein könnte. Sie machen einen Versuch, dieses Endogenitätsproblem zu lösen, indem sie den Teil der Wechselkursänderungen, der sich aus der Fluktuation von Länderrisiken, an Zins-Spreads gemessen, ergibt, aus der Gesamt-Wechselkursänderungsrate herausrechnen. Für die un-

weiteren Abwertungsdruck erzeugende, Wirkung restriktiver Geldpolitik. Jedoch offenbart sich für Staaten, in denen Währungs- von Finanzkrisen begleitet werden, eine geldpolitische Zwangslage: Während die Stützung des Wechselkurses eine restriktive Geldpolitik verlangt, hat sich zur Eingrenzung von Finanzkrisen eine expansive Geldpolitik bewährt.⁴³¹ Die geschilderten Ereignisse im Rahmen der Asienkrise deuten darauf, daß sich die Auswirkungen einer solchen Doppelkrise möglicherweise mildern lassen, indem Regierungen umfassende Ausfallgarantien auf externe Verbindlichkeiten privater Wirtschaftssubjekte erteilen.⁴³² Denn für Thailand und Korea fällt auf, daß die Beruhigung am Devisenmarkt erst ab Mitte Januar 1998 eintrat, als der schriftliche Beleg dafür vorlag und die Regierungen beider Länder nochmals öffentlich bekräftigten, Auslandsverbindlichkeiten vor Ausfällen zu schützen. Mithin mußten ausländische Kapitalgeber fortan keine nennenswerten Verluste mehr befürchten.

Gegner der angewandten geldpolitischen Strategie verweisen auch darauf, daß sie für den konjunkturellen Einbruch in den drei Krisenstaaten mitverantwortlich gewesen sei, indem sie zu einem Credit Crunch führte. Unternehmen, die wegen gestiegener Kreditkosten ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr hätten nachkommen können, mußten Insolvenz anmelden, was wiederum den Bestand an notleidenden Krediten im Finanzsektor erhöhte, der daraufhin seinerseits Kreditlinien weiter kürzte. Diese These ist umstritten. Auch die Untersuchungsergebnisse aus Kapitel 3.1 lassen eine andere Argumentation zu. Dort wurde gezeigt, daß die Kreditvergabe in den Boomjahren vor Ausbruch der Krise zu expansiv gewesen und zunehmend wirtschaftlich weniger sinnvolle Investitionsprojekte gefördert worden sein könnten. In Abbildung 5 auf Seite 41 ist ersichtlich, daß die Kreditwachstumsrate 1998 dort am geringsten ausfiel, wo das Verhältnis zwischen Kreditbestand und BIP vor Ausbruch der Krise am stärksten stieg. Die gesunkene Kreditvergabe könnte demnach eine optimale Reaktion auf frühere „Exzesse“ gewesen sein und stellte somit keinen Credit Crunch dar.⁴³³ Auch die Ergebnisse dieses Kapitels deuten darauf, daß die Hauptursachen für den konjunkturellen Einbruch möglicherweise woanders lagen. Denn erstens erreichten die Zinssätze in Thailand und Korea bereits im Juli 1998, das heißt ein halbes Jahr nach ihren Höchstständen, wieder Vorkrisenniveau. In Indonesien wurde bis Mitte 1998 überhaupt keine Hochzinspolitik betrieben. Zweitens bestanden die Zahlungsschwierigkeiten auch in den Erholungsphasen fort, wie die Beispiele Hyundai und Daewoo in Korea 1999 und 2000 verdeutlichen. Darüber hinaus waren die Zentralbanken nur eingeschränkt für das hohe Marktzinnsniveau in den Krisenstaaten verantwortlich. Denn Vergleiche zwischen Markt- und Zentralbankzinssätzen zeigen, daß sich erstere ständig und teilweise weit über denen

tersuchten Staaten Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Thailand und Mexiko erhalten sie im Ergebnis keinen statistisch signifikanten Einfluß des Zinssatzes auf den Wechselkurs. Vgl. Gould/Kamin, 2000, S. 16 ff.

⁴³¹ Vgl. Krueger, 2000, S. 38 ff.

⁴³² Eine weitere Möglichkeit wäre, noch umfassendere Finanzhilfen zu leisten. Vgl. dazu die Diskussion in Kapitel 6.3.

⁴³³ Vgl. Issing, 1996, S. 163 f.

der Geldbehörden bewegten.⁴³⁴ Demnach verlangten Finanzinstitute wesentlich höhere Risikoprämien, als die Zentralbanken vorgaben. Schließlich konnten bislang auch empirische Studien keinen eindeutigen Nachweis für einen Credit Crunch aufgrund restriktiver geldpolitischer Maßnahmen liefern.⁴³⁵

Einig sind sich die Ökonomen in dem Punkt, daß die Fiskalpolitik den Rezessionen von Anfang an hätte entgegenwirken müssen, zumal die Regierungen aller drei Länder in den Jahren zuvor Haushaltsüberschüsse erwirtschaften konnten und die gesamte Staatsverschuldung im internationalen Vergleich niedrig lag. Mit anderen Worten, die in den ursprünglichen Memoranden zu den Bereitschaftskreditvereinbarungen festgelegten Maßnahmen fielen, ex post betrachtet, zu restriktiv aus. Gemäß den anfänglichen Zielen, die der IWF mit fiskalpolitischer Zurückhaltung erreichen wollte, und unter den Prognosen, die er bezüglich volkswirtschaftlicher Kennzahlen für die drei Programmstaaten abgab, schienen die Politikvorgaben ex ante jedoch angemessen. Hier kann man dem IWF möglicherweise vorwerfen, er habe die Auswirkungen der Währungs- und Finanzkrise auf die reale Wirtschaft unterschätzt und den Hilfsprogrammen verfehlte Annahmen zugrunde gelegt, zumal ähnlich gelagerte Krisen zuvor immer mit Rezessionen verbunden waren. Als im Frühjahr 1998, unterstützt durch eine Lockerung der Geldpolitik, der Politikwechsel vollzogen wurde, ließen sich die Ausmaße der Rezession möglicherweise verringern und ein nachfrageinduzierter Aufschwung einleiten.

In diesem Zusammenhang fallen die unterschiedlich hohen Wachstumsraten sowohl im Ab- als auch im Aufschwung auf. Während Indonesien von den drei Programmländern die ausgeprägteste Rezession durchlief und nur eine moderate Erholung in 1999 erlebte, machte Korea die umgekehrte Erfahrung. Dies könnte ein Hinweis auf die unterschiedlichen Erfolge bei der Umsetzung struktureller Reformen sein. Auch wenn Investorenpanik oder Währungsspekulationen eine Rolle für den Ausbruch der Krise in Asien gespielt haben sollten, können strukturelle Probleme – neben anderen - als Indikatoren für deren Breite und Tiefe herangezogen werden. Daher war die Aufnahme von Vorgaben, die den Umbau des Finanzsektors betrafen, als Teil der Konditionalität in den Hilfsprogrammen sinnvoll. Auch die Entwicklung der ausländischen Direktinvestitionen deutet die Wichtigkeit struktureller Reformen an. In Thailand nahmen sie erst wieder zu, als die neue Regierung die diesbezügliche Konditionalität des IWF umzusetzen begann. Ab Mitte 1998 verlangsamten sich die Reformen, und die Direktinvestitionen nahmen wieder ab (Abbildung 29 auf Seite 110). In Korea, wo die Neuerungen am weitesten fortgeschritten sind, haben sich auch die Direktinvestitionen am besten erholt. Aus Indonesien, dem umgekehrten Fall, ziehen Ausländer seit Mitte 1998 Direktinvestitionen ab (Abbildung 32 auf Seite 116).

⁴³⁴ In Indonesien beispielsweise, betrug 1998 der Spread zwischen der Interbank Overnight Call Rate (Marktzinssatz) und dem SBI 90 Tage (Zentralbankzins) bei hoher Streuung im Durchschnitt 11,4 Prozentpunkte während er zwischen 1990 und 1997 bei –2,4 Prozentpunkten lag.

⁴³⁵ Dies könnte jedoch auch daran liegen, daß sich mögliche Ursachen für das gesunkene Kreditwachstum mit den bisherigen Verfahren kaum isolieren lassen. Vgl. zu einer Diskussion und Literaturhinweisen Lane/Ghosh/Hamann/Phillips/Schulze-Ghattas/Tsikata, 1999, S. 51.

Doch in bezug auf die strukturelle Konditionalität deuten die Untersuchungsergebnisse auch auf Schwachpunkte. Erstens könnte sie in Teilbereichen zu weit gegangen sein. Insbesondere der Regierung Indonesiens wurden Maßnahmen auferlegt, die mit Beseitigung der eigentlichen Krisenursachen kaum in Zusammenhang standen und möglicherweise den Widerwillen der Regierung provozierten. Dazu zählt die Auflösung staatlicher Vertriebsmonopole. Vor allem die Beschränkungen für BULOG haben durch den Wegfall staatlich gelenkter Höchstpreise zu Preissteigerungen bei Grundnahrungsmitteln und einer weiteren Verarmung der Bevölkerung beigetragen. Den Stop von Bewässerungsprojekten zu verlangen, obwohl bekanntermaßen eine Dürre bevorstand, dürfte die Bekämpfung der Krisenursachen ebenfalls kaum gefördert haben. Auch die umfangreichen Umweltschutzaufgaben waren diesbezüglich wenig hilfreich. Selbst den Finanzsektor betreffend, scheinen Fehler gemacht worden zu sein. Beispielsweise läßt sich nicht leicht von der Hand weisen, daß der IWF bei besserer Kenntnis des indonesischen Finanzsystems den Bankansturm als mögliche Folge der Schließungen hätte vorhersehen und vermeiden können.⁴³⁶ Allerdings muß Indonesien als Sonderfall betrachtet werden, denn nahezu alle strukturellen Vorgaben des IWF bedeuteten einen Angriff auf das Herrschaftssystem *Subartos*. Sie wurden daher verschleppt oder gar nicht durchgeführt. In diesem Zusammenhang werfen Kritiker dem Währungsfonds vor, er habe mit seiner Konditionalität in die Souveränität Indonesiens eingegriffen.⁴³⁷ Dem ließe sich jedoch erwidern, daß die Regierungen um die Hilfe des IWF anfragen und deshalb sozusagen als „Preis“ für die finanzielle Unterstützung strukturelle Eingriffe zulassen müssen. Darin könnte ein Beweggrund liegen, Hilfesuche an den IWF immer erst dann zu stellen, wenn sich andere Alternativen als wirkungslos erwiesen haben oder als noch teurer herausstellen.

⁴³⁶ In Indonesien hätte in einem ersten Schritt beispielsweise von der gesetzlichen Möglichkeit Gebrauch gemacht werden können, das Management der Banken auszutauschen. Banken mit positivem Deckungsbeitrag wäre so vorerst eine Schließung erspart geblieben. Der IWF und die Regierung Indonesiens hätten auf diese Weise Zeit gewinnen können, die weitere Vorgehensweise zu überlegen. Vgl. McLeod, 1998b, S. 348.

⁴³⁷ Ob der IWF mit seiner Konditionalität in die Souveränität eines Landes eingreift, ist eine juristische Frage, die bisher nicht eindeutig beantwortet ist. Vgl. Weigeldt, 1999, der die Frage verneint; vgl. Riesenhuber, 2001, für die konträre Meinung.

5 Überwindung der Krisen: Die Strategie Malaysias

Wie in Kapitel 3.4.3 ausgeführt, hatte die Regierung Malaysias Ende November 1997 begonnen, der eigenen Währungs- und Finanzkrise entgegenzutreten. Im folgenden sollen in Kapitel 5.1 die geld-, fiskal- und strukturpolitischen Maßnahmen nachgezeichnet sowie in den Kapiteln 5.2 und 5.3 die Kapitalverkehrskontrollen analysiert werden.

5.1 Krisenbekämpfung mittels „konventioneller“ Methoden

5.1.1 Geld- und Fiskalpolitik

Am 5. Dezember 1997 verkündete der Stellvertretende Premier- und gleichzeitige Finanzminister *Anwar* einen modifizierten Haushaltsplan, durch den die Regierung offiziell signalisierte, daß Malaysia in einer Währungskrise steckte und gewillt war gegenzusteuern. Zu seinen Eckpunkten gehörten Ausgabekürzungen in Höhe von 18%, die durch Verschiebung aller in Planung befindlicher Großbauprojekte auf unbestimmte Zeit sowie Senkung der Ministergehälter um 10% erreicht werden sollten. Darüber hinaus kündigte *Anwar* den Stop aller Überseeinvestitionen heimischer Unternehmen an.⁴³⁸ Im Zusammenhang mit diesen Maßnahmen senkte er die Prognose für das Wirtschaftswachstum in 1998 von 7% auf 4% bis 5%. Damit bedeutete der Plan eine Abkehr von der aggressiven Wachstumspolitik vergangener Jahre, die untrennbar mit ihrem „Begründer“ *Mahathir* verbunden war. Ohne *Mahathirs* Einverständnis hätte der neue Haushaltsplan zwar nicht beschlossen werden können, vermutlich hatte er ihn innerlich jedoch zu keinem Zeitpunkt mitgetragen.

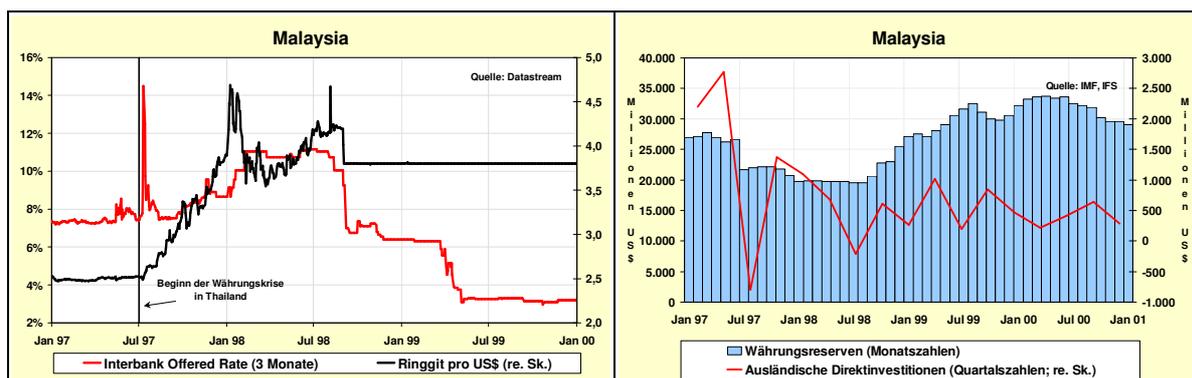


Abb. 38: Zinsen, Wechselkurs, Währungsreserven und ausländische Direktinvestitionen - Malaysia.

Der Wertverfall des Ringgit konnte in Malaysia ebenfalls erst im Januar 1998 gestoppt werden. Wie Abbildung 38 zeigt, fällt die Aufwertung zeitlich mit Leitzinserhöhungen der Zentralbank zusammen. Ein weiterer wesentlicher Grund könnte darin liegen, daß Korea seine Zahlungsunfä-

⁴³⁸ Die Regierung Malaysias hatte große Unternehmen in den Jahren vor der Krise dazu ermutigt, weltweit zu expandieren. Für einen Überblick über solche Projekte vgl. Far Eastern Economic Review, 12.12.1996, S. 64 ff.

higkeit abwendete und in der gesamten Region eine Beruhigung an den Devisenmärkten eintrat. Malaysia hätte demnach sowohl von seiner geänderten Wirtschaftspolitik als auch von externen Faktoren profitiert. Obwohl die Regierung auf die finanzielle Hilfe des IWF verzichtete – wegen seiner Schulden- und Reserveposition verzichten konnte - und somit die Umsetzung seiner Konditionalität vermied, hatte sie seine „Rezepte“ aus den ursprünglichen Hilfsprogrammen zur Überwindung der Währungs- und Finanzkrise in Hinsicht auf Geld- und Fiskalpolitik im wesentlichen übernommen.

Nachdem sich der Wechselkurs des Ringgit im ersten Quartal 1998 stabilisierte und auch der Aktienindex um mehr als 40% an Wert gewann, rückten die möglichen Auswirkungen der restriktiven Wirtschaftspolitik auf die reale Wirtschaft in den Vordergrund. Besonders in den Bau- und Finanzsektoren mußten Arbeitnehmer Lohnkürzungen und Entlassungen hinnehmen. Im Zuge der bevorstehenden Fusionen im Finanzsektor war die Schließung von etwa 30% aller Zweigstellen der Geldinstitute in Malaysia vorgesehen. Steigende Zinssätze erhöhten die Finanzierungskosten der Unternehmen. Die Zentralbank reagierte darauf zwar mit einer Senkung der Mindestreservesätze für reservspflichtige Einlagen von 13% auf 10%, reduzierte aber gleichzeitig ihre Kredite an Geschäftsbanken, so daß kein positiver Geldangebotsimpuls entstand. Der Anteil notleidender Kredite im Finanzsektor lag zwar im Verhältnis zu den anderen drei Krisenstaaten, wie Abbildung 40 zeigt, bei moderaten 15%, ein weiterer wirtschaftlicher Abschwung und Deflation im Immobiliensektor hätte diese Zahl jedoch erhöhen können. Darauf und auf eine mögliche weitere Abwertung waren Finanzinstitute wegen bereits Anfang der 1990er Jahre durchgeführter Reformen und der geringeren Auslandsverschuldung nicht optimal, aber besser vorbereitet als die Institute in Thailand, Indonesien oder Korea.

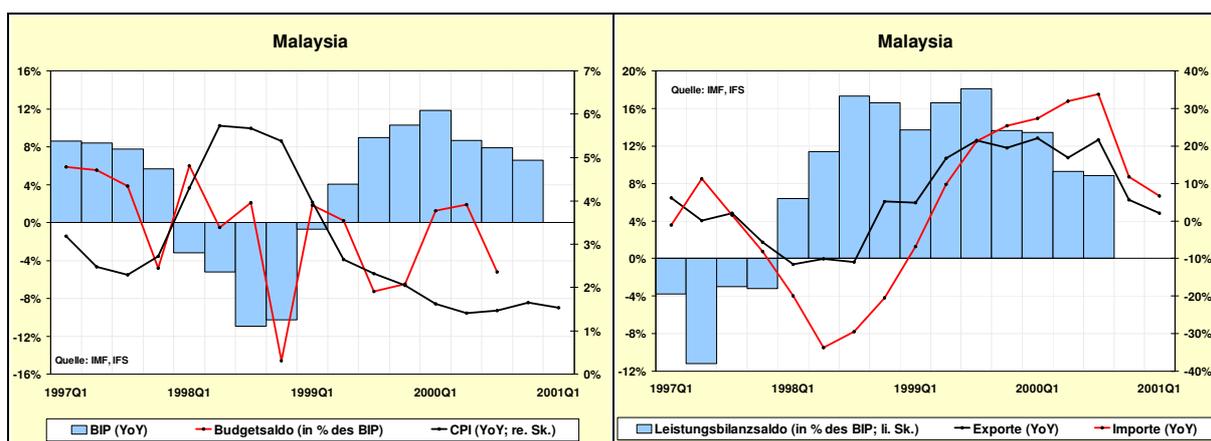


Abb. 39: Ausgewählte volkswirtschaftliche Kennziffern - Malaysia.

Allerdings verschlechterte sich die soziale Situation der meisten Inländer. Neben der Rezession sorgte das El-Niño-Phänomen für einen Wassernotstand. Zusätzlich mußte das Land einen Flüchtlingsstrom aus Indonesien verkraften, der sich wegen der dortigen Dürre und Wirtschaftskrise in Richtung Malaysia bewegte. Trotzdem entstanden keine Unruhen in der Bevölkerung, unter anderem weil die New Economic Policy seit Anfang der 1970er Jahre den allgemeinen

Wohlstand der Bevölkerung auf breiter Basis zu heben vermochte und die Wohlstandslücke zwischen Malayen und eingewanderten Chinesen verringert hatte.⁴³⁹

Das Wirtschaftswachstum fiel im ersten Quartal 1998 erstmalig seit Beginn der 1990er Jahre negativ aus. Der Ringgit verlor nach ersten Stabilisierungserfolgen ab April 1998 wieder sukzessive an Wert. Die Exportwirtschaft konnte davon jedoch kaum profitieren, unter anderem weil mehr als 50% der Ausfuhren auf den Bereich der Elektronik fielen, wo Weltmarktpreise und Auslandsnachfrage stark gefallen waren. Zudem führte die Abwertung in Konkurrenzländern der Region dazu, daß ein Wechselkursbedingter Wettbewerbsvorteil weitgehend ausblieb. Der Leistungsbilanzsaldo drehte, wie Abbildung 39 zeigt, dennoch in den positiven Bereich, weil die Importnachfrage einbrach.

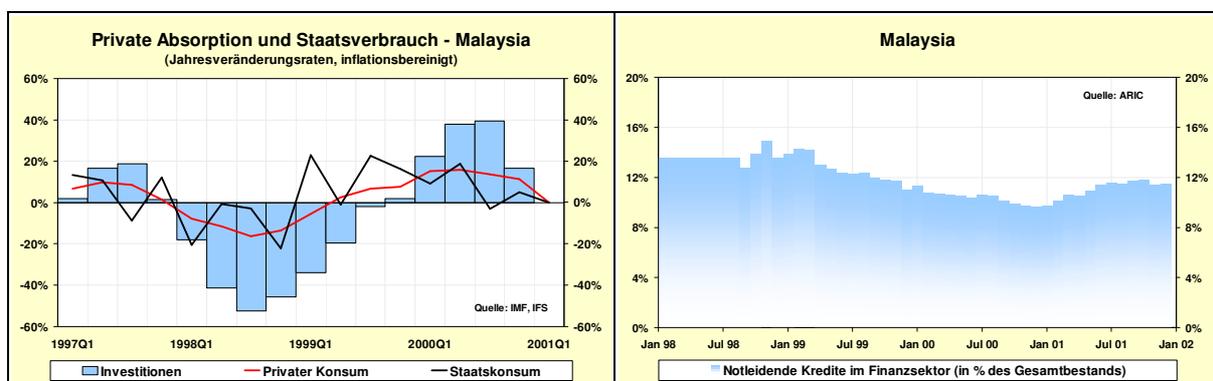


Abb. 40: Inländische Absorption und notleidende Kredite - Malaysia.

Mabathir sah sich durch die Entwicklung in seiner Kritik an der restriktiven Wirtschaftspolitik bestätigt und ließ ab Ende Juni 1998 trotz fortschreitender Abwertung von der Stabilisierung des Wechselkurses als oberstes wirtschaftspolitisches Ziel abrücken. Als vordringliche Aufgabe galt fortan, das Ausmaß der Rezession einzugrenzen. Auf geldpolitischer Seite blieben die Zinssätze zwar vorerst noch auf unverändert hohem Niveau. Aber als Kompromiß wurde der Mindestreservesatz nochmals um zwei Prozentpunkte auf 8% gesenkt, um den Finanzinstituten ihrerseits eine Reduzierung der Kreditzinsen zu ermöglichen.⁴⁴⁰ Die Kreditvergabe ging jedoch weiter zurück, so daß sich immer mehr Unternehmen aus Mangel an Liquidität gerichtlich vor der Eröffnung eines Konkursverfahrens schützten. Unter anderem deshalb und wegen stagnierender Löhne sanken sowohl der private Konsum als auch die Investitionstätigkeit in Malaysia, so daß die Rezession, wie Abbildung 39 verdeutlicht, im zweiten Quartal an Momentum gewann und schließlich im dritten Quartal mit -10,9% gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum ihren Tiefpunkt erreichte.

⁴³⁹ Nur 6% der Bevölkerung mußten mit weniger als 2 US-Dollar täglich auskommen. Vgl. Asian Development Bank, 2001.

⁴⁴⁰ Vgl. Far Eastern Economic Review, 16.07.1997, S. 77.

Auch im Bereich der Fiskalpolitik setzte sich *Mahathir* immer öfter über das Sparprogramm *Anwar*, der als sein Protegé und bis Anfang 1998 als aussichtsreichster Nachfolger für das Amt des Premierministers galt, hinweg. Offiziell vollzogen wurde der erneute Strategiewechsel Ende Juni als *Anwar* ein Paket zur Stimulierung der lahmden Wirtschaft in Höhe von 12 Mrd. Ringgit (etwa 2,9 Mrd. US-Dollar) ankündigte. Darin war allerdings ebenfalls kein Alleingang Malaysias in Ostasien zu sehen, denn Thailand, Indonesien und Korea, die sich einem IWF-Hilfsprogramm unterzogen, hatten diesen Schwenk bereits zuvor vollzogen. Im Prinzip wurde weiterhin die gleiche Politik angewandt, wie sie der IWF vorgab. Während sich jedoch die Wechselkurse in Thailand und Korea zu stabilisieren begannen, bewegte sich der Ringgit in einem neuerlichen Abwertungstrend. Dies könnte mit dem latenten Machtkampf zwischen *Mahathir* und *Anwar* zusammenhängen, der Mitte des Jahres schließlich offen zutage trat.

Bereits die Einrichtung des National Economic Action Council (NEAC) unter der Leitung von *Daim Zainuddin* im Januar wurde als erster Schritt in Richtung Demontage des Finanzministers *Anwar* gewertet, weil eigentlich er die wirtschaftspolitischen Richtlinien vorgab. Als der NEAC am 23. Juli 1998 seinen „National Economic Recovery Plan“ vorstellte, wurde klar, daß sich *Mahathir* endgültig von der seit Dezember 1997 verfolgten, die Handschrift *Anwar*s tragenden, restriktiven Wirtschaftspolitik distanziert hatte.⁴⁴¹ Der Plan sah Maßnahmen in zwei Hauptbereichen vor. Erstens sollte das makroökonomische Gleichgewicht wieder hergestellt werden. Zur Stabilisierung des Wechselkurses wurde angeraten, vom bisherigen System flexibler Wechselkurse abzurücken und mindestens ein Wechselkursband einzuführen. Das Zinsniveau sollte auf ein, die Inflationsrate leicht übersteigendes Niveau fallen. Insgesamt war die Geldpolitik soweit zu lockern, bis sich Unternehmen wieder mit ausreichender Liquidität zu akzeptablen Kosten versorgen konnten. Gleichzeitig sollte der Bestand an Währungsreserven wieder ein Niveau erreichen, das dem Importvolumen von mindestens fünf Monaten entsprach. Die Nutzung von Importgütern bei der Produktion heimischer Güter war auf ein Minimum zu beschränken. Durch den resultierenden Einfuhrückgang erhoffte sich der NEAC gleichzeitig einen Abbau des Inflationsdrucks. Für 1998 wurde ein nicht beziffertes Haushaltsdefizit angeraten, wobei sich staatliche Investitionen auf Infrastrukturprojekte und Projekte zur Reduzierung der Arbeitslosigkeit und Armut konzentrieren sollten.

Der zweite Hauptbereich befaßte sich mit strukturellen Maßnahmen, die der „Wiederherstellung des Marktvertrauens“ dienen sollten.⁴⁴² Zur Förderung des Investitionsstandorts Malaysia war die Transparenz börsennotierter Unternehmen, das Insolvenzrecht sowie die Börsenaufsicht zu verbessern. Die Bereitstellung makroökonomischer Daten sollte zeitnaher gestaltet und die Eigentumsrechte von Ausländern ausgeweitet werden. Zur Wiederherstellung der Finanzmarktsta-

⁴⁴¹ Mit Einführung der Kapitalverkehrskontrollen wurde *Anwar* als Finanzminister entlassen und durch *Daim* ersetzt. Um ihn als möglichen Nachfolger im Amt auszuschalten, ließ ihn *Mahathir* wegen sexueller Vergehen und Korruption verhaften. Im April 1999 wurde *Anwar* schließlich zu einer sechsjährigen Haftstrafe verurteilt.

⁴⁴² Die Ausführungen dieses Absatzes gehören thematisch in das folgende Kapitel, sollen aber wegen des Zusammenhangs hier bereits erfolgen.

bilität waren Geldinstitute von notleidenden Krediten zu befreien und anschließend zu rekapitalisieren. Gleichzeitig sollte der Kapitalmarkt, insbesondere der Markt für Schuldverschreibungen, ausgebaut, besser reglementiert und überwacht werden. Schließlich galt es, den angeschlagenen Unternehmenssektor wieder zu festigen. Vor allem die Automobil-, Bau- und Technologiebranche litten wegen starker Expansion in den Jahren vor Ausbruch der Krise unter Überkapazitäten und hohen Verschuldungsgraden. Zur Ausgestaltung konkreter Maßnahmen wurden jedoch keine Angaben gemacht.⁴⁴³

Die makroökonomischen Ziele des Programms waren unter den damals herrschenden Bedingungen gleichzeitig kaum zu erreichen, zumal der Ringgit gegenüber dem US-Dollar weiter an Wert verlor. Die Verteidigung eines bestimmten Kursniveaus hätte somit möglicherweise eine weitere Abwertung oder den Einsatz von Devisenreserven erfordert. Wie die linke Grafik der Abbildung 38 zeigt, nahm deren Bestand bereits ab, weil Nettokapitalabflüsse unter anderem nach Singapur stattfanden, wo Zinsen auf Ringgit-Guthaben geboten wurden, die im Durchschnitt 400 Basispunkte über denen vergleichbarer Inlandskonten lagen.⁴⁴⁴ Die angeratene Zinssenkung hätte diese Situation weiter verschlimmern können. Möglicherweise deutete sich hier bereits an, daß *Mahathir* über die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen nachdachte, zumal er 1994 schon einmal darauf zurückgegriffen hatte. Die im Bereich der Strukturpolitik gemachten Vorschläge ähnelten ebenfalls der IWF-Konditionalität. Der entscheidende Unterschied besteht möglicherweise darin, daß die Regierung eigenverantwortlich und souverän handeln konnte.

Schließlich erlangte die Regierung mit Einführung der Kapitalverkehrskontrollen am 1. September 1998 ihre geldpolitische Autonomie zurück, und konnte somit die Empfehlungen des NEAC umsetzen. Zu den ersten Maßnahmen im September 1998 gehörte die Senkung der inländischen Leitzinsen. Die Zentralbank begann, ihre „Intervention Rate“ sukzessive von 11% auf 7% am 9. November zu senken, so daß auch die Interbankenzinsen schnell nachgaben. Daneben wurde der Mindestreservesatz zwei weitere Male auf schließlich 4% am 16. September 1998 reduziert. Trotz der expansiven Geldpolitik und des starken Wachstums der Geldmengen M1 und M3 konnte die Inflationsrate, wie Abbildung 39 zeigt, in der Folgezeit gesenkt werden. Auch die Finanzierungskosten der Unternehmen nahmen ab. Als problematisch erwies sich aber noch immer die zurückhaltende Kreditvergabe der Finanzinstitute (Abbildung 5 auf Seite 41). Deshalb senkte die Bank Negara Malaysia die Kassenhaltungsquote von 17% auf 15% der mindestreservspflichtigen Einlagen und faßte im September 1998 die 1997 zur Verhinderung von Überinvestitionen getroffenen Regelungen bezüglich des Kreditwachstums neu: Erstens verlangte sie von allen Finanzinstituten bis Ende 1998 die Ausdehnung ihres Kreditvolumens um mindestens 8%. Zweitens wurde die Obergrenze von 20% für das Wachstum der Kreditvergabe an den Bausektor zur Förderung des Eigenheimbaus und anderer kleiner Bauprojekte für Darlehensbeträge unter 250.000 Ringgit (etwa 65.800 US-Dollar) ausgesetzt. Drittens durfte das Volumen der Wertpapierdarlehen

⁴⁴³ Vgl. National Economic Action Council, 1999b, S. 1 ff.

am gesamten Kreditportfolio 20% anstatt vormals 15% betragen. Um die Konsumtätigkeit der Malaysier anzuregen, wurde schließlich im November der gesetzlich geregelte monatliche Mindestrückzahlungsbetrag ausstehender Kreditkartenkredite von 15% auf 5% sowie die monatlichen Finanzierungskosten von 2% auf maximal 1,5% gesenkt.⁴⁴⁵

Auf fiskalpolitischer Seite gab die Regierung ebenfalls ihren restriktiven Kurs auf. Neben der Aufhebung aller im Dezember 1997 beschlossenen Kürzungen im Staatshaushalt, stellte die Regierung für 1998 weitere 7 Mrd. Ringgit (rund 1,85 Mrd. US-Dollar) für Projekte zur Verfügung, die kaum auf Importgüter angewiesen waren, die Nachfrage nach heimischen Gütern erhöhten oder dazu beitrugen, die wirtschaftliche Lage sozial schwacher Bevölkerungsschichten zu verbessern. Zur Förderung großer Infrastrukturprojekte wurde der Infrastructure Development Fund mit einer Kapitalausstattung von 5 Mrd. Ringgit (rund 1,32 Mrd. US-Dollar) sowie zur Finanzierung der Investitionsausgaben eine neue Bank mit einem Grundkapital von 1 Mrd. Ringgit (etwa 260 Mio. US-Dollar) gegründet. Zur Förderung des Eigenheimbaus stellte die landeseigene Bauspargesellschaft, National Housing Company Berhad, Brückenfinanzierungen zur Verfügung. Am 23. Oktober 1998 veröffentlichte *Mahathir* seinen Haushaltsplan für 1999, der weitere Ausgaben zur Stützung der Konjunktur vorsah. Insbesondere wurden zur Förderung von Infrastrukturprojekten zusätzliche 4 Mrd. Ringgit (etwa 1,1 Mrd. US-Dollar) bereitgestellt. Dabei sollte das Defizit 6% des BIP in 1999 nicht übersteigen. Das Ziel für 1998 wurde mit 3,7% prognostiziert. Daß die angekündigten Maßnahmen auch durchgeführt wurden, deutet Abbildung 39 an. Die Regierung nahm insbesondere im vierten Quartal 1998 ein hohes Defizit hin, um die Rezession zu stoppen. Das Jahr insgesamt betrachtet, gleiches gilt für 1999, wurde das Defizitziel jedoch nicht ausgeschöpft.⁴⁴⁶ Neben den Maßnahmen auf der Ausgabenseite versuchte die Regierung die heimische Wirtschaftstätigkeit auch über die Einnahmeseite anzuregen. Dazu führte sie verschiedene steuerliche Vergünstigungen im Einkommens-, Konsum- und Tourismusbereich ein.⁴⁴⁷

5.1.2 Umstrukturierung des Finanz- und Unternehmenssektors

Die Umstrukturierung des Finanzsektors kam anfänglich nur schleppend voran. Am 2. Januar 1998 instruierte die Bank Negara Malaysia alle 39 Spezialinstitute für Verbraucherfinanzierung (Finance Companies), die bereits 1996 angemahnten Fusionsverhandlungen zu beginnen. Zusätzlich erhoffte sich die Zentralbank eine Lenkungswirkung auf inländische Geschäftsbanken, zumal 1999 ein Abkommen mit der Welthandelsorganisation über die Liberalisierung des Finanzmarktes in Kraft treten sollte. Der Aufruf wurde weder am Aktien- noch am Devisenmarkt positiv aufgenommen: Der KLCI fiel am ersten Börsentag nach Ankündigung um mehr als 5% und die malaysische Währung erreichte, wie Abbildung 38 zeigt, mit 4,65 Ringgit pro US-Dollar einen

⁴⁴⁴ Vgl. Far Eastern Economic Review, 12.03.1998, S. 42.

⁴⁴⁵ Vgl. National Economic Action Council, 1999a, S. 21 f.

⁴⁴⁶ Das tatsächliche Defizit lag 1998 bei -1,77% des BIP und für 1999 bei -3,16%.

neuen Höchststand. Händler begrüßten zwar grundsätzlich Fusionen, befürchteten aber eine weitere Verschlechterung der Transparenz und Benachteiligung von Minderheitsaktionären, zu denen auch ausländische Anleger gehörten.⁴⁴⁸ Die anfängliche Aufregung erwies sich jedoch als verfrüht, weil das Fusionsprogramm mit wenig Nachdruck verfolgt und Mitte 1998 wegen der schlechten konjunkturellen Lage ausgesetzt wurde, damit sich die Finance Companies, so die offizielle Begründung, auf ihre eigentliche Aufgabe, die Kreditvergabe, konzentrieren konnten. Dafür hob die Regierung ebenfalls das Zweiklassensystem im Finanzsektor auf und lockerte die Bestimmungen zur Klassifizierung notleidender Kredite, indem diese erst als solche einzustufen waren, wenn ein Zahlungsverzug von mehr als sechs Monaten vorlag anstatt bisher drei. Darin sah die Regierung keine Verletzung der Sorgfaltspflicht oder der ordnungsmäßigen Bilanzierung, weil Finanzinstitute verpflichtet waren, alle ausstehenden Zins- und Tilgungszahlungen zu einem späteren Zeitpunkt einzufordern oder nach zwölf Monaten eine Rückstellung in Höhe von 100% zu bilden. Zudem mußten Abteilungen aufgebaut werden, die sich ausschließlich der Bearbeitung notleidender Kredite widmeten. Gleichzeitig verlangte die Zentralbank von den Finanzinstituten regelmäßige Überprüfungen der Kreditwürdigkeit ihrer Kunden.⁴⁴⁹

Zur Stimulierung der Kreditvergabe reichten diese Maßnahmen jedoch noch nicht aus. Deshalb sah die Regierung eine wichtige Aufgabe auch darin, Banken und Finanzinstitute von ihrem Bestand an notleidenden Kredite zu befreien und anschließend wieder mit Kapital auszustatten. Dazu wurde für den Kauf sowie anschließende Verwaltung und Weiterveräußerung notleidender Kredite als Unterorganisation des Finanzministeriums am 20. Juni 1998 die *Pengurusan Danaharta Nasional Berhad* (*Danaharta*) gegründet. Ihre Finanzierung erfolgte über öffentliche Gelder, durch Kredite aus dem *Employees Provident Fund* und der *Khazanah*, der staatlichen Investmentgesellschaft, sowie durch die Emission von Schuldverschreibungen. Sie übernahm bis Ende Juni 2001 notleidende Kredite im Wert von 48 Mrd. Ringgit (12,6 Mrd. US-Dollar).⁴⁵⁰ Um Banken erneut mit Kapital auszustatten, gründete die Regierung zusätzlich die *Danamodal Nasional Berhad* (*Danamodal*). Als Stammkapital stellte die *Bank Negara Malaysia* 3 Mrd. Ringgit zur Verfügung, weitere 7,7 Mrd. Ringgit wurden über die Begebung inländischer Schuldverschreibungen verfügbar gemacht. Diese 10,7 Mrd. Ringgit (etwa 2,8 Mrd. US-Dollar) waren dafür vorgesehen, alle heimischen Finanzinstitute mit einer risikogewichtete Mindesteigenkapitalquote (*risk weighted capital adequacy ratio*) von mindestens 9% auszustatten. Die Geschäftsführung der *Danamodal* wurde aus Vertretern der Zentralbank, des Finanzministeriums und des privaten Sektors gebildet. Für die Inanspruchnahme ihrer Hilfe war ein detaillierter Restrukturierungsplan vorzulegen, aus dem explizit hervorging, wo die Probleme des Finanzinstituts lagen. Bei der Prüfung des Plans wurden international anerkannte Bilanzierungsstandards zugrunde gelegt. Die Bereitstellung von Kapital erfolgte entweder direkt über Kreditvergabe oder durch Tausch von

⁴⁴⁷ Für eine detaillierte Auflistung vgl. *National Economic Action Council*, 1999a, S. 23 f.

⁴⁴⁸ Vgl. *Far Eastern Economic Review*, 15.01.1998, S. 52.

⁴⁴⁹ Vgl. *National Economic Action Council*, 1999a, S. 21 f.

⁴⁵⁰ Vgl. *Pengurusan Danaharta Nasional Berhad*, 2001, S. 1.

Eigenkapital gegen Fremdkapital. Als Gegenleistung für die Bereitstellung finanzieller Hilfen verlangte Danamodal Kontrollmöglichkeiten, beispielsweise durch Mitsprache bei der Besetzung von Vorstandspositionen oder Ernennung eigener Vorstandsmitglieder oder durch Stimmrechte und monatliche Berichterstattung mit Soll-/Ist-Vergleichen. Insgesamt hat Danamodal Kapital in Höhe von 7,6 Mrd. Ringgit an zehn Banken bereitgestellt. Davon haben fünf bereits wieder getilgt.⁴⁵¹

Mitte 1999 sah die Regierung das Finanzsystem so weit gefestigt, daß sie am 29. Juli ihr ausgesetztes Fusionsprogramm für Finanzinstitute wiederbelebte. Um ihrer Entschlossenheit Nachdruck zu verleihen, setzte sie für die Konzeption beziehungsweise die Unterzeichnung vorläufiger Fusionsvereinbarungen ein Ultimatum bis zum 30. September des gleichen Jahres. Der endgültige Vollzug war bis April 2000 vorgesehen. Obwohl der Konsolidierungsprozeß auf einhellige Zustimmung stieß, galt sein Zeitplan nach Einschätzung von Fachleuten als zu eng. Problematisch könnten zwei Tatbestände gewesen sein. Erstens wurde bezweifelt, daß in dieser kurzen Zeitspanne eine optimale Bewertung der einzelnen Institute möglich war. Mithin bestand die Gefahr, daß einige Finanzinstitute nicht mit ihrem fairen Marktpreis in die Fusionen eingingen. Zweitens ließ die Regierung in ihren Verlautbarungen offen, um welche sechs Kernbanken die neuen Großinstitute entstehen sollten. Die daraus resultierende Unsicherheit machte sich an der Kuala Lumpur Stock Exchange bemerkbar, deren Hauptindex in sieben Börsentagen nahezu 14% verlor. Als Reaktion darauf und wegen zunehmenden Drucks aus Bankkreisen setzte sich *Mabathir* im November 1998 über die rigide Haltung des Finanzministeriums und der Zentralbank hinweg, und bot an, die Anzahl der Kernbanken auf zehn zu erhöhen.⁴⁵² Dies könnte als Indiz dafür gewertet werden, daß der Restrukturierungsprozeß nicht nur von wirtschaftlichen, sondern auch von politischen Kalkülen abhängig war. Eine schnelle Lösung schien daher kaum möglich: Obwohl einige Fusionen stattgefunden hatten, konnte der Prozeß bis Ende 2001 noch immer nicht abgeschlossen werden.

Parallel zur Stabilisierung des Finanzsektors wurden Maßnahmen zur Stärkung angeschlagener Unternehmen des Nichtbankensektors eingeleitet. Die Regierung gründete im Frühjahr 1998 das sogenannte Finance Committee, dessen Aufgabe darin bestand, Mindeststandards für die Leitung und Überwachung von Unternehmen (Corporate Governance) zu entwickeln. Die Ergebnisse, die die Weltbank als fortschrittlich einstufte, wurden im Ende März 1999 veröffentlichten Finance Committee Report on Corporate Governance zusammengefaßt.⁴⁵³ Darüber hinaus stärkte die Börsenaufsicht im Juli 1998 die Rechte von Minderheitsaktionären, indem sie die Rechnungslegungs- und Informationspflicht börsennotierter Unternehmen verschärfte sowie das Wahlrecht von Kleinaktionären verbesserte. Die Bewältigung des Schuldenproblems sollte mit Hilfe des dafür im Juli 1998 neu eingerichteten Corporate Debt Restructuring Committee vorangetrieben

⁴⁵¹ Vgl. Danamodal Nasional Berhad, 2000, S. 1.

⁴⁵² Vgl. Far Eastern Economic Review, 25.05.2000, S. 73.

⁴⁵³ Vgl. World Bank, 2001, S. 5.

werden. Dabei handelte es sich nicht wie bei Danamodal um eine Institution, die finanzielle Mittel bereitstellte, sondern lediglich um einen Moderator zwischen Kreditnehmern und -gebern, der als Katalysator helfen sollte, freiwillige Übereinkünfte zwischen beiden Interessengruppen herbeizuführen. Voraussetzung für die Wahrnehmung dieser Vermittlerrolle war das Hilfesuch eines Schuldners, der ein umzustrukturierendes Kreditvolumen von mindestens 50 Mio. Ringgit (etwa 13,2 Mio. US-Dollar) besaß und kein Insolvenzverfahren eingeleitet hatte. Konnten sich Schuldner und Kreditgeber nicht auf ein gemeinsames Vorgehen bei der Umschuldung einigen, schlug das Komitee vor, notleidenden Kredite an Danaharta weiterzuveräußern. Sollte ein beteiligtes Kreditinstitut diese Option ablehnen, waren die Forderungen auf ihren zu dem Zeitpunkt herrschenden Marktwert abzuschreiben.⁴⁵⁴

Wie in den drei Programmstaaten auch, vermieden viele Unternehmen die „Einmischung“ des Komitees. Bis Ende September 2000 - seither kein weiteres – hatten sich lediglich 75 Unternehmen mit Verbindlichkeiten in Höhe von 47,4 Mrd. Ringgit (etwa 12,5 Mrd. US-Dollar) an das Corporate Debt Restructuring Committee gewandt.⁴⁵⁵ Dies könnte daran gelegen haben, daß Gläubiger, Schuldner und die Regierung gleichermaßen vor radikalen Maßnahmen zurückscheuten. Insbesondere bei großen Konglomeraten, deren Eigentümer in der Regel gute politische und persönliche Kontakte zu Mitgliedern der Regierung pflegten, wurde die Realisierung von Verlusten hinausgezögert oder ganz vermieden.⁴⁵⁶ Beispielsweise hatte Renong, das größte Konglomerat Malaysias, bis 1999 einen Schuldenberg in Höhe von 28 Mrd. Ringgit (etwa 7,37 Mrd. US-Dollar) angehäuft, was zirka 5% des gesamten Kreditvolumens in Malaysia entsprach. Eine Abschreibung dieser Schulden hätte somit schwerwiegende Folgen für den Bankensektor haben können. Daher versuchte Renong, Zeit zu gewinnen, indem seine einzige gewinnbringende Tochtergesellschaft, eine Nullkupon-Anleihe in Höhe von 8,4 Mrd. Ringgit (etwa 2,2 Mrd. US-Dollar) mit einer Laufzeit von sieben Jahren emittierte und so den weiteren Schuldendienst ermöglichte, ohne daß Kredite notleidend wurden. Die Plazierung der Anleihe konnte allerdings nur gelingen, weil der Staat über seinen Mineralölkonzern Petronas und den Employees Provident Fund 83% der Emission übernahm. Renong profitierte dabei von guten Beziehungen der Konglomeratsführung zu Finanzminister *Daim*.⁴⁵⁷ Ohne Restrukturierungsmaßnahmen durchgeführt zu haben, startete Renong Anfang 2001 eine weitere, ähnlich zweifelhafte Aktion. Um sich erneut Liquidität für die Schuldentilgung zu verschaffen, brachte das Konglomerat im Februar 2001 Time DotCom, ein Telekommunikationsunternehmen, an dem es zu 46% beteiligt war, als Neuemission an die Börse, obwohl Analysten wegen der schlechten Marktlage von einem solchen Schritt abrieten. Die Emission wurde ein Mißerfolg, der damit endete, daß das Emissionskonsortium wegen mangelnden öffentlichen Interesses selbst zwei Drittel der Aktien aufkaufte und an die zwei staatlichen

⁴⁵⁴ Vgl. National Economic Action Council, 1999a, S. 27 f.

⁴⁵⁵ Vgl. Corporate Debt Restructuring Committee, 2001, S. 1.

⁴⁵⁶ Vgl. Johnson/Mitton, 2001, S. 25.

⁴⁵⁷ Vgl. Far Eastern Economic Review, 07.10.1999, S. 96.

Pensionsfonds weiterveräußerte. Das heißt, die arbeitende Bevölkerung zahlte Renongs Verbindlichkeiten mit ihren Rentenansprüchen.

Ein weiteres Beispiel stellte die Vorgehensweise bei dem nationalen Automobilkonzern Proton dar. Dieser hatte in den Boomjahren vor Ausbruch der Krise Überkapazitäten aufgebaut und lag mit seiner Produktivität unter dem internationalen Niveau der Branche. Anstatt Rationalisierungsmaßnahmen einzuleiten, zeigte sich Petronas bereit, Proton zu übernehmen. Die Übernahme zog sich allerdings in die Länge und scheiterte letztlich unter anderem an der kräftigen wirtschaftlichen Erholung in 1999, die Proton wieder genügend Luft zum atmen gab.⁴⁵⁸ Dies kann als Hinweis dafür gewertet werden, daß der rasante Aufschwung in 1999 dringend notwendige Reformen verhinderte und Probleme möglicherweise in die Zukunft vertagte, zumal nach einem Abkommen der ASEAN, Zölle auf Fahrzeugimporte, die in Malaysia zwischen 42% und 300% betragen, bis 2005 vollständig abzubauen sind. Als letztes Beispiel soll die Lion-Gruppe, der zweitgrößte Schuldner des Landes, dienen. Hier war bis Ende 2001 noch kein Ende der Verhandlungen mit den Gläubigerbanken über die Umstrukturierung der Schulden in Höhe von 10,2 Mrd. Ringgit (etwa 2,7 Mrd. US-Dollar) abzusehen, obwohl bereits im Juli 2000 ein Restrukturierungsplan beschlossen wurde. Der Grund wird darin vermutet, daß einzelne Gläubiger immer wieder Modifikationen fordern, um Verluste so gering wie möglich zu halten.

Möglicherweise liegt in diesen Vorgehensweisen eine Ursache dafür, daß ausländische Direktinvestitionen noch immer nicht das Vorkrisenniveau erreicht haben. Jedoch läßt sich in Korea bezüglich der Chaebols eine ähnliche Entwicklung bei sich erholenden Direktinvestitionen beobachten (Abbildung 38 auf Seite 131 und Abbildung 35 auf Seite 122). Eine andere, weitere Ursache könnte in der inkonsistenten Förderungspolitik der Regierung liegen. Sie änderte zwar ihre Richtlinien über die Eigentumsrechte ausländischer Investoren, indem sie die seit Beginn der New Economic Policy für alle Ausländer geltende Eigentumsobergrenze im Unternehmenssektor von 30% aufhob und je nach Branche unterschiedlich auf höherem Niveau neu festlegte. Die Anwendung der neuen Regelungen scheiterte jedoch oftmals an Interventionen der Regierung. Beispielsweise verhinderte sie im Juli 2000 eine 20%ige Beteiligung der Singapore Telecommunications an der inländischen Time DotCom, indem sie den Anteil selbst durch die staatseigene Investmentgesellschaft, Khazanah, übernahm. In ähnlicher Weise agierte die Regierung bei der malaysischen Fluggesellschaft, Malaysian Airlines. Hier stand der 29%ige Anteil von *Tajuddin Ramli*, ein Einzelaktionär mit guten Regierungsbeziehungen, zum Verkauf. Anstatt eine strategische Partnerschaft mit interessierten ausländischen Investoren zuzulassen, war es schließlich die Regierung selbst, die das Aktienpaket für 1,79 Mrd. Ringgit (rund 470 Mio. US-Dollar) übernahm. Dieser Betrag entsprach *Tajuddins* Kaufpreis in 1994, überstieg aber den Börsenwert zum Übernahmezeitpunkt in 2000 um das Doppelte, so daß Analysten von einem klassischen Bail Out

⁴⁵⁸ Vgl. Far Eastern Economic Review, 15.04.1999, S. 90 und 24.02.2000, S. 48.

eines Parteifreundes sprachen.⁴⁵⁹ Allerdings scheint danach zumindest bei *Mabathir* ein Umdenken stattgefunden zu haben: Wegen der geringen Umschuldungserfolge im Unternehmenssektor, ging er seit Anfang 2001 verstärkt auch gegen Konglomerate mit Beziehungen zu Politikern vor. Als Startsignal der neuen Politik wurde die Entlassung *Daims* aufgrund der Vorgehensweise bei Time DotCom und Malaysian Airlines gewertet.⁴⁶⁰

5.2 Kapitalverkehrskontrollen

5.2.1 Beweggründe für Kapitalverkehrskontrollen

Ein grundlegendes Ergebnis der Wohlfahrtsökonomik lautet, daß sowohl Schuldner als auch Kapitalgeber unter der Prämisse vollständiger Konkurrenz vom freien Zugang zu den internationalen Finanzmärkten profitieren, weil dadurch eine Voraussetzung für optimale Kapitalallokation geschaffen wird, die Wirtschaftssubjekten unterschiedlicher Länder Gelegenheit bietet, intertemporale Konsumentscheidungen zu treffen.⁴⁶¹ Unter anderem auf dieser Erkenntnis gründend, setzte in den 1960er Jahren zunächst in Industriestaaten und später in Emerging Markets ein Trend zur Kapitalbilanzliberalisierung ein. Unter anderem deswegen wuchsen insbesondere in den 1990er Jahren internationale Finanztransaktionen explosionsartig an. Allerdings zeigt die Entwicklung ebenfalls, daß Häufigkeit und Ausmaß von Währungs- und Finanzkrisen zugenommen haben.⁴⁶² Daher wird in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur immer wieder darauf hingewiesen, daß die oben genannten Ergebnisse der Wohlfahrtsökonomik nur unter idealen Bedingungen eintreten beziehungsweise dann nicht realisierbar sind, wenn Marktversagen oder andere Verzerrungen auf den internationalen Finanzmärkten die oben beschriebene „First-Best-Lösung“ verhindern. Zu den am häufigsten genannten Verzerrungen gehört die asymmetrische Informationsverteilung, die auch in der vorliegenden Arbeit als eine Ursache der Asienkrise identifiziert wurde. Sie kann dazu führen, daß Investoren auf Schocks überreagieren, indem sie ihr Kapital massenhaft aus Ländern abziehen oder diese damit überfluten. Zur Vermeidung derartig erratischer Kapitalströme, schlugen Ökonomen bereits frühzeitig vor, sogenannte Second-Best-Lösungen unter Einführung oder Wiedereinführung von Kapitalverkehrskontrollen einzurichten, das heißt, eine Verzerrung durch eine weitere Verzerrung zu kompensieren.⁴⁶³ Unter Kapitalverkehrskontrollen sollen im folgenden alle Politikmaßnahmen gefaßt werden, die dazu dienen, Kapitalbilanztransaktionen zu beschränken oder umzuleiten. Gewöhnlich ist damit der Wunsch verbunden, die heimische Wirtschaft vor volatilen oder einseitig fließenden Kapitalströmen zu

⁴⁵⁹ Vgl. McNulty, 2001, S. 23.

⁴⁶⁰ Vgl. Far Eastern Economic Review, 03.05.2001, S. 18.

⁴⁶¹ *Helpman* leitet unter der Annahme vollständiger Konkurrenz und vollkommener Voraussicht der Wirtschaftssubjekte modelltheoretisch her, daß Wohlfahrtsgewinne, die aus intertemporalem oder internationalem Handel entstehen, gleich hoch sind. Dieses Ergebnis gilt unabhängig vom gewählten Wechselkursregime. Vgl. *Helpman*, 1981.

⁴⁶² Vgl. beispielsweise Kaminsky/Reinhart, 1999.

⁴⁶³ Vgl. beispielsweise Flood/Marion, 1982; vgl. Branson, 1993.

schützen. Diese können dann zu Problemen führen, wenn sich aufgrund ungeeigneter regulatorischer Rahmenbedingungen im Laufe der Zeit Fehlentwicklungen in inländischen Finanz- und Unternehmenssektoren eingestellt haben.⁴⁶⁴ Führen einseitige Kapitalströme zu krisenhaften Situationen, kann die Errichtung von Kapitalverkehrskontrollen erstens dazu beitragen, Zeit für die Einleitung von Reformen zu gewinnen.⁴⁶⁵ Zweitens eröffnen sie in einem System fixer Wechselkurse die Möglichkeit, geld- und fiskalpolitische Strategien zu verfolgen, die bei Kapitalmobilität nicht durchführbar wären, ohne die Bestandskraft des fixen Wechselkurses zu gefährden.

Kapitalverkehrskontrollen lassen sich nach mehreren Kriterien unterscheiden. Verbreitet ist die Möglichkeit eine Gliederung nach der Richtung der Kapitalflüsse, die sie beeinflussen, vorzunehmen. Zuflußkontrollen, auf die Malaysia 1994 beispielsweise zurückgegriffen hatte, sollen zumeist vor Zuflüssen kurzfristigen Kapitals schützen, die dann problematisch werden können, wenn ein System fixer Wechselkurse besteht, eine große Differenz zwischen in- und ausländischen Zinssätzen herrscht und neutralisierende Geldpolitik keine ausreichende Wirkung mehr zeigt oder zu kostspielig ist. Kapitalabflußkontrollen kommen oftmals dann zum Einsatz, wenn es gilt, einen bestimmten (fixen) Wechselkurs zu halten beziehungsweise spekulativ motivierte kurzfristige Kapitalausfuhren zu behindern, um den Bestand an Währungsreserven der Zentralbank zu schützen.⁴⁶⁶

Kapitalverkehrskontrollen lassen sich auch nach dem Charakter des Eingriffs in „administrative“ und „marktbasierter“ Kontrollen einteilen. Administrative Kontrollen sind dadurch gekennzeichnet, daß sie ausgewählte Kapitaltransaktionen gänzlich verbieten, Höchstgrenzen festlegen oder behördliche Genehmigungen dafür erfordern. Sie beeinflussen somit unmittelbar das Volumen und die Zusammensetzung von Kapitaltransaktionen. Deshalb werden sie auch direkte Kontrollen genannt. Im Gegensatz dazu dämpfen die marktbasierter beziehungsweise indirekten Kontrollen Kapitalbewegungen durch Transaktionskosten ein. Das kann beispielsweise in Form multipler Wechselkurse oder durch die Erhebung von Steuern auf internationale Transaktionen geschehen. Bei einem System multipler Wechselkurse existieren unterschiedliche Wechselkurse für unterschiedliche internationale Transaktionen, wobei oftmals ausländische Direktinvestitionen, Leistungsbilanztransaktionen oder Kapitalbeteiligungen zu günstigeren Wechselkursen abgerechnet werden als reine Finanztransaktionen. Im Prinzip geht es darum, Währungsspekulanten das Eingehen einer Verkaufsposition in bezug auf die Inlandswährung zu verteuern, indem die Kosten für dazu benötigte Inlandskredite erhöht werden. Bei der Besteuerung von Transaktionen unterscheidet man direkte und indirekte Besteuerung. Im ersten Fall werden grenzüberschreitende Kapitalströme direkt mit einer Steuer belegt, um sie auf diese Weise teurer und weniger attraktiv zu machen. Das bekannteste Beispiel dafür ist die sogenannte Tobin-Steuer. Von indirekter

⁴⁶⁴ Vgl. Mussa, 2000, S. 22.

⁴⁶⁵ Vgl. Krugman, 1999, S. 4 f.

⁴⁶⁶ Vgl. Bakker, 1996, S. 20.

Besteuerung spricht man dann, wenn für bestimmte Transaktionen bei der Zentralbank unverzinsliche Einlagen in heimischer oder fremder Währung zu hinterlegen sind.⁴⁶⁷

Malaysia war nicht das einzige und auch nicht das erste Land, das zur Behebung wirtschaftlicher Probleme auf die zeitweise Wiedereinführung von Kapitalverkehrskontrollen zurückgegriffen hatte. Der bisher prominenteste, weil am meisten untersuchte Fall dürfte Chile sein. Chile verpflichtete ausländische Investoren ab Juni 1991 zu einer zinslosen Mindestreserve für zufließendes Portfoliakapital, später auch für Handelskredite und ausländische Direktinvestitionen, in Höhe von 20% (30% ab Mai 1992), die unabhängig vom Investitionszeitraum für ein Jahr zu hinterlegen war. 1995 wurden die Kontrollen auch auf chilenische Aktien, die an der New York Stock Exchange gehandelt wurden, und Anleiheemissionen ausgedehnt. Die Mindestreservepflicht wurde im September 1998 wieder abgeschafft. Untersuchungen über die Wirksamkeit der Maßnahmen kommen überwiegend zu dem Schluß, daß der chilenischen Regierung gelungen war, ihre nationalen Zinssätze von den internationalen zu separieren und eine unabhängige Geldpolitik zu verfolgen, solange keine bedeutenden externen Schocks auftraten. Beispielsweise seien die Kapitalverkehrskontrollen ungeeignet gewesen, Chile von den Auswirkungen der Asienkrise zu isolieren.⁴⁶⁸

Zwei weitere bekannte Beispiele sind Brasilien und Kolumbien. Die Regierung Brasiliens begann 1987, einen umfangreichen Plan zur Liberalisierung von Kapitalbilanztransaktionen umzusetzen. Dieser Prozeß wurde im Juni 1993 unterbrochen, als die Regierung in Reaktion auf den enorm angewachsenen Zufluß spekulativer Gelder bestehende Kontrollen wieder verschärfte und neue installierte. Bis 1994 folgten weitere restriktive Maßnahmen, die unter anderem der Schließung von Schlupflöchern dienten. Als Kapitalzuflüsse wegen der Mexiko-Krise immer weiter zurückgingen, wurden die Kontrollen gelockert oder ganz abgeschafft, danach jedoch wieder etwas modifiziert eingesetzt. Diese Vorgehensweise wiederholte sich während der Asienkrise. Die Währungskrise im eigenen Land, die sich im Anschluß an die Währungs- und Finanzkrise in Rußland im August 1998 entwickelte, sorgte im März 1999 für einen weiteren Ausbau der Kontrollen auf Kapitalabflüsse.⁴⁶⁹ Auch Kolumbien führte im Juli 1992 wieder Steuern auf grenzüberschreitenden Kapitalverkehr ein, nachdem zwischen 1990 und 1991 sämtliche bis dahin bestehenden Kapitalverkehrsbeschränkungen aufgehoben worden waren.⁴⁷⁰ Im September 1993 folgte eine Mindestreservepflicht in Höhe von 47% für in ausländischer Währung aufgenommene Kredite, deren Laufzeit weniger als 18 Monate betrug. In den Folgejahren wurden diese Richtlinien mehrmals geändert und während der Asienkrise nur noch diejenigen aufrecht erhalten, die der Bekämpfung kurzfristiger Währungsspekulationen dienten. Untersuchungen über die Effektivität

⁴⁶⁷ Vgl. Ariyoshi/Habermeier/Laurens/Otke-Robe/Canales-Kriljenko/Kirilenko, 2000, S. 7.

⁴⁶⁸ Vgl. Budnevich/Lefort, 1997; vgl. Cowan/de Gregorio, 1997; vgl. de Gregorio/Edwards/Valdés, 1998; vgl. Edwards, 1999.

⁴⁶⁹ Vgl. für Einzelheiten Ariyoshi/Habermeier/Laurens/Otke-Robe/Canales-Kriljenko/Kirilenko, 2000, S. 45 ff.

⁴⁷⁰ Die Liberalisierung ging soweit, daß in- und ausländischen Kapitalgeber in bezug auf inländische Investitionsprojekte gleichgestellt waren.

der Kapitalverkehrskontrollen in Brasilien und Kolumbien kommen zu keinem eindeutigen Ergebnis. *Edwards* und *Khan* schließen für Kolumbien, daß die errichteten Kontrollen zumindest dazu geeignet waren, einen Keil zwischen in- und ausländische Zinssätze zu treiben.⁴⁷¹ Studien, deren besonderer Untersuchungsgegenstand die Mindestreservspflicht war, lassen den Schluß zu, daß diese geeignet sein kann, die Struktur der Kapitalzuflüsse zugunsten längerer Laufzeiten zu verändern.⁴⁷² Allerdings zeigen beispielsweise die Resultate von *Garcia* und *Valpassos*⁴⁷³ oder *Edison* und *Reinhardt*⁴⁷⁴, daß die Kapitalverkehrskontrollen in Brasilien überwiegend nicht die damit beabsichtigten Ziele erreicht hatten.

5.2.2 Malaysias Kapitalverkehrskontrollen während der Krise

Bereits im August 1997 versuchte die Regierung Malaysias, On- und Offshore-Zinssätze voneinander abzukoppeln, indem sie Swap-Geschäfte, denen keine Güter- oder Dienstleistungstransaktionen im Außenhandel zugrunde lagen, limitierte. Diese Maßnahmen waren jedoch nicht geeignet, Kapitalabflüsse zu stoppen, weil noch weitere legale Kanäle zur Ausnutzung der Zinsarbitrage offen standen. Dazu mußte lediglich im Inland investiertes Kapital an den Offshore-Markt transferiert werden. Neben diesen wirtschaftlichen Aspekten könnte auch der seit Anfang 1998 an Intensität gewinnende Machtkampf zwischen *Mahathir* und *Anwar* für Unsicherheit bei Investoren gesorgt haben.

Vor diesem Hintergrund und wegen der in Kapitel 5.1 beschriebenen ökonomischen Entwicklung verkündete Premierminister *Mahathir* am 1. September 1998 die Errichtung einer Vielzahl von Kapitalverkehrskontrollen, von denen die wichtigsten in Anhang II aufgeführt sind. Dadurch sollte der Handel des Ringgit außerhalb des Geltungsbereichs der Bank Negara Malaysia eliminiert, Kapitalabflüsse und damit die Abnahme der Währungsreserven gestoppt sowie insbesondere die geldpolitische Autonomie des Landes wieder hergestellt werden.⁴⁷⁵ Von den Restriktionen blieben Transaktionen ausgenommen, die im Zusammenhang mit ausländischen Direktinvestitionen standen. Begleitet war die Einführung der Kontrollen von einer Fixierung des Wechselkurses auf 3,80 Ringgit für einen US-Dollar, was einer Aufwertung von über 11% gegenüber dem Vortagskurs entsprach. Die Regierung wollte damit dokumentieren, daß der Ringgit am Devisenmarkt weit unter Wert gehandelt wurde. Nachdem jedoch die US-amerikanische Notenbank als Reaktion auf die Rußland- und die LTCM-Krise Mitte September 1998 ihre Leitzinsen senkte, gewann der japanische Yen und andere wichtige Währungen in Asien an Wert, so daß der Ringgit relativ zu den Währungen der Region wieder unterbewertet war. Möglicherweise profitierten davon die Exporte des Landes, die dann dazu beitrugen, den Bestand an Währungsreserven zu er-

⁴⁷¹ Vgl. *Edwards/Khan*, 1985, die die Kapitalverkehrskontrollen in den 1970er und 1980er Jahren untersuchten.

⁴⁷² Vgl. für Kolumbien *Gaviria/Mora*, 1999; vgl. für Brasilien *Cardoso/Goldfajn*, 1998.

⁴⁷³ Vgl. *Garcia/Valpassos*, 1998, S. 2.

⁴⁷⁴ Vgl. *Edison/Reinhardt*, 1999, S. 27 f.

⁴⁷⁵ Vgl. National Economic Action Council, 1999a, S. 29 f.

höhen. Zumindest fällt ein zeitlicher Zusammenhang auf (Abbildung 38 auf Seite 131 und Abbildung 39 auf Seite 132). Demnach könnte die Ringgit-Unterbewertung der wirtschaftlichen Erholung förderlich gewesen sein, obwohl das in der Art von der Regierung nicht vorgesehen war.⁴⁷⁶

Die Kontrollen schlossen die wichtigsten legalen Kanäle, durch die die heimische Währung ins Ausland hätte transferiert werden können und sahen die Rückführung aller im Ausland befindlichen Ringgit-Bestände bis zum 1. Oktober 1998 vor. Damit einhergehend wurde der Handel mit heimischer Währung außerhalb des Hoheitsgebiets der Zentralbank verboten. Unter anderem kam dadurch der Handel an Offshore-Bankplätzen zum Erliegen. Portfoliokapital ausländischer Investoren war für zwölf Monate von einer Repatriierung ausgeschlossen. Zusätzlich wurde ein schon länger bestehendes Gesetz, nach dem malaysische Wertpapiere nur an der Kuala Lumpur Stock Exchange oder anderen von der Regierung autorisierten Marktplätzen gehandelt werden durften, konsequent umgesetzt, was das vorläufige Ende des Telefonhandels für malaysische Aktien an der Börse in Singapur, das sogenannte Central Limit Order Book (CLOB), bedeutete. Auf diese Weise wurden etwa 10 Mrd. Ringgit (etwa 2,6 Mrd. US-Dollar) in den Händen von rund 172.000 Investoren eingefroren.⁴⁷⁷

Die internationalen Reaktionen auf die Einführung der Kapitalverkehrskontrollen fielen überwiegend negativ aus. Rating-Agenturen stuften Malaysias Länder- und Kreditrating herab, weil sie den Außenhandel und ausländische Investitionen im Land, die wesentlich zum Aufschwung in den 1990er Jahren beigetragen hatten, bedroht sahen. Außerdem wurde Malaysia aus wichtigen Börsenindizes⁴⁷⁸, die als Benchmarks in der Vermögensverwaltung fungieren, herausgenommen, wodurch viele Fondsmanager gezwungen waren, malaysische Wertpapiere aus ihren Portfolios zu entfernen. Die von malaysischen Wirtschaftssubjekten verlangte Risikoprämie stieg, so daß sich die Kosten der Auslandsfinanzierung erhöhten. Obwohl ausländische Direktinvestitionen und Kapitalströme, die im Zusammenhang mit Leistungsbilanztransaktionen standen, von den Kontrollen unberührt blieben, herrschte anfänglich Unsicherheit über die Nebeneffekte der neuen Regelungen. Hier wurde unter anderem befürchtet, daß sich aufgrund einer zu erwartenden Überschußnachfrage nach Devisen ein Währungsschwarzmarkt entwickeln könnte. Zusätzlich stieg die Sorge vor Bestechlichkeit der Kontrollbehörden, weil private Wirtschaftssubjekte mittels Schmiergelder versuchen könnten, die Kontrollen zu umgehen. Darüber hinaus herrschte Unsicherheit über die Auswirkungen auf die Entwicklung der ausländischen Direktinvestitionen.⁴⁷⁹ Diese Sorgen aufnehmend, schrieb *Krugman* in einem offenen Brief an *Mahathir*, daß die Kontrollen der Regierung Zeit gäben, wirtschaftlich wieder auf die Beine zu kommen, allerdings müsse diese „Atempause“ erstens zeitlich begrenzt und zweitens für grundlegende Reformen genutzt werden, weil derartige Beschränkungen mit zunehmender Dauer an Effektivität verlören.⁴⁸⁰ Der

⁴⁷⁶ Vgl. Jomo, 2000, S. 207 ff.

⁴⁷⁷ Vgl. International Monetary Fund, 1999f, S. 7.

⁴⁷⁸ Dazu zählten unter anderem die Indizes von Morgan Stanley, der Financial Times sowie Standard & Poor's.

⁴⁷⁹ Vgl. Far Eastern Economic Review, 10.09.1998, S. 12.

⁴⁸⁰ Vgl. Krugman, 1998, S. 1.

IWF verurteilte das Handeln Malaysias zwar nicht öffentlich, wertete die Kontrollen aber als dem Erholungsprozeß nicht förderlich und prüfte, ob sie überhaupt mit seiner Satzung vereinbar waren, was abschließend bejaht wurde.⁴⁸¹

Im Inland waren die ersten Reaktionen ebenfalls ablehnend. Der KLCI verlor innerhalb weniger Handelsstunden nach Ankündigung der Kontrollen 13% seines Wertes und sank auf sein absolutes Tief innerhalb der 1990er Jahre (Abbildung 3 auf Seite 34). Der Unsicherheit versuchte die Zentralbank in den folgenden Wochen entgegenzuwirken, indem sie Pressemitteilungen verfaßte, Treffen mit Investoren organisierte und Schulungsseminare über die neuen Kontrollen durchführte. Die Stimmung änderte sich schließlich zugunsten der Kontrollen, als die parallel durchgeführte expansive Geldpolitik ihre positive Wirkung auf die Kreditkosten der Unternehmen zu entfalten begann und der stabile Wechselkurs mehr Planungssicherheit schaffte. Allerdings wurden in seltenen Fällen auch Schlupflöcher des neuen Regelwerks ausgenutzt. Beispielsweise mißbrauchten mehrere Unternehmen die weiterhin freie Gewinnrepatriierung für die Kapitalausfuhr, indem sie ihre Dividendenausschüttung vervielfachten. Im November 1998 erließ das Parlament jedoch ein Gesetz, das die Festsetzung der Dividendenhöhe neu regelte, wodurch dieses Schlupfloch geschlossen wurde.

Die ökonomische Entwicklung in Malaysia nach Einführung der Kontrollen stellte sich überwiegend positiv dar. Während das Importvolumen unter anderem wegen der schwachen Inlandsnachfrage im vierten Quartal noch immer 20% geringer ausfiel als im gleichen Vorjahreszeitraum, lag das Exportwachstum – frühzeitiger als in den anderen drei Krisenstaaten - erstmals seit vier Quartalen mit 5,2% über Null. Das Momentum des konjunkturellen Abschwungs konnte verlangsamt werden, jedoch erzielte Malaysia erst im zweiten Quartal 1999, das heißt ein Quartal später als Thailand und Korea, ein positives Wirtschaftswachstum (Abbildung 39 auf Seite 132). Die Nettoabflüsse an Portfoliokapital konnten gestoppt werden, jedoch nahmen die sonstigen Investitionen, wie Abbildung 9 auf Seite 45 veranschaulicht, weiterhin und zunehmend ab, so daß die Kapitalbilanz auch für 1999 ein Defizit aufwies. Trotzdem erholte sich der Bestand an Währungsreserven wegen der betragsmäßig größeren Leistungsbilanzüberschüsse. Ausländische Direktinvestitionen stiegen leicht, blieben seither jedoch stets unter Vorkrisenniveau. Die Kapitalbilanzentwicklung spiegelt möglicherweise eine neu geschaffene Unsicherheit bei ausländischen Investoren über die zukünftige Wirtschaftspolitik Malaysias wider, zumal einige Bail Outs den Schluß zuließen, daß die Kontrollen dazu dienten, einflußreiche Persönlichkeiten des Landes vor Verlusten zu bewahren.⁴⁸² Illegale Kapitalflucht war bis auf wenige Ausnahmen jedoch nicht erkennbar. Die Regierung fuhr mit ihrer Finanzsektorrestrukturierung fort, wobei auch die Senkung der Zinssätze und die gelockerten Klassifizierungsvorschriften dazu beigetragen haben könnten, das Wachstum des Bestands an notleidenden Krediten im Finanzsystem bis Dezember 2000 sukzessive zu senken. Trotz Zinssenkungen und verbesserter Liquiditätsversorgung der

⁴⁸¹ Vgl. International Monetary Fund, 1999f, S. 9.

Finanzinstitute erreichte das Kreditwachstum in Malaysia bis Ende 2001 zu keinem Zeitpunkt die 8%-Vorgabe der Regierung. Darin könnte eine Ursache dafür liegen, daß sich die Investitionstätigkeit im Inland langsamer erholte als der Konsum. Die Aktivitäten an den Devisenkassa- und –terminmärkten nahmen aufgrund des fixen Wechselkurses und der Beschränkung von Termingeschäften stark ab. Sie betragen in den verbleibenden vier Monaten lediglich 28,4 Mrd. Ringgit (etwa 7,5 Mrd. US-Dollar), während im gleichen Vorjahreszeitraum Kontrakte in Höhe von insgesamt 115,8 Mrd. Ringgit (etwa 30,5 Mrd. US-Dollar) abgeschlossen wurden.⁴⁸³

Obwohl die Maßnahmen der Regierung für Inländer Früchte zu tragen begannen, stellte sich, wie bereits angedeutet, auch nach sechs Monaten seit Einführung der Kontrollen kein neues Vertrauen seitens ausländischer Investoren, das sich in Nettokapitalzuflüssen geäußert hätte, ein. Deshalb wuchs die Sorge, daß am 1. September 1999, dem Tag, an dem die zwölfmonatige Haltefrist für Portfoliokapital erstmalig endete, massive Kapitalrückführungen ins Ausland einsetzen könnten. Um die befürchtete Repatriierung zu glätten und neue Gelder anzuziehen, wurden am 15. Februar 1999 modifizierte Kapitalverkehrskontrollen in Kraft gesetzt.⁴⁸⁴ Die wichtigste Neuerung lag in der Ablösung der Haltefrist durch ein Steuersystem mit abgestuften Sätzen für die Kapitalausfuhr. Dieses System besaß zwei Hauptbestandteile: Für die Rückführung von Kapital, das vor dem 15. Februar 1999 nach Malaysia gebracht wurde, galten ab Gültigkeit der neuen Regelungen Steuersätze, die mit steigender Verweildauer des Kapitals im Land abnahmen. Für Portfoliokapital, das nach diesem Stichtag eingeführt wurde, war eine Rückführungssteuer für die Ausfuhr von Gewinnen in Abhängigkeit von der Investitionsdauer zu zahlen, jedoch nicht für Dividenden, Zinseinkünfte oder das eingesetzte Kapital selbst. Investitionen in Immobilien sowie daraus entstehende Gewinne blieben im Fall der Rückführung von der Ausfuhrsteuer befreit. Hier fiel jedoch eine Kapitalertragssteuer an, die bereits vor den Kontrollen existierte.

Grundsätzlich wurde die Abschaffung des zwölfmonatigen Rückführungsverbots von Investoren positiv aufgenommen. Obwohl der Steuersatz für eine frühe Rückführung 30% betrug, nutzten einige Portfoliomanager diese Gelegenheit, ihre Positionen in Malaysia zu liquidieren. Der überwiegende Teil der Investoren zeigte jedoch eine abwartende Haltung, unter anderem weil sich der Aktienmarkt äußerst positiv entwickelte. Im April 1999 honorierten auch Rating-Agenturen die Lockerung der Kapitalverkehrskontrollen mit einer Verbesserung des malaysischen Kreditratings. Der mit Spannung erwartete 1. September 1999 wurde ein ruhiger Börsentag, weil sich Malaysia 1999 in einer ausgeprägten Erholungsphase befand, so daß ein Kapitalabzug für ausländische Investoren, die gezwungenermaßen oder freiwillig noch im Land investiert waren, aus Renditeerwägungen heraus nicht sinnvoll gewesen wäre. Einen panikartigen Abfluß aufgrund möglicher negativer ökonomischer oder politischer Ereignisse hätte die Ausfuhrsteuer allerdings nicht verhindern können. Dies wäre noch weniger der Fall gewesen, als die Regierung im selben Monat

⁴⁸² Vgl. Kapitel 5.1.2.

⁴⁸³ Vgl. International Monetary Fund, 1999f, S. 10.

⁴⁸⁴ Vgl. Bank Negara Malaysia, 1999, S. 65; vgl. auch Anhang II für die Neuerungen im einzelnen.

die Kapitalausfuhrsteuer auf generell 10% vereinheitlichte und somit die Differenz der Steuersätze wegfiel, die beispielsweise Spekulationen in Form von Aktienleerverkäufen verteuerte. Es läßt sich demnach festhalten, daß Malaysia spätestens mit Einführung der einheitlichen Kapitalausfuhrsteuer plötzlichen Kapitalabflüssen ohne neuerliche Restriktionen nicht mehr hätte begegnen können. Wirksame Ausfuhrkontrollen bestanden von dem Zeitpunkt an nicht mehr.

Aber auch diese Lockerungen trugen kaum zur Belebung des Zustroms ausländischer Direktinvestitionen oder von Portfoliokapital bei. Der KLCI hatte seinen Stand zwar innerhalb eines Jahres seit Einführung der Kontrollen verdoppelt. Dies lag jedoch erstens daran, daß bereits im Land befindliches Kapital umgeschichtet wurde und zweitens Inländer, auf *Mahathirs* Wiederwahl hoffend, in Konglomerate mit Regierungsbeziehungen investierten, so daß einige Analysten von einer neuen spekulativen Blase an der Börse sprachen.⁴⁸⁵ Um Malaysia attraktiver für ausländisches Portfoliokapital zu machen, war unter anderem eine Wiederaufnahme in die Indexfamilie von Morgan Stanley nötig. Dazu mußte vor allem eine Lösung für die noch immer im CLOB eingefrorenen Aktien gefunden werden. Dies geschah im Februar 2000, so daß die Wiederaufnahme offiziell am 31. Mai 2000 stattfand.⁴⁸⁶

Trotzdem entwickelte sich der Aktienmarkt seither gegenüber anderen der Region unterdurchschnittlich, im Immobiliensektor herrschten noch immer Überkapazitäten und ausländische Direktinvestitionen flossen weiterhin spärlich. Darüber hinaus bereitete der Wechselkurs Sorgen, weil aus der relativen Unterbewertung der letzten zwei Jahre durch die seit Anfang 2000 beobachtbare Abwertung vieler regionaler Währungen eine relative Überbewertung entstanden war. Diese könnte unter anderem dafür verantwortlich sein, daß die Leistungsbilanzüberschüsse seit dem vierten Quartal 1999 abnahmen. Alle Faktoren zusammen ließen die Währungsreserven seit Juni 2000 wieder sinken, so daß Gerüchte über eine Revaluierung des Wechselkurses aufkamen. Malaysia benötigte demnach dringend ausländisches Kapital. Daher hob *Mahathir* am 2. Mai 2001 schließlich die noch bestehende Kapitalausfuhrsteuer in Höhe von 10% auf und gewährte ausländischen Investoren wieder uneingeschränkten Zugang zum inländischen Immobilienmarkt. Nach dieser Entscheidung existierten Kapitalverkehrskontrollen nur noch für malaysische Staatsbürger, und der Ringgit-Handel an Offshore-Märkten blieb weiterhin verboten.

⁴⁸⁵ Far Eastern Economic Review, 28.10.1999, S. 81.

⁴⁸⁶ Die etwa 172.000 Investoren bekamen eine Wahlmöglichkeit zwischen zwei Alternativen, die Verfügungsmacht über ihre Aktien zurückzugewinnen. Nach Möglichkeit eins wurde ihnen das gesperrte Kapital über einen Zeitraum von 13 Monaten auf einem Wertpapierkonto gutgeschrieben. Dabei fiel eine Gebühr von 1,5% des Depotwertes zum Stichtag 15. Februar 2000 an. Option zwei sah eine Gebühr von 1% vor. Das Kapital wäre dann erst im Januar 2003 wieder frei verfügbar gewesen. Vgl. Far Eastern Economic Review, 09.03.2000, S. 56.

5.3 Kritische Würdigung der Strategie Malaysias

Die Analyse in Kapitel 5.1 deutet darauf hin, daß die Regierung Malaysias bis zur Einführung der Kapitalverkehrskontrollen prinzipiell die gleiche Wirtschaftspolitik verfolgte, wie sie der IWF den Programmstaaten auferlegte. Allerdings ließen sich Kapitalabflüsse und fortschreitende Abwertung des Ringgit nach anfänglichen Erfolgen nicht stoppen. Dies könnte zum einen an der politisch unsicheren Entwicklung, ausgelöst durch den Machtkampf zwischen *Mahathir* und seinem Finanzminister *Anwar* gelegen haben. Möglicherweise fehlte aber auch ein „Anker“ in Form multinationaler Legitimierung der durchgeführten Wirtschaftspolitik, wie sie beispielsweise der IWF durch die Auszahlung von Teilkrediten an Programmstaaten erteilt. Malaysia wählte einen anderen Anker, indem Kapitalverkehrskontrollen errichtet wurden. In der Tat stellte sich danach eine ähnlich positive Entwicklung wie in Thailand und Korea ein. Fraglich ist allerdings, inwieweit die Kontrollen dafür verantwortlich gemacht werden können und die Regierung ihre selbst gesteckten Ziele erreicht hat.

Offensichtlich ist es gelungen, den Ringgit-Handel an den Offshore-Märkten zu eliminieren. Die zwölfmonatige Haltefrist für Portfoliokapital und die anschließende Ausfuhrbeschränkung durch Kapitalexpportsteuern in Verbindung mit den Restriktionen für Auslandsinvestitionen von Inländern haben den Nettokapitalexport möglicherweise verringert, gestoppt wurde er jedoch nicht. Im Gegensatz zu den anderen hier untersuchten Krisenstaaten hat er 1999 gegenüber 1998 nochmals zugenommen. Allerdings ist zu berücksichtigen, daß die Kapitalverkehrskontrollen effektiv nur fünf Monate bestanden.

Durch die Kapitalverkehrskontrollen schien die Regierung Malaysias auf expansive Geld- und Fiskalpolitik umschwenken zu können, ohne daß sich inflationärer Druck auf das Preisniveau gebildet hätte. Ebenfalls fiel die Umkehrung des konjunkturellen Abschwungs zeitlich mit der Einführung der Restriktionen zusammen. Zudem könnte die Senkung der inländischen Zinsen zu einem weniger starken Anstieg der notleidenden Kredite beigetragen haben. Möglicherweise wurde diese Entwicklung aber auch durch die gleichzeitig eingeführte, weniger restriktive Definition für notleidende Kredite unterstützt. Die Analyse deutet ebenfalls darauf, daß die Regierung die „Atempause“ gemäß dem Rat *Krugmans* überwiegend nicht dazu genutzt hat, alte Strukturen im Finanzsektor zu konservieren. Bezüglich des Unternehmenssektors könnte der Reformwille weniger ausgeprägt gewesen sein. Darin unterschied sich Malaysia jedoch nicht von den Programmstaaten. Möglicherweise liegt in der mangelhaften Unternehmenssektorrestrukturierung auch ein Grund dafür, daß das Kreditwachstum hinter den Forderungen der Regierung zurückblieb. Diese Beobachtung unterstützt die in Kapitel 4.4 geführte Argumentation, daß nicht die hohen Zinssätze zu einem Credit Crunch führten, sondern revidierte Risikoeinschätzungen die Kreditvergabe reduzierten.

Das Ausbleiben von Währungsspekulationen gegen den Ringgit scheint vor dem Hintergrund einer expansiven Geld- und Fiskalpolitik ein weiteres Indiz für die Wirksamkeit der installierten

Kontrollen zu sein. Die anfänglich befürchtete Bildung eines Währungsschwarzmarktes oder falsche Rechnungsstellung im Außenhandel hatten bis auf unbedeutende Versuche zu Beginn der Kontrollen nicht stattgefunden.⁴⁸⁷ Hier läßt sich allerdings plausibel argumentieren, daß erstens der Ringgit als relativ unterbewertet zu anderen Währungen der Region galt und zweitens die Leistungsbilanzüberschüsse dazu beitrugen, den Bestand an Währungsreserven zu erhöhen. Daher fehlten offensichtliche Gründe, gegen den Ringgit zu spekulieren, zumal auch andere makroökonomische Fundamentaldaten gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen nicht erkennen ließen. Ob dies ein Verdienst der Kontrollen war, bleibt fraglich. Dagegen spräche beispielsweise die Besserung der wirtschaftlichen Situation in ganz Ostasien, von der auch die Programmstaaten ohne Einführung von Kapitalverkehrskontrollen profitierten. Es handelte sich nicht um ein rein malaysisches, sondern um ein regionales Phänomen. Allerdings fällt auf, daß sich der Zustrom ausländischer Direktinvestitionen nach Malaysia seit 1998 nicht in dem Maße erholt hat, wie in Thailand oder Korea. Diese Beobachtung könnte das Argument unterstützen, ausländische Investoren hätten überwiegend aufgrund der Kontrollen ihr Vertrauen in die Berechenbarkeit der malaysischen Wirtschaftspolitik verloren und das Land seither als Investitionsstandort gemieden. Ob die Kontrollen tatsächlich der Grund dafür waren, läßt sich bisher nicht eindeutig klären. Zumindest aber wurden sie mit der Begründung aufgehoben, ausländisches Kapital anzuziehen.

Da die jüngsten Erfahrungen Malaysias mit Kapitalverkehrskontrollen noch nicht lange zurückliegen, existieren bislang nur wenige empirische Untersuchungen, die deren Auswirkungen zu quantifizieren versuchen. Sie kommen zu unterschiedlichen Ergebnissen, weil noch keine generell akzeptierte und verlässliche Methode zur Messung der Wirkung von Kontrollen entwickelt wurde. Außerdem lassen sich die Einflüsse auf abhängige Größen, die speziell auf Kapitalverkehrskontrollen zurückzuführen sind, kaum extrahieren.⁴⁸⁸ Trotzdem sollen einige Aspekte der Untersuchungen kurz dargestellt und diskutiert werden. *Edison* und *Reinbart* gehen der Frage nach, inwieweit die Regierung Malaysias ihre Ziele „Wiederherstellung der geldpolitischen Autonomie“, „Schutz des Bestands an Währungsreserven“ und „Verringerung der Preisvolatilität am Aktien- und Währungsmarkt“ durch den Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen erreicht hat. Sie verwenden Monats- und Tagesdaten mit verschiedenen Testmethoden und Modellen. Ihre Resultate deuten darauf, daß die Kontrollen dazu beigetragen haben könnten, für eine Umkehr der wirtschaftlichen Entwicklung zu sorgen, die Volatilität bei den Zinssätzen zu senken sowie eine Abkopplung von den Weltmarktzinssätzen zu erreichen und die von malaysischen Schuldern international verlangte Risikoprämie zu erhöhen. Ihren Ergebnissen zufolge, haben die Kontrollen Malaysia zumindest nicht geschadet. Sie schränken jedoch ein, daß die Etablierung der Kontrollen in einem positiven wirtschaftlichen Umfeld erfolgte, welches sich nicht unerheblich auf die

⁴⁸⁷ Vgl. International Monetary Fund, 1999f, S. 8.

⁴⁸⁸ Vgl. für eine detaillierte Erläuterung der Probleme ökonomischer Untersuchungen bezüglich Kapitalverkehrskontrollen Ariyoshi/Habermeier/Laurens/Otker-Robe/Canales-Kriljenko/Kirilenko, 2000, S. 5.

Entwicklung in Malaysia ausgewirkt haben könnte. Daher ließen sich aus den Untersuchungsergebnissen noch keine Empfehlung für zukünftiges wirtschaftspolitisches Handeln ableiten.⁴⁸⁹

Kaplan und *Rodrik* konzentrieren ihre Untersuchung auf drei Fragestellungen. Wie *Edison* und *Reinhart* analysieren sie zunächst, ob der Regierung Malaysias gelungen war, den heimischen von den internationalen Finanzmärkten abzukoppeln. Diese Frage wird bejaht. Ebenfalls kommen sie zu dem Schluß, daß die wirtschaftliche Erholung durch die Kontrollen in Verbindung mit expansiver Geld- und Fiskalpolitik schneller eintrat als die durch IWF-Hilfsprogramme unterstützte in Thailand und Korea, weil die Kontrollen einen größeren wirtschaftspolitischen Spielraum geschaffen hätten. Auch sei die Stabilisierung der Wertpapiermärkte schneller eingetreten. Ihren Ergebnissen zufolge, besaß das wirtschaftliche Umfeld in der Region keinen signifikant positiven Einfluß auf den Erholungsprozeß in Malaysia. Sie gelangen zu diesem Resultat, indem sie die wirtschaftliche Entwicklung Malaysias nicht ab dem Zeitpunkt der Kapitalverkehrskontrollen mit der Thailands und Koreas vergleichen, sondern mit der beider Länder ab Beginn der IWF-Hilfsprogramme.⁴⁹⁰ Hier läßt sich allerdings erstens einwenden, daß Malaysia zum Einführungszeitpunkt der Kontrollen bereits in der Rezession steckte und der Aufschwungphase näher gewesen sein könnte als Thailand, Korea und Indonesien beim Start ihrer Hilfsprogramme. Diese Einschätzung halten beide Ökonomen ausdrücklich für unzutreffend. Folgt man jedoch dem Ergebnis von *Kaminski* und *Schmukler*⁴⁹¹, die der Frage nachgingen, inwieweit sich Länder durch Kapitalverkehrskontrollen wirtschaftlich von anderen Ländern isolieren können, daß Kapitalverkehrskontrollen kaum und nur kurzfristig in der Lage seien, ein Land von internationalen, insbesondere regionalen Spillovers zu schützen, sind bezüglich der Plausibilität dieser Einschätzung von *Kaplan* und *Rodrik*, die im wesentlichen das Fundament ihrer Untersuchungsergebnisse bildet, zumindest Zweifel berechtigt. Zweitens sorgten unter anderem die politischen Verhältnisse in den Programmstaaten anfänglich für eine verzögerte oder undurchsichtige Implementierung der Programme. In Thailand bedurfte es eines Regierungswechsels, der erst zwei Monate nach Programmbeginn stattfand. Auch in Korea sorgte erst die Präsidentschaftswahl für eine klare Strategie. In Indonesien scheiterte das Programm trotz eines Regierungswechsels an mangelnder Reformfähigkeit. Daran läßt sich möglicherweise die Bedeutung des politischen Willens für die Umsetzung, insbesondere struktureller Änderungen festmachen. Die Untersuchungsergebnisse deuten darauf, daß tiefgreifende Reformen von der Regierung und der Bevölkerung mitgetragen werden müssen. Nach den verfügbaren Informationen war dies in Malaysia zumindest mit Einführung der Kontrollen überwiegend der Fall. Allerdings hat die Analyse auch ergeben, daß die Bildung der Akzeptanz, insbesondere bei einflußreichen Persönlichkeiten in Politik und Wirtschaft, mehrere Jahre in Anspruch nehmen kann.

⁴⁸⁹ Vgl. Edison/Reinhart, 1999, S. 27 ff.; vgl. auch Edison/Reinhart, 2000, S. 4 ff.

⁴⁹⁰ Vgl. Kaplan/Rodrik, 2000, S. 27 ff.

⁴⁹¹ Vgl. Kaminski/Schmukler, 2000, S. 146.

6 Implikationen für die Lösung zukünftiger Krisen

In Kapitel 3 wurde unter anderem gezeigt, daß sich Währungskrisen dann zu Finanzkrisen ausweiten können, wenn in- und ausländische Investoren massenhaft große Mengen Kapitals aus den betroffenen Ländern abziehen und deren Finanzsektoren bestimmte Schwachpunkte aufweisen. Die Untersuchungsergebnisse aus Kapitel 4 deuten darauf, daß der IWF durch sein Eingreifen diese Entwicklung in den Programmländern zumindest anfänglich nicht hat stoppen können. Wie in Kapitel 5 gesehen, gelang Malaysia, das auf die Finanzhilfe des IWF verzichtete, erst nach Errichtung umfangreicher Kapitalverkehrskontrollen die Eindämmung der Nettokapitalexporte.

Bezüglich der IWF-Konditionalität im strukturellen Bereich hat die Analyse unter anderem ergeben, daß sie teilweise zu weit gegangen sein könnte und daß die Umsetzung tiefgreifender Reformen unter Umständen mehr Zeit in Anspruch nimmt als die Dauer eines IWF-Hilfsprogramms.

Insbesondere auf diese Erkenntnisse aufbauend, versucht Kapitel 6 die Frage zu klären, ob und inwieweit der IWF seine Hilfsprogramme für zukünftige Währungs- und Finanzkrisen optimieren könnte.

6.1 Maßnahmen zur Reduzierung von Kapitalabflüssen

6.1.1 Vorübergehende Einstellung von Zins- und Tilgungsleistungen

Unter „normalen“ Umständen sind solvente Schuldner in der Lage, ausreichend finanzielle Mittel für ihren Schuldendienst bereitzustellen. Allerdings können sie dann Liquiditätsprobleme bekommen, wenn mehr als eine bestimmte kritische Anzahl von Gläubigern die Erneuerung fällig werdender Ansprüche gleichzeitig verweigert oder vorzeitige Tilgung verlangt. Ohne ausreichende Liquiditätsreserven müßten Schuldner Teile ihres Gesamtvermögens veräußern, was wiederum die Grundlage ihrer Einkommenserzielung schmälert. Folglich nähme der Bestand verfügbarer Ressourcen für den ordnungsmäßigen Schuldendienst weiter ab. Für die Gesamtheit der Gläubiger kann eine solche Entwicklung nicht wünschenswert sein, weil Liquiditätsprobleme zur Zahlungsunfähigkeit der Schuldner führen können. Bei in ausländischer Währung denominierten Verbindlichkeiten stellen sich möglicherweise zwei weitere Probleme. Denn neben oftmals fallenden Preisen von Vermögenstiteln wie Aktien oder Anleihen kann zusätzlich Abwertungsdruck auf den Wechselkurs entstehen, zu dessen Verteidigung restriktive wirtschaftspolitische Maßnahmen erforderlich werden, sofern die Regierung ein bestimmtes Wechselkursziel verfolgt. Sollte die Wechselkursstabilisierung nicht gelingen und eine Abwertung folgen, erhöht sich zudem der Nominalwert der Auslandsverbindlichkeiten in heimischer Währung, falls keine Absicherung

gegen Wechselkursrisiken vorgenommen wurde. Möglicherweise ließe sich dieser Entwicklung durch die Verkündung eines Zahlungsmoratoriums⁴⁹² oder Errichtung umfassender Kapitalverkehrskontrollen⁴⁹³ entgegenwirken. Ein Moratorium böte Gelegenheit, Umstrukturierungsverhandlungen über externe Verbindlichkeiten unter geringerem Zeitdruck durchzuführen sowie andere fundamentale Ursachen der Wechselkursschwäche zu beheben, ohne daß die Regierung eines Krisenlandes im gleichen Zeitraum Kapitalflucht bekämpfen müßte.⁴⁹⁴ Es diene so gesehen ebenfalls dem Zweck, Gläubiger als Gesamtheit vor den negativen Auswirkungen des Verhaltens einzelner ihrer Gruppe zu bewahren.⁴⁹⁵

Auf internationaler Ebene sind in bezug auf ihr Zustandekommen zwei Arten von Moratorien zu unterscheiden. Zum einen gibt es solche, die in beiderseitigem Einvernehmen der Vertragspartner, das heißt, auf Freiwilligkeit beruhend, zustande kommen. Sollten derartige Vereinbarungen nicht direkt möglich sein, kann mittels Moral Suasion versucht werden, Gläubiger für einen „freiwilligen“ Zahlungsaufschub zu gewinnen, was beispielsweise in Korea 1997/98 gelang. Erweist sich auch diese Maßnahme als erfolglos, bliebe einer Regierung zweitens die Option, das Moratorium für den eigenen Schuldendienst oder den der privaten Wirtschaftssubjekte des Landes einseitig hoheitlich anzuordnen. Entscheidet sie sich dafür, sind mindestens drei Probleme denkbar. Erstens können betroffene Gläubiger Forderungen, die einem anderen Rechtssystem als dem des Schuldnerlandes unterliegen, bei ausländischen Gerichten einklagen. Zweitens hat die Regierung keine rechtliche Handhabe, Kapitalgebern eine juristisch bindende Umstrukturierung solcher Forderungen aufzuzwingen. Beides ist nur bei Verbindlichkeiten möglich, die in inländischer Währung denominiert sind und inländischem Recht unterliegen. Drittens muß eine Regierung bei Aussetzung der Bedienung bestimmter Verbindlichkeiten damit rechnen, daß Investoren vom Moratorium nicht erfaßtes Kapital aus dem Land abziehen. Sollte diese Entwicklung nicht gestoppt werden können, bliebe letztlich der Ausweg, breit gestreute Kapitalverkehrskontrollen zu errichten.

Um eine möglichst hohe Kooperationsbereitschaft bei Gläubigern zu erreichen, sollte das Ziel lauten, freiwillige Moratorien in beiderseitigem Einvernehmen herbeizuführen. Dabei können einige Voraussetzungen hilfreich sein. Erstens steigt die Wahrscheinlichkeit für das Zustandekommen eines freiwilligen Zahlungsaufschubs mit der wirtschaftlichen, politischen oder militärischen Bedeutung des betreffenden Landes, weil negative Spillover-Effekte größere Auswirkungen auf andere Länder besitzen können. Eine weitere wichtige Rolle können Erfahrungen spielen, die im Zusammenhang mit früheren Zahlungsmoratorien im gleichen Land oder in anderen Staaten

⁴⁹² Damit ist die vorübergehende Einstellung von Zins- oder Tilgungsleistungen gemeint. Der Begriff „Zahlungsmoratorium“ ist gleichbedeutend mit dem Ausdruck „Zahlungsaufschub“. Beide werden im folgenden synonym verwendet.

⁴⁹³ Da die Argumentation bezüglich Zahlungsmoratorien überwiegend – teilweise mit unterschiedlicher Gewichtung – auch auf Kapitalverkehrskontrollen zutrifft, sollen letztere in diesem Kapitel nicht noch einmal explizit diskutiert werden. Vgl. dazu Kapitel 5.3.

⁴⁹⁴ Vgl. Radelet, 1999, S. 12.

⁴⁹⁵ Vgl. United Nations Conference on Trade and Development, 1998, S. 84 f.

mit vergleichbarem Risikoprofil gemacht wurden. Mußten Gläubiger dort erhebliche finanzielle Verluste hinnehmen, könnte die Aussicht auf ähnliche Einbußen Verhandlungen über ein neuerliches Moratorium erschweren. In bezug auf Kapitalgeber wäre hilfreich, wenn diese langfristige wirtschaftliche Interessen in dem betreffenden Land verfolgten, so daß Kapitalabzug uninteressant erschiene. Zudem ließen sich Verhandlungen leichter führen, wenn die Gruppe der Gläubiger überschaubar wäre und ihre Mitglieder ähnliche Interessen verfolgten. Demnach spielte auch die Art der Fremdkapitalbeschaffung eine Rolle. Über Verbindlichkeiten in Form von Darlehen läßt sich leichter verhandeln als über solche mittels Schuldverschreibungen, unter anderem weil letztere teilbar sind und auf Sekundärmärkten gehandelt werden können. Das heißt, mit steigendem Anteil an Finanzierung über Anleihen und damit zumeist wachsender Zahl unterschiedlicher und namentlich nicht bekannter Kapitalgeber dürfte die Wahrscheinlichkeit sinken, ein freiwilliges Moratorium zu erreichen.⁴⁹⁶ Neben der Art kann auch die Struktur der Auslandsverbindlichkeiten eine Rolle spielen. Verbindlichkeiten mit langfristigen Laufzeiten erleichtern Verhandlungen über einen Zahlungsaufschub, unter anderem weil kurzfristige Spekulationsziele seitens der Gläubiger nicht im Vordergrund stehen. Hilfreich wären ebenfalls zeitlich eng beieinander liegende Fälligkeiten. Sollten bei dieser Konstellation mehr als eine kritische Anzahl von Gläubigern gleichzeitig versuchen, ihr Kapital abzuziehen, könnte die Zahlungsunfähigkeit und damit ein Moratorium unausweichlich sein. Möglicherweise begünstigte diese Konstellation in Korea das Zustandekommen des „freiwilligen“ Moratoriums. Wenn jedoch die Fälligkeiten von Verbindlichkeiten zeitlich auseinander liegen und einzelne Gläubiger erwarten, ihr Kapital noch rechtzeitig abziehen zu können, dürfte ein Moratorium im Einvernehmen aller Beteiligten schwieriger zu bewerkstelligen sein.

Verhandlungen lassen sich zudem einfacher führen, wenn der Zahlungsaufschub staatliche Verbindlichkeiten umfaßt. Sind dagegen solche des privaten Sektors betroffen, könnte eine staatliche Ausfallgarantie helfen. Dadurch wird den Gläubigern signalisiert, daß sie weitgehend von Verlusten bewahrt bleiben. Andernfalls bestünde die Gefahr weiteren Kapitalabzugs. Die Ereignisse im Rahmen des Bankansturms in Indonesien könnten diese These unterstützen. Durch die Umwandlung privater Schulden in staatliche Eventualverbindlichkeiten ließe sich zudem eine Voraussetzung dafür schaffen, die drastischste Maßnahme, Verhängung von Kapitalabflußkontrollen, abzuwenden. Gläubiger müssen in einem Moratorium die beste aller Handlungsalternativen sehen. Die Regierung sollte daher überzeugend versichern können, daß sie eine vorübergehende Maßnahme ergreift, um die Gesamtheit der Schuldner und Gläubiger vor negativen Auswirkungen individueller Verhaltensweisen zu bewahren.

Ist ein frei- oder unfreiwilliges Moratorium in Kraft, ergeben sich für die Regierung des Krisenlandes mindestens zwei Aufgaben. Erstens muß sie das Vertrauen in- und ausländischer Kapitalgeber stärken. Sie sollte dafür zunächst deutlich machen, daß sie alle Gläubiger gleich behandelt.

⁴⁹⁶ Vgl. dazu die Ausführungen in Kapitel 6.1.2.

Darüber hinaus spielt die Bekämpfung der Krisenursachen eine wichtige Rolle. Je reformwilliger und kooperativer sich eine Regierung dabei zeigt, desto schneller kann die Zuversicht bei Investoren wieder wachsen, und desto schneller reduziert sich der Drang, Kapital in „Sicherheit“ bringen zu müssen. Dieser Argumentation zufolge, sollte die Regierung eine schlüssige und nachvollziehbare Krisenbewältigungsstrategie vorweisen können, um zu signalisieren, daß die Wiederaufnahme der Zahlungsleistungen so schnell wie möglich geschehen oder die Umstrukturierung der bestehenden Schulden zügig vorangetrieben werden kann. Dies läßt sich unter anderem unterstützen, indem sie ihre Politik transparent gestaltet.

Handelt es sich bei den betreffenden Verbindlichkeiten um solche, die nicht der nationalen Gerichtsbarkeit unterstehen, muß die Regierung Gläubiger zweitens davon abhalten, Forderungen über den Rechtsweg geltend zu machen, um die Restrukturierungsverhandlungen nicht zu gefährden. Rechtsstreitigkeiten könnte der Staat im Vorfeld durch entsprechende vertragliche Vereinbarungen ausschließen. Diese Option besteht jedoch nur, wenn überhaupt, für seine eigenen Verbindlichkeiten. Private Wirtschaftssubjekte sind dazu nicht in der Lage. Zusätzlich könnte im Kalkül der Gläubiger auch die frühere Zahlungsmoral des Landes eine Rolle spielen. Beides läßt sich jedoch in der tatsächlichen Krisensituation nicht mehr beeinflussen. Daher käme auch unter diesen Gesichtspunkten einer konsistenten Strategie zur Krisenbewältigung besondere Bedeutung zu.

Bislang existiert kein standardisiertes oder allgemein anerkanntes und rechtlich verbindliches Verfahren für Moratorien auf internationaler Ebene. Möglicherweise ließe sich auf Grundlage des US-amerikanischen Insolvenzrechts für private Unternehmen (Chapter 11) ein solches errichten.⁴⁹⁷ Dort ist ein dreistufiges Verfahren zur Lösung der Zahlungsschwierigkeiten von Unternehmen festgelegt. Auf der ersten Stufe wird ein automatisches Moratorium bezüglich aller ausstehenden Verbindlichkeiten wirksam, um dem Schuldner einen Freiraum für die Ergreifung von Maßnahmen zu gewähren, die seine Zahlungsfähigkeit wieder herstellen können. Gläubigern ist während dieser Zeit untersagt, Forderungen gerichtlich geltend zu machen. Zur Aufrechterhaltung seines Geschäftsbetriebs kann sich der Schuldner auf der zweiten Stufe neues Fremdkapital beschaffen. Um Kapitalgebern einen Anreiz für die Bereitstellung zu bieten, genießen diese Verbindlichkeiten Vorrang vor allen anderen. Solche „Debtor-In-Possession-Finanzierungen“ werden in der Regel dann gewährt, wenn gute Aussichten für den Fortbestand des Unternehmens bestehen. Auf der dritten Stufe muß der Schuldner schließlich die „Atempause“ nutzen, seine wirtschaftlichen Verhältnisse, das heißt, seine Vermögensgegenstände, und insbesondere seine Verbindlichkeiten, durch Verhandlungen mit den Vertragsparteien zu restrukturieren. Dabei ist für die Herbeiführung einer Lösung nicht die Zustimmung aller Gläubiger erforderlich, sondern die der Hälfte oder die derer, die zwei Drittel aller Forderungen auf sich vereinen. Das beschrie-

⁴⁹⁷ Vgl. Miller/Stiglitz, 1999, S. 3.

bene Verfahren gilt nicht nur für die Umstrukturierung privater Verbindlichkeiten in den USA, sondern auch für Schulden öffentlicher Kreditnehmer (Chapter 9).⁴⁹⁸

In diesem Zusammenhang könnte der IWF eine wichtige Funktion ausüben, indem er erstens das Moratorium und zweitens die Krisenbewältigungsstrategie des betreffenden Landes offiziell billigt. Der IWF hätte zu bestätigen, daß die Vorgehensweise der betreffenden Regierung unter den gegebenen Umständen sowohl für Schuldner als auch für Kapitalgeber die beste Handlungsalternative darstellt. Damit einhergehend müßte das Schuldnerland deutlich machen, daß der Zahlungsaufschub nicht der Verschleppung notwendiger Anpassungsvorgänge dient, sondern dazu genutzt wird, Handlungsspielraum für deren Umsetzung zu schaffen. Beides ließe sich möglicherweise durch die Vereinbarung eines IWF-Hilfsprogramms verbinden. In einem solchen Fall müßte der IWF für den Zeitraum des Moratoriums in der Lage sein, rechtliche Schritte seitens der Gläubiger zu unterbinden. Ob ihn seine gegenwärtige Satzung dazu bereits befugt, ist umstritten. Die Diskussion konzentriert sich dabei auf Art. VIII Abschn. 2 (b) des IWF-Übereinkommens. Dort heißt es:

„Aus Devisenkontrakten, welche die Währung eines Mitglieds berühren und den von diesem Mitglied in Übereinstimmung mit diesem Übereinkommen aufrechterhaltenen oder eingeführten Devisenkontrollbestimmungen zuwiderlaufen, kann in den Hoheitsgebieten der Mitglieder nicht geklagt werden. Außerdem können Mitglieder in gegenseitigem Einverständnis bei der Durchführung von Maßnahmen zusammenarbeiten, um die Devisenkontrollbestimmungen der beteiligten Mitglieder wirksamer zu gestalten, vorausgesetzt, daß diese Maßnahmen und Bestimmungen mit diesem Übereinkommen vereinbar sind.“⁴⁹⁹

Zu diesem Text existieren prinzipiell zwei unterschiedliche Interpretationen. Nach einer Auslegung erlaubt der zitierte Artikel die einseitige Verkündung von Zahlungsmoratorien, weil Art. VI Abs. 3 Mitgliedern auch ohne Einverständnis des IWF die Verhängung von Kapitalverkehrskontrollen gestattet. Juristische Instanzen der Mitgliedstaaten dürfen Kontrollen nur dann für nicht aner kennenswürdig erklären, wenn sie dem IWF-Übereinkommen widersprechen. Daraus leiten Anhänger dieser Interpretationsschiene ab, daß Forderungen, die unter einseitig verkündete Zahlungsmoratorien fallen, vom Gläubiger bei keinem Gericht eines Mitgliedstaates einklagbar sind, wenn der IWF das Moratorium zuvor gebilligt hat. Nach der gegensätzlichen Interpretation wird argumentiert, daß die ursprüngliche Bedeutung des Art. VIII Abs. 2b eine andere war. Im Prinzip geht es dabei um die Auslegung des Begriffs „Devisenkontrakt“. Hier haben beispielsweise US-amerikanische und britische Gerichte entschieden, daß darunter nicht automatisch alle Verträge fallen, die in irgendeiner Form den Bestand der Währungsreserven eines Landes beeinflussen, sondern nur solche, deren unmittelbarer Zweck im Austausch internationaler Zahlungsmittel

⁴⁹⁸ Vgl. U.S. House of Representatives, 2001.

liegt. Aus dieser Begründung folgt, daß internationale Kreditverträge oder Anleihen keine Devisenkontrakte ursprünglicher Bedeutung darstellen und damit nicht von Art. VIII Abs. 2b erfaßt werden.⁵⁰⁰ Dieser Auffassung haben sich bisher auch die leitenden Gremien des IWF angeschlossen.⁵⁰¹ Dieser Interpretation folgend, wäre für einen wirksamen Schutz der Schuldner durch den IWF entweder eine neue Interpretation des Artikels oder eine Abänderung beziehungsweise Ergänzung des Textes erforderlich. Eine Änderung des IWF-Übereinkommens setzt die Zustimmung von mindestens der Hälfte aller Mitgliedsländer voraus, die darüber hinaus mindestens 85% der Stimmrechtsanteile auf sich vereinen müssen. Um in nationales Recht eingefügt zu werden, ist zudem die Ratifizierung der Änderungen durch alle nationalen Parlamente erforderlich. Abgesehen von dem langwierigen Prozeß, den die weltweite Ratifizierung in Anspruch nehmen könnte, besitzen die USA mit ihrem Stimmrechtsanteil im IWF eine Sperrminorität, so daß derzeit weder eine neue Interpretation des Art. VIII noch eine Anpassung erreichbar scheint.

Fraglich ist, ob eine offizielle Billigung des IWF überhaupt hilfreich wäre, denn mit der Verhängung von Moratorien und den damit verbundenen Konsequenzen können auch Nachteile verbunden sein.⁵⁰² Erstens ließe sich von Gläubigern einwenden, daß ein offizielles Einverständnis zu Moral Hazard bei Schuldnern führen kann, indem Regierungen frühzeitiger Zahlungsaufschübe verhängen, als ohne Zustimmung des IWF. Dieser Sorge kann allerdings mit der Argumentation entgegengetreten werden, daß Länder, die ein Moratorium aussprechen bereits in erheblichen wirtschaftlichen Problemen stecken und in der Regel mit einer weiteren Verschlechterung zu rechnen haben. Außerdem wäre die vorübergehende Zahlungseinstellung bei Billigung durch den IWF mit seiner Konditionalität verbunden, wodurch sich ein Land dazu verpflichtet sähe, notwendige Anpassungsvorgänge einzuleiten und durchzuführen. Darüber hinaus existieren keine Hinweise, die den Schluß nahelegen, nationale Insolvenzverfahren förderten Moral Hazard. Auch gibt es bisher keine Anhaltspunkte dafür, daß sich das auf internationaler Ebene ändern könnte. Allerdings müßten internationale Zahlungsmoratorien, um Diskretionarität und Mißbrauch zu vermeiden, genauso in ein festes Regelwerk eingebunden werden wie nationale.⁵⁰³ Ob sich hier jedoch eine allgemein akzeptierte und funktionsfähige Lösung finden läßt, ist fraglich, weil unter anderem unterschiedlichste nationale Interessen berücksichtigt werden müßten.

Ein zweites Problem könnte zutage treten, indem Gläubiger bei der Aussicht auf ein Zahlungsmoratorium und der diesbezüglichen offiziellen Zustimmung durch den IWF im Vorfeld versuchen, ihr eingesetztes Kapital außer Landes zu bringen und damit die Krise entweder verschlimmern oder erst auslösen. Allerdings ließe sich dem widersprechend argumentieren, daß die Erwartung eines Moratoriums Vertragsparteien dazu veranlassen könnte, das Unvermeidliche

⁴⁹⁹ Bundesministerium der Justiz, 1978, S. 34 f.

⁵⁰⁰ Vgl. Nurick, 1997, S. 109 f.

⁵⁰¹ Vgl. International Monetary Fund, 2000c, S. 21. Allerdings scheint mit der neuen Ersten Stellvertretenden Geschäftsführenden Direktorin, *Anne Krueger*, ein Umdenken stattzufinden. Vgl. Krueger, 2001.

⁵⁰² Vgl. United Nations Conference on Trade and Development, 1998 S. 149 ff.

⁵⁰³ Vgl. Clementi, 2000, S. 8.

abzuwenden und im Vorfeld bereits eine Umstrukturierung der Verbindlichkeiten herbeizuführen. Welches der beiden Szenarien plausibler erscheint, hängt von der Konstellation im Einzelfall ab und kann variieren.

Drittens weisen insbesondere privatwirtschaftliche Organisationen darauf hin, daß Länder, die ein Zahlungsmoratorium verhängt haben, nur langsam wieder Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten bekämen und als weitere Folge die Gefahr abnehmender Nettokapitalzuflüsse bestünde.⁵⁰⁴ In Kapitel 5 wurde gezeigt, daß sich auch Malaysia mit dieser Problematik, die ein Grund für die Aufhebung der Kapitalverkehrskontrollen gewesen war, konfrontiert sah. Die Regierung eines betroffenen Landes könnte möglicherweise die Frist bis zum erneuten Zugang beeinflussen, indem sie die Zeit während des Moratoriums für geeignete Politikmaßnahmen nutzt. Dient die Zahlungsunterbrechung lediglich dazu, Verbindlichkeiten umzustrukturieren, wäre damit zu rechnen, daß Inländer ihr Kapital verstärkt im Ausland anlegen, um sich vor Moratorien künftig zu schützen.⁵⁰⁵ Angepaßte Risikoeinschätzungen könnten ausländische Investoren dazu veranlassen, weniger neues Kapital in dem betreffenden Land und generell in Staaten mit gleichem Risikopotential zu investieren. Im Bewußtsein dessen, ließe sich jedoch argumentieren, daß sich Regierungen genau überlegen werden, in welcher Situation sie den Zahlungsaufschub als Instrument zum Einsatz bringen. So gesehen könnte die Aussicht auf zukünftig geringere Kapitalzuflüsse disziplinierende Wirkung besitzen und würde auch von diesem Standpunkt her den Moral-Hazard-Vorwurf entkräften. Zusätzlich sollte mit einer Strategie, die die Ursachen der Krise an den Wurzeln greift, die Eintrittswahrscheinlichkeit zukünftiger Moratorien und damit bei Investoren die Furcht davor sinken. Darüber hinaus sieht die UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) positive Einflüsse von Moratorien auf Kapitalströme. Eigenen Untersuchungen zufolge, reduzieren sie überwiegend kurzfristig orientierte Kapitalströme. Da diese kaum zum langfristigen Wirtschaftswachstum beitragen, oftmals spekulativen Zwecken dienen und die Volatilität an den inländischen Finanzmärkten erhöhen, sei das jedoch ein wünschenswerter Effekt.⁵⁰⁶

Doch selbst wenn diese Argumente zuträfen, sehen Organisationen privater Investoren in einer offiziellen Billigung durch den IWF einen, mögliche Vorteile überwiegenden, Negativanreiz für die Kapitalbereitstellung, indem die Gültigkeit privater Verträge ausgehöhlt und Gläubigerrechte verletzt werden.⁵⁰⁷ Folglich könnte die häufige Anwendung von Moratorien die Zusammensetzung der Kapitalströme auch in der Weise beeinflussen, daß private Investoren solche Anlageformen wählen oder erfinden, die im Bedarfsfall einen raschen Abzug ihres Kapitals ermöglichen, weil sie von Moratorien nicht erfaßt werden.⁵⁰⁸ Denkbar wären beispielsweise Ausschlußklauseln

⁵⁰⁴ Vgl. Institute of International Finance, 1996, S. 29.

⁵⁰⁵ Der Effekt dürfte allerdings mit zunehmendem zeitlichen Abstand zur Periode des Zahlungsaufschubs abnehmen.

⁵⁰⁶ Vgl. United Nations Conference on Trade and Development, 2001, S. 150.

⁵⁰⁷ Vgl. Institute of International Finance, 1999a, S. 12.

⁵⁰⁸ Vgl. Lipworth/Nystedt, 2001, S. 213.

in Darlehensverträgen oder eine Kopplung solcher Kontrakte an Exportgeschäfte, wobei die Exporteinnahmen als Pfand dienen. Auf diese Weise stiege das Risiko von Ausfällen bei unbesicherten Krediten, zu denen auch die des IWF zählen. Daß solche Entwicklungen bereits in der Vergangenheit stattgefunden haben, zeigt die Zunahme der Finanzierung über Schuldverschreibungen nach der Schuldenkrise in Südamerika in den frühen 1980er Jahren. Denn die Restrukturierung von Anleihen ist, wie bereits angesprochen, mit größeren Schwierigkeiten verbunden als die von Krediten, so daß sie bisher oftmals mit Zugeständnissen an Gläubiger verbunden gewesen sind.

Ein weiteres Argument gegen Zahlungsmoratorien auf internationaler Ebene stellt die Übertragung möglicher negativer Folgen auf andere Länder dar. Für die Ausbreitung solcher Spillover-Effekte kommen mindestens zwei Kanäle in Frage. Kapitalgeber könnten sich erstens veranlaßt sehen, ihr Engagement in anderen Ländern mit ähnlichem Risikoprofil zu reduzieren, um gleichen Problemen vorzubeugen oder Verluste auszugleichen. Schuldner müßten dann damit rechnen, daß kurzfristige Verbindlichkeiten bei Fälligkeit nicht mehr erneuert würden. Auch könnte die internationale Plazierung von Anleiheemissionen mangels Nachfrage schwieriger werden. Zweitens sind durch unsichere wirtschaftliche Entwicklungen ausgelöste Schwankungen an Wertpapierbörsen in Emerging Markets erhebliche Nachschußzahlungen bei Terminkontrakten denkbar, die Investoren zwingen, dafür notwendige Gelder durch den Verkauf von Vermögenstiteln in anderen Staaten zu beschaffen.⁵⁰⁹

Als Fazit dieses Abschnitts kann festgehalten werden, daß die Reaktionen auf einseitig verhängte Zahlungsmoratorien und die damit verbundenen Risiken nur schwierig kalkulierbar sind. Möglicherweise könnte eine offizielle Zustimmung des IWF Sicherheit verschaffen, indem er eine offizielle Billigung erteilt und Kapitalgebern die Option eines Rechtsstreits nähme. Allerdings müßten standardisierte Bedingungen in Form allgemeingültiger, rechtlich bindender Vorschriften gefunden werden, die das Moratorium selbst und die zwischenzeitlich zu ergreifenden Maßnahmen regeln. Es dürfte schwerfallen, diese zusammenzustellen, zumal jede Krise einen anderen Charakter beziehungsweise neue Aspekte aufweist, die bis dahin noch keine oder nur geringe Bedeutung besaßen. Ungeachtet dessen wäre eine diesbezügliche Ausdehnung der Befugnisse des IWF derzeit politisch kaum durchsetzbar. Doch selbst wenn es gelingen sollte, einen Katalog mit Bedingungen für ein Moratorium zu erstellen, könnte dies mehr schaden als helfen, unter anderem weil die Gefahr zeitinkonsistenten Verhaltens seitens des IWF besteht. Denn Insolvenzverfahren auf nationaler Ebene ermöglichen auch die Liquidation von Unternehmen. Eine Option, die im Fall souveräner Staaten nicht existiert. Außerdem ist nicht auszuschließen, daß die Kenntnis der Voraussetzungen für ein Moratorium in Verbindung mit der Befürchtung, das diese eintreten könnten, bei Gläubigern Kapitalflucht auslöst, die zwangsläufig ein Moratorium oder drastischere Maßnahmen erfordert. Aus diesen Überlegungen heraus, sollten Zahlungsmoratorien

⁵⁰⁹ Vgl. Bank for International Settlements, 1999, S. 111 ff.

Einzelfallentscheidungen bleiben, die allein in der Verantwortung der Regierung des betreffenden Landes liegen.

Allerdings wurde ebenfalls herausgearbeitet, daß der Erfolg eines Moratoriums unabhängig von der Art seines Zustandekommens davon abhängen könnte, welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen die Regierung während dieser Zeit vornimmt. Hier könnte der IWF mit finanziellen Mitteln und seiner Konditionalität Einfluß darauf nehmen, daß die Regierung des betreffenden Landes die Zeit des Moratoriums nutzt, seine wirtschaftlichen Probleme in den Griff zu bekommen, dabei aber gleichzeitig eine offizielle Billigung und die damit verbundenen Probleme umgehen.

6.1.2 Beteiligung des privaten Sektors an den Kosten der Krisenbewältigung

Unabhängig von der Etablierung eines Moratoriums läßt sich die Frage stellen, ob und inwieweit der private Sektor an den Kosten der Krisenbewältigung beteiligt werden kann. Gegner der IWF-Politik werfen ihm vor, er bewahre mit seinen Hilfspaketen private Gläubiger in Währungs- und Finanzkrisen vor Verlusten und fördere so Moral Hazard.⁵¹⁰ Darüber hinaus sprechen mindestens zwei weitere Gründe für eine stärkere Belastung privater Gläubiger. Erstens hat sich die Zusammensetzung der Kapitalströme in Richtung Emerging Markets seit Beginn der 1980er Jahre in der Weise verändert, daß die direkte Finanzierung über Bankkredite zugunsten der Anleihefinanzierung abgenommen hat, Laufzeiten sich tendenziell verkürzt haben und Empfänger ausländischen Fremdkapitals zunehmend Schuldner des privaten Sektors sind. Zweitens ist die finanzielle Kapazität des IWF nicht in dem Maß gewachsen wie die internationalen Kapitalströme, so daß er nicht mehr in jedem Fall in der Lage sein kann, Liquiditätsengpässe seiner Mitglieder mit den ihm zur Verfügung stehenden Mitteln zu beheben beziehungsweise annähernd als Lender of Last Resort zu fungieren.⁵¹¹ Deshalb sollten Wege gefunden werden, den privaten Sektor an den Kosten der Hilfsprogramme beziehungsweise der Krisenbewältigung zu beteiligen.

Die am häufigsten diskutierten Möglichkeiten, den privaten Sektor finanziell stärker als bisher einzubinden, lassen sich wie folgt unterscheiden. Auf der einen Seite stehen Maßnahmen, die im Nachhinein, das heißt, erst im tatsächlichen Krisenfall erwogen und getroffen werden können. Dazu gehören sowohl die im Einvernehmen zwischen Schuldner und Gläubigern ausgehandelten als auch die einseitig vom Schuldner durchgesetzten Umstrukturierungen seiner Verbindlichkeiten oder der Schuldenerlaß. Auf der anderen Seite besteht die Möglichkeit, Vereinbarungen im vorhinein vertraglich zu fixieren. Darunter fallen insbesondere die sogenannten Gläubigerklauseln (Collective Action Clauses) in Verträgen von Schuldverschreibungen. Diese Klauseln wurden entwickelt, weil internationale Anleihen bei der Kapitalbeschaffung zunehmend an Bedeutung

⁵¹⁰ Vgl. Calomiris, 1998, S. 286 ff.

⁵¹¹ Vgl. United Nations Conference on Trade and Development, 2001, S. 131.

gewinnen, aber bisher nicht, wie internationale Kredite, Bestandteil formaler Umstrukturierungsverhandlungen des Londoner oder Pariser Clubs sind. Als problematisch erweist sich unter anderem die Tatsache, daß Anleihen zumeist als Inhaberpapiere emittiert und in Teilbeträge aufgespalten werden. Diese Eigenart kann für eine große Anzahl unbekannter und örtlich weit verstreuter Investoren sorgen. Unter anderem deshalb und weil die Emission von Anleihen auf Grundlage unterschiedlicher landesspezifischer Rechtssysteme vollzogen werden kann, bestehen bisher keine generellen, allgemeingültigen Verfahren zu deren Umschuldung. Hier sollen Gläubigerklauseln Abhilfe schaffen. Sie bieten eine Möglichkeit, im Bedarfsfall die Interessen der Gläubiger zu koordinieren, indem sie gemeinsame Vertretungsrechte und Handlungen per Mehrheitsentscheid festschreiben sowie Verluste geschlüsselt verteilen und juristische Schritte einzelner Gläubiger verhindern. Dadurch werden Inhaber von Schuldverschreibungen aneinander gebunden und kollektives Handeln gefördert. Aufgrund unterschiedlicher nationaler Rechtsgrundlagen können bisher jedoch nicht alle denkbaren Klauseln gleichzeitig in Anleiheverträge eingefügt werden. Hier deutet sich bereits an, daß die Schaffung weltweit einheitlicher Vertragsklauseln schwierig wenn nicht utopisch sein könnte. Damit sich daran auch so schnell nichts ändert, betreiben einflußreiche Institutionen und Persönlichkeiten privater Großbanken gezielte Lobbyarbeit.⁵¹²

Schätzungen besagen, daß mehr als die Hälfte aller internationalen und etwa zwei Drittel aller Emerging-Market-Anleihen derartige Klauseln nicht enthalten.⁵¹³ Insbesondere Schuldner mit geringeren Kreditratings befürchten dadurch eine Erhöhung der Kreditkosten, weil Gläubiger die Aufnahme derartiger Klauseln als gesteigertes Ausfallrisiko interpretieren könnten, das eine höhere Risikoprämie erfordert. Tatsächlich haben empirische Studien ergeben, daß der Gebrauch von Gläubigerklauseln die Finanzierungskosten bei Anleihen sowohl senken als auch steigern kann, je nachdem, wie der Nettoeffekt zwischen der darauf zurückzuführenden Variation der Ausfallwahrscheinlichkeit und der Rückzahlungsquote (Recovery Rate) ausfällt.⁵¹⁴ Diese Beobachtung spricht für den Einsatz von Gläubigerklauseln, weil „gute“ Schuldner geringere Zinskosten erreichen können als „schlechte“. Letztere bekämen dadurch einen Anreiz, ihre Kreditwürdigkeit zu verbessern.

Bisher ist aber aufgrund geringer Erfahrung mit Gläubigerklauseln noch unklar, inwieweit sie Umstrukturierungsvorhaben beeinflussen, zumal sie nicht in ihrer Gesamtheit, sondern nur in Teilbereichen vertraglich aufgenommen werden. Daher schlagen *Buiter* und *Sibert* eine Generalklausel vor, die Schuldner vertraglich einräumt, unter Inkaufnahme eines Strafzinssatzes einseitig über Laufzeitverlängerungen für ihre Schuldverschreibungen zu verfügen.⁵¹⁵ Aber auch hier

⁵¹² Vgl. Dixon/Wall, 2000, S. 150.

⁵¹³ Vgl. Eichengreen, 2000, S. 38.

⁵¹⁴ Vgl. Tsatsaronis, 1999, S. 22; vgl. Eichengreen/Mody, 2000, S.7 ff.; vgl. Dixon/Wall, 2000, S. 146 f.

⁵¹⁵ Diese Klausel ist als UDROP, **U**niversal **D**ebt **R**ollover **O**ption with a **P**enalty Rate, bekannt. Vgl. Buiter/Sibert, 1999.

dürfte eine Aufnahme in Anleiheverträge ohne Zugeständnisse bei anderen Vertragsbedingungen am Widerstand der Gläubiger scheitern.

Offiziellen Stellungnahmen aus Industriestaaten zufolge, seien bei den Bestrebungen, den privaten Sektor durch Freiwilligkeit stärker an den Kosten von Währungs- und Finanzkrisen zu beteiligen, in den vergangenen Jahren Fortschritte gemacht worden, was beispielsweise die IWF-Hilfsprogramme für Korea und Brasilien zeigten.⁵¹⁶ Auch der IWF stellt in einer Bestandsaufnahme seiner eigenen Reformbemühungen das Vorgehen in diesen beiden Ländern als ermutigende Entwicklung dar, erkennt aber im selben Report an anderer Stelle an, daß bisher nur geringe Fortschritte bei der Schuldenrestrukturierung gemacht wurden.⁵¹⁷ In der Tat kann bei genauer Betrachtung der angeführten Beispiele von einem sogenannten Bail In nicht gesprochen werden. Im Fall Koreas ist zu berücksichtigen, daß es sich, wie in Kapitel 4.3.3 erläutert, um eine nicht ganz freiwillige Aktion privater Kreditgeber handelte, als sie ihre im Frühjahr 1998 fälligen Kredite erneuerten. Vielmehr blieb ihnen keine bessere Alternative, zumal anderenfalls ein Zahlungsausfall unvermeidlich gewesen wäre. Die anschließende Umstrukturierung von Auslandskrediten im Wert von etwa 22 Mrd. US-Dollar war keine fortschrittliche Krisenbewältigungsstrategie, sondern überwiegend das Ergebnis politischen Drucks. Darüber hinaus hatten die betreffenden Gläubiger, abgesehen von einer Laufzeitverlängerung, keine Verluste hinnehmen müssen: Es kam zu keinen Kreditabschreibungen, die Nominalzinsen wurden erhöht und die betreffenden Darlehen staatlicherseits gegen Ausfall geschützt. Auch in Brasilien mußten Gläubiger im Frühjahr 1999 keine Verluste hinnehmen. Kreditlinien wurden gekürzt und auslaufende Darlehen bei Fälligkeit nicht erneuert. Der Trend ließ sich erst umkehren, als Brasilien eine Abwertung seiner Währung vornahm und mit dem IWF im März eine neue Bereitschaftskreditvereinbarung schloß, in der die Konditionalität der vorangegangenen Vereinbarung nochmals verschärft wurde. Das heißt, die Einbindung des privaten Sektors bestand lediglich in der Erneuerung auslaufender Kreditverträge und wurde nur durch das neue Hilfsprogramm des IWF ermöglicht.⁵¹⁸ So kommt *Eichengreen* zu dem Ergebnis, daß die Bemühungen, den privaten Sektor mit einzubinden, bisher ein Mißerfolg gewesen seien.⁵¹⁹ Selbst der IWF gesteht ein, daß alle bisherigen Schuldenumstrukturierungen nur mit erheblichen Zugeständnissen an private Gläubiger erreicht werden konnten.⁵²⁰

In Anbetracht der Schwierigkeiten, die es bereitet, den privaten Sektor an den Kosten der Krisenbewältigung zu beteiligen, empfiehlt eine vom US-Kongreß etablierte, weit beachtete Kommission⁵²¹ - im folgenden nach ihrem Vorsitzenden, *Allan Meltzer*, als Meltzer-Kommission

⁵¹⁶ Vgl. Group of Seven Finance Ministers, 2000, S. 2.

⁵¹⁷ Vgl. International Monetary Fund, 2000c, S. 14 ff.

⁵¹⁸ Vgl. International Monetary Fund, 2000b, S. 115 ff. für Brasilien und weitere, weniger prominente Fälle.

⁵¹⁹ Vgl. Eichengreen, 2000, S. 1.

⁵²⁰ Vgl. International Monetary Fund, 2000b, S. 134.

⁵²¹ Die offizielle Bezeichnung der elf Personen umfassenden Kommission lautet: International Financial Institution Advisory Commission (IFIAC). Sie wurde im November 1998 eingesetzt, um die Rolle und Effektivität des IWF, der Entwicklungsbanken, der BIZ und der Welthandelsorganisation zu untersuchen. Die Veröffentli-

Fortsetzung: nächste Seite!

bezeichnet - diesbezügliche Verhandlungen den beteiligten Parteien zu überlassen und neue Vorgehensweisen erst dann zu entwickeln, wenn ein besseres Verständnis darüber herrsche, wie das Eingreifen multinationaler Institutionen das Ergebnis solcher Verhandlungen verbessern hilft. Bis dahin müßten die Vertragsparteien selbständig nach Lösungen suchen.⁵²² Eine unabhängige Arbeitsgruppe des Council on Foreign Relations⁵²³ - nachfolgend als Arbeitsgruppe des CFR bezeichnet - sieht der Lösung des Problems optimistischer entgegen. Sie schlägt erstens vor, daß sich alle Staaten dazu verpflichten sollten, Gläubigerklauseln in Verträge über ihre Staatsanleihen einzufügen und nur solche innerhalb ihres Hoheitsgebiets handeln zu lassen, die diese Klauseln ebenfalls enthalten. Zweitens sollte der IWF über ein Anreizsystem dafür Sorge tragen, daß Entwicklungsländer ihre Einlagensicherungssysteme internationalen Standards anpassen. Drittens müsse der IWF klarstellen, daß er finanzielle Hilfen in zukünftigen Krisen nur dann bereitstellen werde, falls das betreffende Land über eine mittelfristig haltbare Zahlungsbilanzsituation, das heißt insbesondere eine ausgewogene Schuldenstruktur, verfüge. Wäre diese Ausgewogenheit nicht erkennbar, müsse das Krisenland, um sich doch noch für die IWF-Hilfe zu qualifizieren, Verhandlungen mit seinen Gläubigern über eine Verbesserung der Schuldenstruktur führen. Schließlich solle der IWF anerkennen, daß ein Zahlungsmoratorium für die Krisenbewältigung nützlich sein könne.⁵²⁴ Mit Hilfe dieser Maßnahmen verspricht sich die Arbeitsgruppe des CFR eine Reduzierung des Moral-Hazard-Problems auf seiten der Gläubiger sowie eine Lenkung der Schuldenrestrukturierung in geordnete Bahnen, ohne Moral Hazard bei Schuldern zu fördern. Allerdings fehlt ein Vorschlag, wie Anreize oder Zwänge geschaffen werden können, die die Beteiligten zu Handlungen veranlassen, die den Vorstellungen der Arbeitsgruppe des CFR entsprechen. Beispielsweise stellt sich die Frage, wie ein Land, daß mitten in einer Krise steckt und sich zudem nicht für IWF-Hilfe qualifiziert hat, mit seinen Gläubigern verhandeln kann. Letztere sind oftmals in der Lage, solche Situationen „auszusitzen“. Das kann die Regierung eines Krisenlandes nicht. Entweder macht sie kostspielige Zugeständnisse oder Gläubiger ziehen ihr Kapital weiter ab. Letztendlich müßte dann doch wieder der IWF einspringen oder bilaterale Hilfsaktionen auf staatlicher Ebene verhandelt werden.

Im Gegensatz zu den Vorschlägen der Arbeitsgruppe des CFR scheinen die Finanzminister der G-7 und der IWF unter Beachtung einiger weniger Handlungsprinzipien weiterhin Einzelfalllösungen zu favorisieren. Sie befürworten institutionelle Änderungen, ohne jedoch konkrete Vorschläge zu machen. Beispielsweise sprechen sie davon, den Einsatz von Gläubigerklauseln „fördern“ zu wollen, lassen aber offen, wie diese Förderung aussehen könnte. Gleichfalls vage bleibt der Vorschlag, Gläubigerklauseln in Emerging-Market-Schuldverschreibungen zu unter-

chung der Untersuchungsergebnisse, die durch Mehrheitsbeschluß zustande kamen, fand im März 2000 statt. Abweichende Meinungen einzelner Kommissionsmitglieder wurden in einem Anhang aufgeführt.

⁵²² International Financial Institution Advisory Commission, 2000, 31.

⁵²³ Der Council on Foreign Relations ist eine überparteiliche Forschungseinrichtung auf dem Gebiet außenpolitischer Belange in den USA. Nähere Informationen lassen sich auf seiner Website finden (<http://www.cfr.org>).

⁵²⁴ Vgl. Council on Foreign Relations Independent Task Force, 1999, S. 66.

stützen.⁵²⁵ Die unbestimmten Formulierungen und Absichtserklärungen sind vor dem Hintergrund verständlich, daß bisher nur Großbritannien und Kanada Teilbereiche diese Klauseln in allen unter ihrer Rechtshoheit neu emittierten Anleihen einsetzen. In Japan und Deutschland finden sie sporadische, in den USA überhaupt keine Verwendung. Das heißt, solange unter den größten Industriestaaten keine Einigkeit über die Beteiligung des privaten Sektors an Restrukturierungskosten herrscht, dürften Emerging Markets, selbst wenn sie Gläubigerklauseln befürworteten, kaum Chancen besitzen, diese flächendeckend in ihre Anleiheverträge einzufügen.

Die hier gemachten Ausführungen sprechen dafür, die Ausstattung von Anleiheverträgen mit Gläubigerklauseln anzustreben. Allerdings scheint bislang der globale politische Wille dafür zu fehlen. Selbst wenn im Einzelfall gelingen sollte, den privaten Sektor an verlustreichen Umstrukturierungen von Verbindlichkeiten zu beteiligen, steht zu vermuten, daß er für die Zukunft versuchen könnte, Ausweichmöglichkeiten zu finden. Beispielsweise veranlaßten die Umstrukturierungen von syndizierten Krediten im Anschluß an die Schuldenkrise Anfang der 1980er Jahre Gläubiger dazu, Kapital verstärkt über Euroanleihen zur Verfügung zu stellen. In ähnlicher Weise könnten private Gläubiger verfahren, wenn Schuldverschreibungen zunehmend Gegenstand von Umstrukturierungsverhandlungen werden sollten.

Die Beteiligung des privaten Sektors an den Kosten der Krisenbewältigung ist wünschenswert. Die Erfahrung hat jedoch gezeigt, daß dies nur in Ausnahmefällen gelingt. Die Entwicklung in der Praxis und die bisher unterbreiteten Vorschläge von Wissenschaftlern, dies zu ändern, deuten ebenfalls nicht darauf, daß sich daran zukünftig etwas ändern könnte.

6.2 Die Konditionalität des IWF

Die Ergebnisse aus Kapitel 6.1 lassen den Schluß zu, daß dem IWF und seiner Konditionalität auch weiterhin eine herausragende Stellung bei der Bewältigung von Währungs- und Finanzkrisen zukommen könnte. Da die Argumentation in Kapitel 4.4 den Schluß zuläßt, daß bislang in bezug auf die Geld- und Wechselkurspolitik keine Alternativen aufgezeigt werden konnten, die plausibel einen größeren Erfolg als die Vorgehensweise des IWF versprechen, und weil, die Fiskalpolitik betreffend, überwiegend Einigkeit unter Wirtschaftswissenschaftlern herrscht, soll die Konditionalität in diesen Bereichen im folgenden Kapitel nicht weiter Gegenstand der Untersuchung sein.

Wesentlich umstrittener sowohl in ihrem Ausmaß als auch in ihren Auswirkungen sind dagegen die Vorgaben auf dem Gebiet der Strukturpolitik. Deshalb sollen in diesem Kapitel 6.2 unter Berücksichtigung der Ergebnisse aus den Kapiteln 4 und 5 bereits bekannte Vorschläge zur Re-

⁵²⁵ Vgl. Group of Seven Finance Ministers, 2000, S. 7.

formierung der Konditionalität im Bereich der Strukturpolitik aufgegriffen und kritisch gewürdigt sowie neue entwickelt werden.

6.2.1 Ex-ante- versus Ex-post-Konditionalität

Einige Wirtschaftswissenschaftler machen den Vorschlag, IWF-Kredite an die Erfüllung bestimmter Vorbedingungen zu knüpfen, um die Häufigkeit von Krisen und die Inanspruchnahme seiner Darlehen zu verringern. Beispielsweise empfiehlt *Dornbusch*, finanzielle Hilfen dann zu verweigern, wenn Länder frühzeitige Warnungen des IWF, beispielsweise im Rahmen der Artikel-IV-Konsultationen, ignorierten.⁵²⁶ *Calomiris* geht einen Schritt weiter, indem er konkrete Vorbedingungen stellt und für eine öffentliche Bekanntgabe erfüllender Länder eintritt.⁵²⁷ Die prominenteste Befürworterin einer solchen Ex-ante-Konditionalität ist die Meltzer-Kommission. In ihrer Kritik an der bisherigen Vorgehensweise zur Festlegung der Auflagen und Leistungskriterien kommt die Mehrheit der Kommission zu dem Ergebnis, daß die den Krisenländern – vor allem in Asien aber nicht nur dort - auferlegte detaillierte Konditionalität Hilfsprogramme aufgebläht und ein hohes Konfliktpotential aufgebaut habe. Letzteres insbesondere, weil kein Beweis für die Wirksamkeit der Vorgaben vieler Teilbereiche der Konditionalität existiere beziehungsweise sich ein Großteil der Maßnahmen im Nachhinein als ineffektiv in bezug auf die Krisenbewältigung erwiesen habe. Darüber hinaus sei durch die Verhandlungen über Details in den Hilfsprogrammen unnötig Zeit verstrichen, wodurch die Krise an Momentum und Tiefe gewinnen konnte.⁵²⁸ Zusätzlich argumentiert die Kommission, daß Krisenländer bei Abwesenheit des IWF durch die Marktkräfte gezwungen würden, wünschenswerte Politikvorgaben und anerkannte Finanzstandards umzusetzen, ohne unter „überflüssigen“ Forderungen der Konditionalität zu leiden.⁵²⁹

Deshalb, und weil Regierungen selbst wissen sollten, welche Politikmaßnahmen Krisen beenden und die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit verbessern helfen, rät die Kommission, die Konditionalität vollständig aufzugeben. Der IWF behalte zwar im Rahmen seiner Artikel-IV-Konsultationen weiterhin die Funktion als Berater in wirtschaftspolitischen Fragen. Jedoch dürfe er die Befolgung seiner Ratschläge nicht zur Vorbedingung für die Kreditinanspruchnahme machen. Statt dessen seien kurzfristige Liquiditätshilfen in Abhängigkeit von der Erfüllung folgender Voraussetzungen zu gewähren:

1. Öffnung des inländischen Finanzsystems für ausländische Finanzinstitute.
2. Regelmäßige und zeitnahe Publikation der Struktur öffentlicher sowie öffentlich garantierter Kredite und Offenlegung von Schattenhaushalten.

⁵²⁶ Vgl. Dornbusch, 1998, S. 182.

⁵²⁷ Vgl. Calomiris, 1998b, S. 6 ff.

⁵²⁸ Vgl. International Financial Institution Advisory Commission, 2000, S. 5.

-
3. Ausreichende Kapitalausstattung der Geschäftsbanken gemäß den Richtlinien des Baseler Komitees oder durch nachrangige Kredite nichtstaatlicher und nichtverbundener Institutionen.
 4. Fiskalpolitische Zurückhaltung.

Diese Vorgaben gelte es innerhalb eines Zeitraums von drei bis fünf Jahren umzusetzen. Erst wenn Entwicklungsländer diese Vorbedingungen erfüllten, seien sie im Bedarfsfall ohne Einschränkung für den Erhalt kurzfristiger Liquiditätshilfen „qualifiziert“. Anderenfalls würde finanzielle Unterstützung nur dann gewährt, wenn die Krise eine Gefahr für die Weltwirtschaft darstellen könnte. Industrieländer seien von solchen Liquiditätshilfen grundsätzlich ausgeschlossen, weil deren Zentralbanken die Bereitstellung übernehmen könnten. Um den Vorrang von IWF-Krediten zu sichern, müßten diese rechtlich über alle anderen Kreditvereinbarungen gestellt werden, unter anderem indem sie von möglichen Negativklauseln weiterer Darlehensvereinbarungen explizit auszuschließen seien. Länder, die ihren Zahlungsverpflichtungen gegenüber dem IWF nicht nachkämen, verlören den Anspruch auf weitere multi- oder bilateral bereitgestellte Hilfe.⁵³⁰

Interessanterweise schlägt die Kommission als Ersatz für die Erfüllung von Leistungskriterien nicht vor, Kredite gegen andere Sicherheiten zu vergeben, obwohl *Meltzer* selbst eine solche Vorgehensweise für wünschenswert hält.⁵³¹ Ein Grund könnte darin liegen, daß ihr Vorschlag, IWF-Hilfsgelder an die Erfüllung bestimmter Vorbedingungen zu knüpfen, bei seiner Umsetzung ausreichend vor Kreditausfallrisiken schützen sollte. Außerdem könnte sich eine Regierung, die über Sicherheiten verfügt über private Kapitalmärkte mit Liquidität versorgen.

Einwände gegen die Vorschlägen der Meltzer-Kommission ist aus mehreren Richtungen denkbar. Erstens mißachtet die Mehrheit der Kommission die überwiegend positiven Erfahrungen mit IWF-Hilfsprogrammen in der Vergangenheit.⁵³² Trotz offensichtlicher Mängel, insbesondere in Indonesien, haben die Programme in Thailand und Korea zur Behebung der Währungs- und Finanzkrisen beitragen und eine Festigung zumindest der Finanzsektoren erreichen können. Auch die Arbeitsgruppe des CFR kommt in bezug auf die Asienkrise zu dem Ergebnis, daß ohne seine Hilfe vermutlich tiefere und länger anhaltende Rezessionen, weitere Abwertungen der Währungen und zusätzliche Zahlungsausfälle gefolgt wären. Sie verweist darauf, wie solche Krisen in den 1930er Jahren bewältigt wurden, und daß sich nur wenige diese Zeiten zurückwünschen könnten.⁵³³ Der IWF kritisiert ebenfalls die Nichtbeachtung positiver Resultate der Hilfsprogramme, zumal empirische Untersuchungen ihre Effektivität bestätigten. Solche Studien deuteten

⁵²⁹ Vgl. International Financial Institution Advisory Commission, 2000, S. 20.

⁵³⁰ Vgl. International Financial Institution Advisory Commission, 2000, S. 26 ff.

⁵³¹ Vgl. Meltzer, 1999, S. 255.

⁵³² Diesen Vorwurf formulierten vier der elf Mitglieder der Meltzer-Kommission in einer Stellungnahme, die mit dem Report veröffentlicht wurde. Vgl. International Financial Institution Advisory Commission, 2000, S. 61 f.

⁵³³ Vgl. Council on Foreign Relations Independent Task Force, 1999, S. 58.

mehrheitlich darauf hin, daß IWF-Hilfsprogramme die wirtschaftliche Tätigkeit des betreffenden Landes zwar aufgrund restriktiver Geld- und Fiskalpolitik kurzfristig einschränkten, schnell aber eine Erholung herbeiführten, sobald die ergriffenen strukturellen Reformen das Vertrauen der Investoren zurückbrächten. Im Verlauf dieses Prozesses verbesserte sich die Leistungsbilanz soweit, daß die Länder oftmals auf weitere finanzielle Hilfen des IWF verzichten könnten.⁵³⁴

Zweitens lassen sich Einwände gegen die von der Meltzer-Kommission verlangten Vorbedingungen erheben. Diese sind weder ein hinreichendes Kriterium zur Vermeidung von Währungs- und Finanzkrisen, noch können sie dazu beitragen, die Zahlungsbilanzsituation eines Krisenstaates soweit wieder herzustellen, daß er in die Lage versetzt würde, die Kredite des IWF zurückzuzahlen. Die Arbeitsgruppe des CFR beispielsweise bezweifelt, daß sich mit deren Erfüllung in jedem Fall spekulative Angriffe auf die Währung des betreffenden Landes abwehren lassen. Sie verweist dabei auf die Erfahrungen Hongkongs, das trotz hoher Währungsreserven und Unterstützungszusagen von Seiten Chinas während der Asienkrise massive Attacken auf die eigene Währung abwehren mußte. Diese Argumentation ist allerdings insofern nicht stichhaltig, als es primär nicht um das Verhindern, sondern die erfolgreiche Abwehr von Angriffen auf die eigene Währung geht, die Hongkong gelungen war. Allerdings läßt sich einwenden, daß die Vorbedingungen erstens zu ungenau definiert sind und zweitens nur einen geringen Teilbereich wirtschaftlichen Handelns abdecken. Beispielsweise deuten neuere empirische Untersuchungen über die Entwicklung von Finanzsektoren und deren Anfälligkeit für Bankenrisiken darauf hin, daß ein Abbau von Zugangsbeschränkungen für ausländische Finanzinstitute positive Einflüsse auf die Effizienz inländischer Bankensektoren ausüben und die Anfälligkeit für Bankenrisiken, insbesondere in Emerging Markets mit wenig entwickelten Finanzsektoren, gesenkt werden kann.⁵³⁵ Die immer wieder dargelegten Vorbehalte, daß ausländische Banken Kapitalströme im Laufe einer Krise destabilisieren, heimische Banken vom Markt verdrängen oder die Effektivität der Bankenaufsicht mindern, konnten in empirischen Untersuchungen bisher nicht bestätigt werden.⁵³⁶ Beides spricht für die Plausibilität der ersten Vorbedingung der Meltzer-Kommission. Jedoch zeigen die gleichen Studien auch, daß sich die Krisenanfälligkeit im Bankensektor auch durch rein innerstaatliche Maßnahmen, wie beispielsweise Verringerung der Anzahl staatlicher Banken, reduzieren läßt. Maßnahmen, die im Kalkül der Meltzer-Kommission keine Rolle zu spielen scheinen, zumindest im Gutachten keine Erwähnung finden. Schließlich kann in bezug auf Vorbedingung drei argumentiert werden, daß sich Risiken, die im Zusammenhang mit der Nachrangigkeit privater Kredite entstehen, mittels derivativer Wertpapiere umgehen lassen, was die von der Meltzer-Kommission beabsichtigte Besserung der Marktdisziplin umkehren könnte.⁵³⁷ Demnach wären die von der Kommission entwickelten Vorbedingungen nicht ausreichend und nur ein unzurei-

⁵³⁴ Vgl. Fischer, 2000a, S. 8.

⁵³⁵ Vgl. Barth/Caprio/Levine, 2000; vgl. auch Caprio/Honohan, 2000.

⁵³⁶ Vgl. Goldberg/Dages/Kinney, 2000; vgl. Claessens/Jansen, 2000.

⁵³⁷ Vgl. Garber, 2000, S. 258 f.

chender Ersatz für beispielsweise die weiter gefaßten und konkreter definierten Baseler Kernprinzipien.⁵³⁸

Darüber hinaus könnte der Rückgriff allein auf diese Vorbedingungen Instabilität auf den Finanzmärkten verursachen. Selbst Mitglieder der Meltzer-Kommission bemängeln, daß der IWF bei Umsetzung der Empfehlungen keine Erlaubnis besäße, Krisenländern, die zuvor durch Nichterfüllung aufgefallen seien, finanziell beizustehen. Gerade solche Länder seien jedoch kaum in der Lage, ihre Probleme aus eigener Kraft zu lösen. Vielmehr müßten sie dann die Politik, die sie in die Krise führte, beibehalten, was das Risiko für eine länderübergreifende Ausbreitung der Probleme erhöhen könnte.⁵³⁹ Der Kritik läßt sich allerdings entgegen, daß die Umsetzung der Vorbedingungen nicht sofort, sondern innerhalb von fünf Jahren erfolgen soll. Damit bekäme jedes Land Zeit, die Ex-ante-Konditionalität national umzusetzen. Die Aussicht, bei Nichterfüllung im Bedarfsfall auf IWF-Hilfe verzichten zu müssen, könnte möglicherweise die weltweite Konvergenz zu einer stabilitätskonformerer Wirtschaftspolitik fördern. Jedoch wäre ebenfalls denkbar, daß durch die Erfüllung der unzureichenden Vorbedingungen Moral Hazard entsteht, weil Länder ohne weitere Auflagen eine Versicherung zur Inanspruchnahme von IWF-Krediten erwerben.

Vermutlich werden nie alle Länder die geforderten Bedingungen erfüllen. Hier setzt der dritte Einwand an, denn es könnte weder langfristig durchhaltbar noch wünschenswert sein, solche Staaten von der IWF-Hilfe auszuschließen. Spätestens dann, wenn die wie auch immer gearteten Interessen von Industrienationen berührt sind, werden Mittel und Wege gefunden, finanzielle Hilfen trotz Nichterfüllung bereitzustellen. Das heißt, entweder flößen bilaterale Hilfsgelder oder der IWF würde von einflußreichen Anteilseignern gedrängt einzuschreiten. Auf diese Weise ergäbe sich ein Zeitinkonsistenzproblem, weil der IWF zwar eine rein technische Organisation ist, aber auch politischen Zwängen unterliegt. Deshalb sollte die Kommission nicht den Druck unterschätzen, der entstünde, wenn ein zuvor als gut im Sinne von „mit den Vorbedingungen konform gehend“ eingestuftes Land seine Qualifikation verlieren müßte. Daneben läßt sie die Frage unbeantwortet, wer die Überprüfung und anschließende Klassifizierung vornehmen und welche Kriterien dieses Verfahren beinhalten soll. Auch hier wären politische Kalküle nicht auszuschließen.

Der IWF schuf mit der Vorbeugenden Kreditfazilität bereits im April 1999 eine Fazilität, deren Inanspruchnahme die Erfüllung bestimmter Vorbedingungen erfordert. Länder können sich für diese Art des Kredits qualifizieren, indem sie eine „gute“ makroökonomische Politik betreiben, internationale Finanzstandards anwenden und „konstruktive“ Beziehungen zu ihren privaten

⁵³⁸ Die Kommission befürwortet zwar, diese Prinzipien als Mindestanforderungen zu übernehmen. Die Entscheidung dazu solle aber den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern eines jeden Landes selbst überlassen bleiben. Vgl. International Financial Institution Advisory Commission, 2000, S. 55.

⁵³⁹ Vgl. International Financial Institution Advisory Commission, 2000, S. 62.

Gläubigern pflegen. Darüber hinaus muß das Exekutivdirektorium des IWF entscheiden, ob das betreffende Land unter Ansteckung von anderen Staaten leidet und den Eindruck erweckt, nötige Politikänderungen vornehmen zu wollen. Für die Inanspruchnahme fallen eine Bereitstellungsprovision sowie die gleichen Zinssätze wie für die Zusätzliche Reservefazilität an.⁵⁴⁰ Auf die Vorbeugende Kreditfazilität ist bisher jedoch nicht zurückgegriffen worden. Eine Ursache könnte in den Gesamtkosten liegen, die höher ausfallen als bei der Zusätzlichen Reservefazilität. Zum anderen erfolgt die Inanspruchnahme im Bedarfsfall nicht automatisch, was potentielle Kreditnehmer abgeschreckt haben könnte. Das heißt, bei dem gegenwärtigen Angebot an weiteren Kreditfazilitäten, für die keine derartigen Vorbedingungen erfüllt sein müssen, stellt die Qualifizierung für die Vorbeugende Kreditfazilität keine optimale Strategie dar. Darüber hinaus ist die Signalwirkung der Inanspruchnahme auf die internationalen Finanzmärkte kaum absehbar. Möglicherweise könnte sie so aufgefaßt werden, daß in dem kreditnehmenden Land versteckte wirtschaftliche Probleme herrschen.⁵⁴¹ Eine Fazilität, die nur für Länder eingerichtet wurde, deren Probleme durch Ansteckung über Spillover-Effekte entstanden sind, setzt voraus, daß solche Staaten kaum eigenen mikro- oder makroökonomischen Probleme besitzen, die die Krisenanfälligkeit erhöhen. Dies dürfte selten der Fall sein.⁵⁴² Auch in bezug auf die Asienkrise haben einige Ökonomen argumentiert, Indonesien, Malaysia und Korea seien durch die Ereignisse in Thailand angesteckt worden. Die Ergebnisse aus Kapitel 3 deuten jedoch darauf, daß die Ansteckung überwiegend durch geschwächte Immunsysteme zustande kam. Zum Zeitpunkt des Krisenausbruchs wäre keiner der Programmstaaten für die Vorbeugende Kreditfazilität qualifiziert gewesen. Unter anderem aus diesen Überlegungen heraus wurden im Rahmen einer allgemeinen Überprüfung seiner Fazilitäten im September 2000 (Facilities Initiative) die Anforderungen gelockert, das heißt, der Zinssatz und die Bereitstellungsgebühr gesenkt sowie die Zugriffsvoraussetzungen und die Politiküberwachung gelockert.⁵⁴³ Allerdings hat sich dadurch an der geschilderten Problematik grundsätzlich nichts geändert, so daß die Vorbeugende Kreditfazilität auch seither nicht genutzt worden ist.

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß Ex-ante-Konditionalität als Qualifikationskriterium für die Inanspruchnahme von IWF-Hilfskrediten dazu beitragen könnte, das internationale Finanzsystem zu stärken und die Eintrittswahrscheinlichkeit von Währungs- und Finanzkrisen zu verringern. Sie bietet jedoch keinen allumfassenden Schutz und wirkt bei Ausbruch von Krisen möglicherweise schädigend. Daneben könnten praktische Probleme die Umsetzung des Vorschlags erschweren. Erstens sind bei der Aufstellung von Vorbedingungen und der anschließenden Festlegung von Entscheidungskriterien, ab wann eine Bedingung als erfüllt gilt, Schwierigkeiten denkbar. Bei der Lösung beider Aufgaben lassen sich politische Erwägungen

⁵⁴⁰ Vgl. International Monetary Fund, 1999c, S. 2 f.

⁵⁴¹ Vgl. Fischer, 2000b, S. 1 ff.

⁵⁴² Mögliche Gegenbeispiele könnten die Ölkrisen in den 1970er Jahren sein. Hier ließe sich jedoch argumentieren, daß Länder ohne eigene Energieressourcen zu wenig Vorsorge für den Fall der Ölknappheit betrieben haben könnten.

⁵⁴³ Vgl. International Monetary Fund, 2000e, S. 2 f.

nicht gänzlich ausschließen. Zweitens könnte sich ein Zeitinkonsistenzproblem ergeben, das sich in dem Ausspruch „too big to fail“ trefflich zusammenfassen läßt. Doch selbst, wenn ein politisch, wirtschaftlich oder militärisch „unwichtiges“ Land in Zahlungsbilanzschwierigkeiten geriete, bliebe das Problem bestehen, denn ein Bademeister hat die Aufgabe jedem ertrinkenden Schwimmer auch dann zu helfen, wenn dieser vorsätzlich in eine kritische Situation geraten ist. Daher könnte die in bezug auf finanzielle Unterstützung vorgeschlagene „Alles-oder-Nichts-Strategie“ auf Dauer nicht durchhaltbar sein, zumal unter den gegenwärtigen Statuten jedes Mitgliedsland die finanzielle Hilfe des IWF in Anspruch nehmen kann. In umgekehrter Richtung sollte dem IWF weiterhin erlaubt bleiben, diese an jedes seiner Mitgliedsländer bereitzustellen.

Die Erfüllung von Vorbedingungen beziehungsweise die Stärkung nationaler Finanzsysteme außerhalb von Krisenzeiten ist zwar wünschenswert. Beispielsweise lassen die Ergebnisse aus den Kapiteln 3.1 und 3.4 jedoch die Schlüsse zu, daß erstens in „guten“ Zeiten Reformen durchaus erwogen, aber nicht selten ohne Nachdruck verfolgt werden. Zweitens fördern oftmals erst Krisen zutage, wo Fehler gemacht wurden. Auch aus diesen Überlegungen heraus könnte argumentiert werden, daß Ex-post-Konditionalität weiterhin Bestandteil von IWF-Hilfsprogrammen bleiben sollte.

6.2.2 Breite der IWF-Konditionalität auf dem Gebiet der Strukturpolitik

In Kapitel 4 wurde gezeigt, daß der IWF im Rahmen seiner Hilfsprogramme für Thailand, Korea und insbesondere Indonesien die Umsetzung umfangreicher struktureller Vorgaben forderte. *Goldstein* und *Weatherstone* arbeiteten in einer globalen Untersuchung über die Konditionalität in IWF-Hilfsprogrammen heraus, daß sie im strukturellen Bereich ein bis dahin nicht gekanntes Ausmaß angenommen hatte. Gleichzeitig ist die Erfüllungsrate - der Anteil der tatsächlich umgesetzten Auflagen - gesunken.⁵⁴⁴ Die Ausweitung der strukturellen Konditionalität ist neben der bereits in Kapitel 2 geschilderten historischen Entwicklung des IWF unter anderem auch auf seine herausragende Stellung unter internationalen Organisationen zurückzuführen. Er zählt neben der Weltbank zu denen, die die Möglichkeit haben und auch nutzen, eigene Arbeitsgruppen in alle Mitgliedsländer zu entsenden. Darüber hinaus besitzt der IWF den Ruf, im Vergleich zu anderen internationalen Institutionen schnell und effektiv handeln zu können, so daß er oftmals als erste Adresse zur Lösung neu auftauchender Probleme genannt wird. Da er in den meisten Fällen ohnehin helfend eingreift, sind ihm nach dem Motto „wenn er schon mal da ist, kann er diese oder jene Aufgabe auch noch übernehmen“ Aufgaben übertragen worden, die ursprünglich nicht in seinen Kompetenzbereich fielen. Schließlich läßt sich nicht gänzlich von der Hand weisen, daß Interessengruppen wie Regierungen der G-7 oder supranationale Organisationen den IWF als Hebel zur Durchsetzung ihrer Ziele in Entwicklungsländern gebrauchen. Beispielsweise

⁵⁴⁴ Vgl. Goldstein/Weatherstone, 2001, S. 30 ff.

wurde dem IWF in Korea vorgeworfen, er bediene mit seinen Forderungen zur Zahlungsbilanzliberalisierung US-amerikanische und japanische Handelsinteressen.⁵⁴⁵

Nahezu⁵⁴⁶ alle Ökonomen, auch der Währungsfonds selbst, sind sich darin einig, daß die Entwicklung zu weit getrieben wurde, und der IWF die Konditionalität künftig nur im Rahmen seiner Kernkompetenzen aufstellen sollte. Allerdings entzündet sich die Diskussion erstens an der Abgrenzung dieser Kernkompetenzen und zweitens daran, welche Auflagen und Leistungskriterien wesentlich für die Bewältigung von Währungs- und Finanzkrisen sind. *Feldstein* beispielsweise ist der Auffassung, daß sich der IWF bei der Planung neuer Vorgaben drei Fragen stellen müsse:

1. Ist das Projekt notwendig, um das betreffende Land wieder an die internationalen Finanzmärkte anzuschließen?
2. Handelt es sich um rein technische Vorgaben, die die nationale Souveränität des betreffenden Landes nicht verletzen?
3. Würde der IWF die gleichen Reformprojekte auch von Industriestaaten verlangen?

Nur wenn alle drei Fragen mit „Ja“ beantwortet würden, sollte die geplante Auflage Teil von IWF-Hilfsprogrammen werden.⁵⁴⁷ Die Beachtung des Fragenkatalogs hätte Indonesien einige Auflagen, wie beispielsweise das Wiederaufforstungsprogramm oder die Abschaffung der Staatsmonopole, ersparen können.

Die Autoren eines Reports des Center for Economic Policy Research - nachfolgend Genfer Report genannt - empfehlen dem IWF, Strukturauflagen nur mit Bezug zum Finanzsektor aufzustellen. Sie schränken weiter ein, daß die Maßnahmen nur zur Bekämpfung akuter Krisen beitragen sollten. Daraus folge erstens, die Vorgaben des IWF müßten kurzfristigen Charakter besitzen. Zweitens dürften nicht alle wünschenswerten Maßnahmen während einer wirtschaftlichen Notlage durchgeführt werden. Anderenfalls könnten Investoren wegen zusätzlicher Verunsicherung mit weiterem Kapitalabzug reagieren. Explizit verweisen sie auf die Schließungen der Banken in Indonesien, die zwar nötig gewesen sei aber zu einem späteren Zeitpunkt mit weniger negativen Folgen hätte bewerkstelligt werden können. Damit einhergehend sollten Hilfsprogramme nicht zu viele Auflagen beinhalten, weil Regierungen in der Kürze der Zeit ohnehin nicht alle umsetzen könnten. Je mehr Auflagen unerfüllt blieben, desto stärker litten die Reputation und Glaubwürdigkeit sowohl des IWF als auch der Regierung des betreffenden Landes. Schließlich sollten die, den Finanzsektor betreffenden Strukturauflagen weitestgehend auf Basis international anerkannter Grundsätze standardisiert werden, um den Vorwurf der Willkür zu entkräften.⁵⁴⁸

⁵⁴⁵ Allerdings zeigt die Analyse in Kapitel 4.3.3 auch, daß sich die Politik für Korea letztlich positiv ausgewirkt hat.

⁵⁴⁶ Zwei prominente Ausnahmen sind, wie bereits angesprochen, *Calomiris* und die Mehrheit der Meltzer-Kommission. Beide lehnen Konditionalität in IWF-Programmen gänzlich ab.

⁵⁴⁷ Vgl. Feldstein, 1998, S. 27.

⁵⁴⁸ Vgl. de Gregorio/Eichengreen/Ito/Wyplosz, 1999, S. 74 ff.

Die Arbeitsgruppe des CFR geht in ihrem Gutachten nicht ausführlich auf diese Thematik ein, kritisiert aber, daß die Abgrenzung der Kompetenzen zwischen IWF und Weltbank in den letzten Jahren an Kontur verloren habe, was weder dem Nutzen beider Organisationen noch dem ihrer Klienten diene. Aus diesem Grund empfiehlt sie, der IWF solle seine Konditionalität auf Geld-, Fiskal- und Finanzsektorpolitik beschränken, in diesen Bereichen aber auch langfristige Projekte verfolgen können. Die Weltbank habe sich mit langfristigen strukturellen und sozialen Aspekten wirtschaftlichen Wachstums zu befassen.⁵⁴⁹ Eine ähnliche Empfehlung gibt ein unabhängiges Expertenteam, das im Auftrag des IWF seine wirtschaftspolitische Überwachungstätigkeit (Surveillance) analysierte. Auch hier wird die Finanzsektorpolitik ausdrücklich als Kernkompetenz des IWF bezeichnet, weil die Ursache von Währungs- oder generell Zahlungsbilanzkrisen oftmals im Finanzsektor zu suchen seien.⁵⁵⁰

Auf politischer Ebene sind die diesbezüglichen Reformvorschläge weniger eindeutig. Das US-Finanzministerium widerspricht einer strikten Aufgabenteilung zwischen IWF und Weltbank mit der Begründung, daß eine Voraussetzung für langfristiges Wirtschaftswachstum in „vernünftiger“ Wirtschaftspolitik liege. Gerade hier habe der IWF die beste Fachkapazität, die nicht an andere Organisationen übertragen werden sollte. Daraus folge, daß der IWF seine Kernaufgaben auch in langfristigen Projekten wahrnehmen und dafür erforderliche strukturelle Vorgaben in seine Konditionalität aufnehmen können müsse.⁵⁵¹ In ähnlicher Weise argumentieren die Finanzminister der G-7. Auch sie treten für eine schärfere Abgrenzung zwischen den Aufgaben des IWF und der Weltbank ein, machen jedoch nur einen allgemeinen Vorschlag, wo die Trennlinie liegen könnte.⁵⁵² Eine strikte Aufgabenteilung scheint demnach, sofern politisch überhaupt gewünscht, kaum durchsetzbar.

Die Ursachenanalyse in bezug auf die Asienkrise hat gezeigt, daß der IWF auf strukturelle Konditionalität nicht verzichten sollte. Die Bekämpfung von Währungskrisen, die sich auf Finanzsektoren ausweiten, erfordert auch dort korrektive Eingriffe. Deshalb sollte der IWF neben seiner geld- und fiskalpolitischen Konditionalität weiterhin auch Strukturkorrekturen im Finanzsektor fordern können. Die Analyse hat ebenso ergeben, daß Probleme im Finanzsektor oftmals mit Fehlentwicklungen im Unternehmenssektor einhergehen. Die Interdependenz zwischen beiden Sektoren spricht dafür, Reformen möglichst gleichzeitig einzuleiten. Dies wurde in den drei Programmstaaten versäumt. Folglich hinkt die Umstrukturierung der Unternehmenssektoren hinter der der Finanzsektoren hinterher, wobei letztere zwar Fortschritte zeigt, aber ebenfalls noch nicht abgeschlossen ist. Um die Kapazitäten des IWF nicht zu überfordern und Kompetenzüberschneidungen zu minimieren, könnte die Restrukturierung des Unternehmenssektors von Beginn

⁵⁴⁹ Vgl. Council on Foreign Relations Independent Task Force, 1999, S. 4.

⁵⁵⁰ Vgl. Crow/Arriazu/Thygesen, 1999, S. 66 f.

⁵⁵¹ Vgl. US-Treasury, 2000, S. 22 f.

⁵⁵² Vgl. Group of Seven Finance Ministers, 2000, S. 2 f.

der Programme an in den Verantwortungsbereich von Entwicklungsbanken übergehen. Diese Aufgabenteilung wurde in Indonesien beispielsweise vorgenommen, jedoch erst Ende 1998.

Im Bereich der Strukturpolitik ergeben sich für den IWF unter anderem zwei Probleme. Erstens fehlt dem Währungsfonds dafür gegenwärtig noch ausreichend Fachpersonal.⁵⁵³ Daher sollte er sich auf die Schaffung von Rahmenbedingungen, das heißt, die Durchsetzung international anerkannter Mindeststandards beschränken. Direkte Eingriffe in einzelne Finanzinstitute, wie beispielsweise die zwangsweise Schließung von Banken oder der Abbau von Monopolen, lägen demnach im Verantwortungsbereich der Regierungen oder entsprechenden Aufsichtsinstitutionen der Krisenländer. Dadurch wäre im vorhinein abzusehen, welchen Umfang die Konditionalität im strukturellen Bereich besäße, was Regierungen möglicherweise dazu veranlassen könnte, den IWF frühzeitiger als bisher bei wirtschaftlichen Problemen zu konsultieren. Zweitens rufen Reformen im strukturellen Bereich oftmals Widerstände bei Interessengruppen hervor, die im Rahmen des politischen Entscheidungsprozesses gebrochen werden müssen. Die Überwindung dieser Hindernisse kann, wie in Thailand und Indonesien, zu einem verspäteten Implementierungsbeginn und zweitens, wie in allen drei Programmstaaten, längere Zeit in Anspruch nehmen als die Dauer einer Bereitschaftskreditvereinbarung, was nicht selten dazu führt, daß Reformen nach Auszahlung des letzten Teilkredits kaum noch mit Nachdruck oder überhaupt nicht mehr verfolgt werden. Das heißt, die Etablierung und Festigung struktureller Reformen benötigen Zeit. Damit weder die Regierung des betroffenen Landes durch vermeintliche Reformunwilligkeit noch der IWF durch Verzicht auf die Erfüllung einzelner Leistungskriterien Glaubwürdigkeit bei Investoren verlieren, sollte der Währungsfonds auf die Formulierung solcher Kriterien im Bereich der Finanzsektorpolitik verzichten und auf ein noch vorzustellendes neues Anreizsystem zurückgreifen.

6.2.3 Implementierung international anerkannter Mindeststandards im Finanzsektor

Der IWF sollte seine Mitgliedsländer dazu bewegen, Rahmenbedingungen zu schaffen, die die Anfälligkeit ihrer Finanzsektoren für zukünftige Schocks senken. Einer der Mechanismen, durch den diese „Aufrüstung“ nationaler Finanzsysteme erreicht werden könnte, ist die Etablierung international anerkannter Finanzsektorstandards. Jeder dieser Standards, von internationalen Expertengruppen aufgestellt, repräsentiert einen Konsens über die Mindestanforderungen, die ein Finanzsystem erfüllen muß, wenn es dauerhaft funktionsfähig bleiben soll. Das Forum für Finanzmarktstabilität⁵⁵⁴ (Financial Stability Forum) beispielsweise hat Standards entwickelt, die sei-

⁵⁵³ Vgl. Crow/Arriazu/Thygesen, 1999, S. 50.

⁵⁵⁴ Das Forum für Finanzmarktstabilität wurde am 14. April 1999 mit Sitz in Basel gegründet. Seine Ziele sind das Erkennen von Schwachstellen im internationalen Finanzsystem, Entwicklung von Vorschlägen zu deren Beseitigung sowie die Verbesserung der Koordination und des Informationsaustausches unter den Finanzaufsichtsverantwortlichen. Mitglieder des Forums sind Finanzministerien, Zentralbanken, nationale und internationale

Fortsetzung: nächste Seite!

ner Einschätzung nach entscheidend für ein gegenüber Krisen robustes Finanzsystem sind, und daher oberste Priorität im Rahmen struktureller Reformen genießen sollten. Sie beziehen sich auf folgende Bereiche: Bereitstellung von makro- und mikroökonomischen Daten, Banken-, Wertpapier- und Versicherungsaufsicht, Insolvenzrecht, Unternehmensführung, Bilanzierung, Unternehmensrevision, Zahlungs- und Clearingsysteme, Marktintegrität, Transparenz der Fiskalpolitik und Transparenz der Geld- und Finanzsektorpolitik.⁵⁵⁵ Auch der Baseler Ausschuß für Bankenaufsicht⁵⁵⁶ (Basel Committee on Banking Supervision) entwickelt über Arbeitsgruppen seit Jahren Kriterien, die in unregelmäßigen Zeitabständen neuen Erfordernissen angepaßt werden. Zu den weit beachteten gehören die 1997 erstmalig publizierten 25 Kernprinzipien einer wirkungsvollen Bankenaufsicht (Core Principles for Effective Banking Supervision), an deren Entwicklung auch Repräsentanten aus Emerging Markets beteiligt waren.⁵⁵⁷ Die Aufstellung solcher Kriterien unterliegt allerdings immer der Subjektivität. Denn die Feststellung, aufgrund welcher Merkmale ein Finanzsystem als robust gelten kann, liegt in den Händen weniger Fachleute und mag von Experten außerhalb solcher Gremien anders eingeschätzt werden. Darüber hinaus sind politische Überlegungen und nationale Interessen bei der Regelaufstellung nie ganz auszuschließen.⁵⁵⁸ Allerdings haben sich diese Vorbehalte bei den beiden genannten Gremien als bisher unbegründet erwiesen, auch weil die Prinzipien und Mindestanforderungen Ergebnis einer breit angelegten Diskussion sind und bei Bedarf überarbeitet werden.

Schwieriger als die Aufstellung neuer Standards ist deren Integration in nationale Finanz- beziehungsweise Rechtssysteme. Erstens können mangels institutioneller oder rechtlicher Rahmenbedingungen nicht alle Regeln in Emerging Markets oder Entwicklungsländern umgesetzt werden. Daher müßten entweder Übergangsfristen oder auf solche Länder abgestimmte Sonderregelungen geschaffen werden.⁵⁵⁹ Zweitens läßt sich die Umsetzung strengerer Mindestanforderungen auch im Rahmen von IWF-Hilfsprogrammen nicht erzwingen. Daher müßten diesbezügliche Anreize geschaffen werden. Ein möglicher Impulsgeber könnte im gewöhnlichen Marktmechanismus bestehen. Wenn potentielle Kapitalgeber bemerken, welches Land bessere Standards einführt und welches nicht, sollten sich unterschiedliche Risikoprämien ergeben. Private Rating-Agenturen könnten den Prozeß der Implementierung überwachen und die jeweiligen Iststände bewerten. Jedoch stellte sich beispielsweise im Vorfeld und Verlauf der Asienkrise heraus, daß diese Agenturen dazu kaum in der Lage waren. Statt dessen hat der IWF diese Aufgabe übernommen. Er veröffentlicht auf seiner Website die Namen der Länder, die spezielle Standards der Datenbereitstellung (Special Data Dissemination Standards) mit ihrer Unterschrift anerkannt

Finanzaufsichtsinstitutionen sowie Organisationen, die sich mit der Entwicklung von Finanz- und Unternehmenssektorstandards befassen.

⁵⁵⁵ Vgl. dazu die Informationen auf der Website des Forums für Finanzmarktstabilität (<http://www.fsforum.org>).

⁵⁵⁶ Der Baseler Ausschuß für Bankenaufsicht wurde 1974 von den Zentralbankgouverneuren der G-10 gegründet und besteht aus Repräsentanten von Finanzaufsichtsinstitutionen und Zentralbanken. Vgl. Bank for International Settlements, 2002.

⁵⁵⁷ Vgl. Bank for International Settlements, 1997, S. 3.

⁵⁵⁸ Vgl. de Gregorio/Eichengreen/Ito/Wyplosz, 1999, S. 45.

⁵⁵⁹ Vgl. Ahluwalia, 1999, S. 11 f.

haben. Zusätzlich hat er begonnen, sogenannte Transparenzberichte (Reports on the Observance of Standards and Codes) zu verfassen, in denen der Fortschritt bei der Einführung und Einhaltung der Mindestanforderungen des Forums für Finanzmarktstabilität dokumentiert wird.⁵⁶⁰ Allerdings liegt die Entscheidung über die Anfertigung eines solchen Berichts und seine anschließende Publikation bei der Regierung des betreffenden Landes. Darüber hinaus führt der Währungsfonds in Zusammenarbeit mit der Weltbank seit 1999 sogenannte Financial Sector Assessment Programs durch, mit deren Hilfe Schwachstellen im Finanzsektor aufgedeckt werden sollen.⁵⁶¹

Gegen diese „Marktmethode“ können mindestens zwei Einwände vorgebracht werden. Der erste liegt in der Befürchtung begründet, daß die öffentliche Benennung von Staaten, die diese Standards nicht erfüllen, nicht einführen wollen oder bei der Implementierung noch weit zurückliegen, Vertrauen bei Investoren schwinden läßt, was Währungs- und Finanzkrisen in diesen Ländern auslösen könnte. Diese Sorge scheint bisher jedoch unbegründet. Beispielsweise kritisierte das Forum für Finanzmarktstabilität in einer Untersuchung die laxen regulatorischen Rahmenbedingungen und Überwachungsmechanismen in Offshore-Märkten, ohne daß dort anschließend ungewöhnliche Kapitalbewegungen beobachtbar gewesen wären.⁵⁶² Um eine Verbesserung herbeizuführen, müßte sich der Druck aus Industriestaaten auf diese Märkte erhöhen. Damit dürfte jedoch kaum zu rechnen sein, unter anderem weil Akteure auf den Offshore-Märkten, zu denen viele Großbanken der Industriestaaten gehören, von den laxen regulatorischen Rahmenbedingungen profitieren. In der Überwindung von Widerständen einflußreicher Interessengruppen zeigt sich ein Hindernis, das bei der Umsetzung neuer Standards oftmals zu bewältigen ist. Der zweite Einwand bezieht sich darauf, daß auch Einschätzungen über Bereiche vorgenommen werden müssen, in denen sowohl dem IWF als auch der Weltbank nötige Fachkompetenzen fehlen.⁵⁶³ Um dieser Problematik zu begegnen, sollte die Kooperation und Koordination mit anderen Institutionen verbessert werden, was sich bei Behörden oder behördenähnlichen Körperschaften bislang jedoch als nicht einfach erwiesen hat.

Ein zweiter Mechanismus zur Beschleunigung der Implementierung von Standards im Finanzsektor funktioniert direkt über die „Bretton-Woods-Organisationen“. IWF und Weltbank könnten den Ländern, die Fortschritte bei der Umsetzung von Mindestanforderungen machen, verbesserte Kreditkonditionen in Form höherer Kreditlinien oder niedrigerer Zinssätze einräumen, falls finanzielle Hilfe erforderlich würde. Aber auch diesem Anreizkanal sind Grenzen gesetzt, was die Erfahrungen mit der bisher nicht in Anspruch genommenen Vorbeugenden Kreditfazilität des IWF zeigen. Möglicherweise muß daher die Attraktivität dieser Fazilität noch weiter gesteigert werden. Ein Hauptgrund könnte allerdings auch darin liegen, daß Staaten mit gefestigten Finanz-

⁵⁶⁰ Vgl. International Monetary Fund, 2001d, S. 1.

⁵⁶¹ Vgl. International Monetary Fund, 2001e, S. 1.

⁵⁶² Vgl. Financial Stability Forum, 2000b.

⁵⁶³ Beispielsweise in Belangen, für die die International Labor Organization zuständig ist.

systemen der Fazilität nicht bedürfen und Regierungen in Ländern, in denen Reformen nötig wären, erst nach schmerzlichen Krisen Bereitschaft zeigen, diese einzuleiten. Der Argumentation folgend, besäße auch der zweite Anreizkanal ohne wirksame Druckmittel geringe Erfolgsaussichten.

Die oben beschriebenen Anreizkanäle sind theoretisch einleuchtend. Die bisherigen Erfahrungen deuten jedoch darauf, daß ihnen die Durchsetzungskraft fehlt. Aus diesem Grund könnte möglicherweise ein dritter Anreizkanal die gewünschte Wirkung erzielen. Industriestaaten besitzen robuste Finanzsysteme und sind in der Lage, mögliche Krisen selbst, das heißt, ohne die Inanspruchnahme der finanziellen Hilfe des IWF oder der Weltbank, zu lösen. Länder mit schlecht ausgebauten Finanzsektoren und mangelhaften strukturellen Rahmenbedingungen könnten zukünftig, ob selbst verschuldet oder über Ansteckung, in Zahlungsbilanz- und/oder Finanzsektorschwierigkeiten geraten, die sich mit eigenen finanziellen Mitteln nicht mehr lösen lassen. Sie werden dann auf die Hilfe unter anderem des IWF angewiesen sein und die Bereitschaft signalisieren (müssen), notwendige Reformen durchzuführen. Als Grundlage dafür könnten die Standards des Forums für Finanzmarktstabilität und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich dienen. Diese Vorgehensweise praktiziert der IWF bereits. Allerdings sollten die Standards in Hilfsprogrammen nicht als Leistungskriterien formuliert werden, was mindestens vier Vorteile besäße. Erstens wäre bei Nichterfüllung die Auszahlung weiterer Teilkredite nicht gefährdet. Damit könnte möglicherweise die unter diesem Gesichtspunkt in Thailand und Indonesien zu beobachten gewesene Kapitalflucht verhindert werden. Zweitens entginge der IWF dem Vorwurf, er verletze mit strukturellen Vorgaben die Souveränität des Krisenlandes. Denn die Regierung des betreffenden Landes könnte drittens argumentieren, selbst über die Implementierung struktureller Reformen zu bestimmen und nicht vom IWF „gegängelt“ zu werden. Viertens ließe sich der Zeitraum erweitern, innerhalb dessen die Vorgaben umzusetzen wären. Die Kreditfazilitäten benötigen dafür jedoch ein anderes Anreizsystem als bisher. Dazu wird ein Vorschlag in Kapitel 6.3.2 unterbreitet.

6.3 Der IWF als Kreditgeber

6.3.1 Kreditfazilitäten und Umfang der Finanzhilfen zur Krisenbewältigung

Im Rahmen der Diskussion um die Rolle des IWF als Kreditgeber stellen sich auch die Fragen, inwieweit seine unterschiedlichen Kreditfazilitäten und der Umfang der damit verbundenen finanziellen Mittel geeignet sind, die Bewältigung von Währungs- und Finanzkrisen optimal zu unterstützen. Die Höhe der IWF-Kredite ist grundsätzlich durch Art. V Abschn. 3(iii) des IWF-Übereinkommens bestimmt. Danach sollen sie jährlich 100% oder kumuliert 200% der Quote nicht überschreiten. Allerdings läßt Art. 5 Abschn. 4 Satz 1 Abweichungen zu. Abgesehen von

der Zusätzlichen Reservefazilität gilt gegenwärtig die Regelung, Kredite auf jährlich 100% und kumuliert 300% der Quote des betreffenden Landes zu beschränken.⁵⁶⁴ Dieser Grundsatz wurde jedoch weder in Thailand noch in Indonesien oder Korea eingehalten. Dort bewegten sich die Kredite etwa zwischen 500% und 1.900% der jeweiligen Quote. Diese Zahlen könnten darauf schließen lassen, daß die finanziellen Hilfen zu großzügig gewährt wurden. Dagegen lassen sich mindestens drei Punkte vorbringen. Erstens war die Unterstützung nicht so groß, daß sie alle kurzfristig fällig werdenden externen Verbindlichkeiten der asiatischen Programmstaaten hätten abdecken können. Zweitens wurden die zugesagten Kreditbeträge nicht in einer Summe, sondern verbunden mit der Erfüllung von Leistungskriterien in Teilbeträgen zeitlich gestaffelt ausgezahlt. Drittens, hier handelt es sich um eine über die Asienkrise hinausgehende Diskussion, ist die Eignung der Quoten als Maß für die Größe von Darlehen umstritten, weil sie bisher nur unregelmäßig an Änderungen volkswirtschaftlicher Fundamentaldaten der Mitgliedstaaten angepaßt wurden. Wären die Quoten seit 1945, beispielsweise dem Weltwirtschaftswachstum entsprechend, gestiegen, stünden dem IWF gegenwärtig dreimal so viel finanzielle Mittel zur Verfügung, wie er tatsächlich besitzt. Zöge man das Wachstum des internationalen Handelsvolumens für die Aufstockung der Quoten heran, hätten die IWF-Mittel um das Neunfache wachsen müssen.⁵⁶⁵ Unter diesen Gesichtspunkten wären die gegenwärtigen Quoten aller drei Krisenstaaten zu niedrig und die im Rahmen der Asienkrise bereitgestellten Hilfgelder nicht zu großzügig ausgefallen.

Ungeachtet dessen verweisen Kritiker darauf, daß finanzielle Hilfspakete mit immer größeren Volumina Moral Hazard bei den verschiedensten Wirtschaftssubjekten hervorrufen. Erstens verringere die Aussicht auf IWF-Hilfe die erwartete Ausfallwahrscheinlichkeit des Schuldendienstes für Auslandsverbindlichkeiten und damit das Risikobewußtsein internationaler Gläubiger. Wenn Kapitalgeber vor den Verlusten ihrer Investitionsentscheidungen bewahrt blieben, könnten marktwirtschaftliche Kräfte nicht richtig wirken, so daß zunehmend risikofreudigeres Investitionsverhalten die Eintrittswahrscheinlichkeit künftiger Finanzkrisen erhöhte.⁵⁶⁶ Diese Argumentation scheint jedoch in bezug auf die Asienkrise von untergeordneter Bedeutung zu sein. Denn die Ursachenanalyse deutet darauf, daß die Kapitalzufuhr überwiegend auf übertriebene Renditeerwartungen zurückzuführen war und weniger auf die Aussicht, bei wirtschaftlichem Fehlschlag vor Verlusten bewahrt zu werden. Als sich die Gewinnprognosen verschlechterten, begannen auch die Laufzeiten der Auslandsverbindlichkeiten in Indonesien, Korea und Malaysia abzunehmen (Abbildung 11 auf Seite 48). Darlehensgeber hielten sich immer öfter die Möglichkeit offen, Kapital notfalls schnell abziehen zu können, was, wie an den beschriebenen Nettokapitalexporten ersichtlich, schließlich geschah. Daran konnten auch die zugesagten Hilfgelder des IWF nichts ändern. Außerdem könnte gegen das Moral-Hazard-Argument sprechen, daß in Industriestaaten nach ordnungsmäßiger Rechnungslegung erwartete Verluste wie bereits eingetretene zu behandeln sind. Das heißt, die Verluste waren bereits bilanziell erfaßt und wären auch realisiert worden.

⁵⁶⁴ Vgl. International Monetary Fund, 2001f, S. 11.

⁵⁶⁵ Vgl. Fischer, 1999, S. 10.

⁵⁶⁶ Vgl. beispielsweise Calomiris, 1998a, S. 276 ff.

Wenn dann doch ein Bail Out zustande kommt, wie in allen drei untersuchten Programmstaaten, muß ein Investor das nicht ablehnen.

Zweitens wird bemängelt, daß IWF-finanzierte Rettungsmaßnahmen der Regierung inländische Finanzinstitute und Unternehmen des Nichtbankensektors dazu verleiten, überhöhte Risiken in Form unwirtschaftlicher Investitionen zu übernehmen, weil sie sicher sein können, daß ihre Gewinne privatisiert bleiben, Verluste jedoch sozialisiert werden. Die Ergebnisse aus Kapitel 3.2.3 deuten tatsächlich auf eine Abnahme der durchschnittlichen Rentabilität der Investitionen im Laufe der 1990er Jahre. Allerdings war es vorwiegend die Motivation der Regierungen, wirtschaftlich an Industriestaaten aufzuschließen, so daß Kredite und die damit verbundene Investitionstätigkeit großenteils staatlich gelenkt wurde. Das Investitionsverhalten der inländischen Wirtschaftssubjekte wäre demnach der verfehlten Wirtschaftspolitik der Regierungen anzulasten und keine Folge der IWF-Politik. Moral Hazard auf Seiten der Regierungen zu vermuten scheint zumindest im Fall der hier betrachteten Länder ebenfalls abwegig, denn alle haben solange wie möglich versucht, ein Eingreifen des IWF zu vermeiden. Malaysia lehnte die IWF-Hilfe zu jedem Zeitpunkt ab.

Empirische Untersuchungen können bislang keine eindeutigen Hinweise dafür liefern, inwieweit Moral Hazard das Investitionsverhalten im Vorfeld der Mexiko- oder Asienkrise beeinflußt haben könnte. Mehrheitlich kommen sie jedoch zu dem Schluß, daß Moral Hazard, wenn überhaupt vorhanden, eine zu vernachlässigende Größe darstellt.⁵⁶⁷ Auch die im Rahmen der vorliegenden Arbeit gewonnenen Erkenntnisse deuten auf eine untergeordnete Rolle. Ob das Phänomen generell im Zusammenhang mit IWF-Hilfsprogrammen Bedeutung besitzt, ließ sich bisher ebenfalls nicht zweifelsfrei nachweisen. Selbst wenn Moral Hazard im Kalkül von Regierungen, privaten Kapitalgebern oder –nehmern vorhanden wäre, könnte es vollständig nur durch die Einstellung aller finanziellen Hilfen des IWF ausgeschlossen werden. Soweit wollen die meisten Kritiker nicht gehen. Sie schlagen vor, die Finanzhilfen des IWF zu kürzen. Auf diese Weise könne die Häufigkeit von Krisen gesenkt sowie IWF-finanzierte Kapitalflucht gestoppt werden. Ein zweiter wünschenswerter Effekt ergäbe sich, indem die Kürzung von IWF-Geldern zu einer mehr privatwirtschaftlich organisierten Krisenbewältigung zwänge.⁵⁶⁸ Alle drei Wunschziele dürften kaum erreichbar sein. In den Kapiteln 4 und 6.1.2 wurde gezeigt, daß privatwirtschaftlich organisierte Lösungen, wenn überhaupt, oftmals nur mit Zugeständnissen an Kapitalgeber zustande kommen oder viel Zeit erfordern können. Außerdem kann die Erklärung, fortan nur geringe liquide Mittel bereitzustellen, nicht zeitkonsistent sein, weil der IWF unter anderem auch politischen Zwängen unterliegt.⁵⁶⁹ Darüber hinaus muß der wirtschaftliche Schaden bedacht wer-

⁵⁶⁷ Vgl. Nunnenkamp, 1999; vgl. Zhang, 1999; vgl. Lane/Phillips, 2000; vgl. Eichengreen/Hausman, 2000, die Moral Hazard für vernachlässigbar halten. Vgl. Dell’Ariccia/Godde/Zettelmeyer, 2000, für die gegensätzliche Meinung.

⁵⁶⁸ Vgl. Calomiris, 1998a, S. 291 f.; vgl. Feldstein, 1998, S. 32 f.

⁵⁶⁹ Vgl. Miller/Zhang, 2000, die in einem spieltheoretischen Ansatz zeigen, daß ein Bail Out in Krisen die einzige zeitkonsistente Strategie für den IWF darstellt.

den, der ohne die Hilfe des IWF auf den Finanzmärkten drohen könnte. Korea hätte im Dezember 1997 seine Zahlungsunfähigkeit erklären und möglicherweise protektionistische Maßnahmen ergreifen müssen. Selbst Malaysia, das im Vergleich zu den drei Programmstaaten besser auf die Krise vorbereitet war und auf Finanzhilfen des IWF verzichtete, konnte Kapitalabflüsse erst durch den Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen eindämmen.

Darüber hinaus kritisieren Gegner die Verwendung der Gelder. Nutzten Regierungen die Kredite dazu, Kapitalgeber im Inland vor Verlusten zu bewahren, erfolge eine Vermögensumverteilung von breiten Bevölkerungsschichten zu politisch einflußreichen Individuen oder Institutionen, weil die Rückzahlung der Kredite oftmals über den Staatshaushalt, das heißt über Steuereinnahmen, finanziert werden müsse. Daraus ergäbe sich eine Verzögerung des wirtschaftlichen Erholungsprozesses, weil die aggregierte Binnennachfrage länger als nötig geschwächt bleibe.⁵⁷⁰ Das Argument ist nicht von der Hand zu weisen. Jedoch handelt es sich hier nicht um ein Problem, daß erst durch die IWF-Hilfsgelder entsteht. Die Nutzung öffentlicher Gelder zur Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit des Finanzsektors scheint nahezu unumgänglich, weil sich die Kapitalbeschaffung über den privaten Sektor beziehungsweise die Beteiligung desselben an den Kosten der Stabilisierung während einer Finanzkrise bisher als schwierig erwiesen hat. Daher könnte ein staatlich finanzierter Bail Out unvermeidlich sein, wenn das Finanzsystem seine Funktionsfähigkeit beibehalten oder möglichst schnell wiedererlangen soll. Folglich müßte letztendlich der Steuerzahler beziehungsweise die breite Masse der Bevölkerung in irgendeiner Form die „Rechnung“ zahlen.⁵⁷¹ Allerdings besäße der IWF durch geeignete Festlegung seiner Konditionalität eine Gelegenheit, die Ausmaße möglicher zukünftiger Finanzkrisen in den betroffenen Ländern zu reduzieren.

Ein weiterer Vorwurf, den Kritiker gegenüber den Finanzhilfen des IWF äußern, lautet, daß der Reformprozeß nicht beschleunigt, sondern verschleppt werde. Argumente des IWF, die Kredite seien im Rahmen der Konditionalität an die Erfüllung von Bedingungen gebunden, werden mit dem Hinweis zurückgewiesen, er besäße keine rechtliche Handhabe, diese auch durchzusetzen.⁵⁷² Tatsächlich hat die Analyse in Kapitel 4.3 ergeben, daß strukturelle Reformen aus verschiedenen Gründen bis zum Laufzeitende der Bereitschaftskreditvereinbarungen nicht vollständig umgesetzt waren. Allerdings leidet die Durchsetzung solcher Reformen unter mindestens zwei Schwierigkeiten. Erstens dauert ihre Durchsetzung oftmals länger als die Laufzeit einer Bereitschaftskreditvereinbarung, unter anderem weil institutionelle Voraussetzungen geschaffen werden müssen. Der IWF kann also unter den derzeitigen Regelungen nicht immer über die vollständige Implementierung von Neuerungen wachen. Zweitens gehören Banken und Großunternehmen beziehungsweise deren Manager zu einer kleinen aber einflußreichen Interessengruppe,

⁵⁷⁰ Vgl. Calomiris, 1998a, S. 277.

⁵⁷¹ Seitdem die spekulative Blase in Japan Ende 1989 platzte, suchen Regierungen bislang erfolglos nach Lösungen, die Probleme im Bankensektor ohne staatliche Eingriffe zu beseitigen.

⁵⁷² Vgl. Calomiris, 1998a, S. 287 f.

die in der Lage ist, ihre Besitzstände zu verteidigen.⁵⁷³ Reformen in politischen, wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Bereichen erfordern tiefgreifende Änderungen im Verständnis über Regierungs- und Unternehmensführung, die oftmals Machtverlust bei einflußreichen Bevölkerungsteilen bedeuten. Nur wenn dort ein Umdenken stattfindet oder ihr Einfluß abnimmt, verringert sich der Widerstand gegen Reformen.

Anderen Ökonomen geht die Finanzhilfe des IWF nicht weit genug. Sie schlagen vor, den Währungsfonds als internationalen Lender of last Resort, der soviel liquide Mittel zur Verfügung stellen kann wie im Einzelfall benötigt, auszubauen.⁵⁷⁴ Die unmittelbare Ursache für Finanzkrisen liege darin, daß Schuldner ihre Verbindlichkeiten gegenüber Gläubigern aus Liquiditätsmangel nicht mehr einlösen könnten. Hier sei es die Aufgabe nationaler Zentralbanken, die Funktion als Lender of last Resort auszuüben, wofür in Industriestaaten auch die Mittel vorhanden seien. Da Wirtschaftssubjekte in Entwicklungsländern oftmals in Auslandswährung denominierte Verbindlichkeiten halten, können inländische Zentralbanken im Krisenfall dort häufig nicht genügend Liquidität zur Verfügung stellen, weil sie erstens nicht über ausreichende Devisenreserven verfügen und zweitens keine ausländischen Zahlungsmittel „drucken“ können. In einem solchen Fall müsse der IWF ohne langwierige Verhandlungen einspringen. Um Moral Hazard so gering wie möglich zu halten, sei die Bereitstellung der Mittel mit strenger Konditionalität zu verbinden.⁵⁷⁵ Mit diesem Ansatz, den auch der ehemalige Erste Stellvertretende Geschäftsführende Direktor des IWF, *Stanley Fischer*, befürwortet,⁵⁷⁶ sind allerdings mindestens zwei Probleme verbunden. Erstens fehlen dem Währungsfonds bislang die rechtlichen Voraussetzungen dafür. Er unterliegt dem Gleichheitsgrundsatz, das heißt, alle Mitgliedstaaten sind in gleicher Weise zu behandeln. Während der IWF von seiner finanziellen Ausstattung in der Lage sein könnte, die Rolle als Lender of last Resort in Entwicklungsländern zu übernehmen, könnten Engpässe entstehen, wenn mehrere Krisen gleichzeitig aufträten oder ein Industriestaat betroffen wäre.⁵⁷⁷ Deshalb müßten vermutlich die finanziellen Ressourcen des IWF aufgestockt werden. Unter anderem die USA, das größte Geberland, versuchen dies jedoch zu verhindern.⁵⁷⁸

Zweitens muß ein Lender of last Resort liquide Mittel nicht nur unbeschränkt, sondern auch schnell zur Verfügung stellen können.⁵⁷⁹ Dazu ist der IWF gegenwärtig ebenfalls nicht in der Lage, denn Kredite werden immer erst nach Verhandlungen über die Konditionalität zugesagt und

⁵⁷³ Vgl. Becker, 1983, der erstmalig dieses Phänomen formalisierte.

⁵⁷⁴ Vgl. beispielsweise Jeanne/Wyplosz, 2001, die diese Rolle für den IWF sehen; vgl. Sachs, 1999, der einen Lender of last Resort befürwortet, den IWF dafür jedoch nicht geeignet hält.

⁵⁷⁵ Vgl. Mishkin, 1999, S. 7 f.

⁵⁷⁶ Vgl. Fischer, 1999.

⁵⁷⁷ Nach der Asienkrise war die Liquiditätssituation des IWF sehr angespannt. Während das Verhältnis zwischen liquiden Forderungen und Verbindlichkeiten 1997 noch 120% betrug, nahm es nach der Rußland-Krise wegen aktivierter Allgemeiner Kreditvereinbarung auf 44% ab. Für die anschließende Brasilien-Krise war zudem ein Rückgriff auf die Neue Kreditvereinbarung nötig, die den Quotienten kurzzeitig auf einen historischen Tiefstand unter 30% drückte. Vgl. International Monetary Fund, 2001f, S. 45 ff.

⁵⁷⁸ Auch der letzte Beschluß über eine Quotenerhöhung, Anfang 1998, konnte erst im Januar 1999 umgesetzt werden, weil der US-Kongreß seine Zustimmung bis Oktober 1998 verweigert hatte.

die Auszahlung etappenweise vorgenommen. Darüber hinaus besitzt der IWF weder das Mandat noch die nötigen Informationen, um in Liquiditätskrisen des privaten Sektors direkt und effektiv einzugreifen.⁵⁸⁰ Er kann weder wie ein Lender of last Resort Mittelverwendung überwachen noch deren Fehlleitung sanktionieren. Sind die Kredite in den Wirtschaftskreislauf des Nehmerstaates eingeflossen, ist für den IWF nicht mehr nachvollziehbar, was mit den Geldern geschieht.⁵⁸¹ Maßnahmen, dies zu ändern, könnten möglicherweise als Eingriff in die Staatssouveränität gewertet werden. Trotz der Kritik hat der IWF mit der Schaffung der Zusätzlichen Reservefazilität Ende 1997 einen Schritt in Richtung größere Hilfspakete und schnellere Bereitstellung bei verschärfter Konditionalität getan. Von einem internationalen Lender of last Resort kann aber weiterhin keine Rede sein.

Interessanterweise gibt die Meltzer-Kommission keine Empfehlung zur Reduzierung der Finanzhilfen des IWF ab, obwohl sie in ihrem Gutachten zu dem Schluß gelangt, daß „... die Bedeutung des Moral-Hazard-Problems nicht überschätzt werden kann“⁵⁸². Sie schlägt im Gegenteil vor, kurzfristige Liquiditätshilfen bis maximal zur Höhe der jährlichen Steuereinnahmen der betreffenden Länder auszuweiten, jedoch nur dann, wenn, wie bereits erläutert, im Vorfeld einer Krise bestimmte Bedingungen erfüllt wurden. Die Kredite selbst seien ohne Auflagen bereitzustellen. Das impliziert die Abschaffung aller bisherigen mit Konditionalität verbundenen Fazilitäten des IWF. Gleichzeitig übernahme der Währungsfonds praktisch die Aufgabe eines internationalen Lender of last Resort.⁵⁸³ Der Vorschlag könnte allerdings zu weitaus größeren Hilfspaketen als die für Mexiko oder Korea führen. Unter Zugrundelegung der gemachten Vorschläge errechnete das US-Finanzministerium für Brasilien 1999 ein Hilfspaket von über 139 Mrd. US-Dollar, wodurch die Quote des Landes um mehr als das Dreißig- und die tatsächlichen Kreditzusagen um rund das Zehnfache überstiegen worden wäre. Das Ministerium wies den Vorschlag schließlich als falsches, Moral Hazard begünstigendes Signal zurück, durch das zudem die finanzielle Kapazität des IWF überschritten würde.⁵⁸⁴

Aber nicht nur die Meltzer-Kommission befürwortet größere Finanzhilfen. Im Genfer Report wird zunächst angeraten, die Anzahl der unterschiedlichen Fazilitäten, einer besseren Transparenz und Effektivität wegen zu rationalisieren.⁵⁸⁵ Dabei betrachten die Autoren des Reports die Zusätzliche Reservefazilität, mit der finanzielle Mittel theoretisch unbegrenzt zur Verfügung gestellt werden könnten, als Schritt in die richtige Richtung. Denn Zahlungsbilanzkrisen seien immer häufiger auf den Mangel an Liquidität und weniger auf schlechte Fundamentaldaten zurückzuführen und bedürfen daher schneller zum Teil auch Vorabfinanzierung ohne langwierige

⁵⁷⁹ Vgl. Niskanen, 1998, S. 333.

⁵⁸⁰ Vgl. Lal, 1998, S. 18.

⁵⁸¹ Ein prominentes Beispiel für dieses Problem stellt Rußland dar, wo IWF-Gelder in den 1990er Jahren teilweise fehlgeleitet wurden. Vgl. dazu die Untersuchung von Polulyakh, 2001.

⁵⁸² International Financial Institution Advisory Commission, 2000, S. 20.

⁵⁸³ Vgl. International Financial Institution Advisory Commission, 2000, S. 26 ff.

⁵⁸⁴ Vgl. US-Treasury, 2000, S. 21.

⁵⁸⁵ Vgl. de Gregorio/Eichengreen/Ito/Wyplosz, 1999, S. 48.

Verhandlungen über Konditionalität.⁵⁸⁶ Auch *Ahluwalia* unterstützt in seinem Bericht die Idee für einen IWF als internationalen Lender of last Resort, sofern Staaten unter Kapitalbilanzkrisen litten. Um den IWF mit ausreichend Liquidität auszustatten, empfiehlt er die Schaffung spezieller zweckgebundener Sonderziehungsrechte sowie Quotenerhöhungen.⁵⁸⁷

Die Arbeitsgruppe des CFR schlägt eine Differenzierung zwischen „landesspezifischen“ und „Systemkrisen“ vor, auf die der IWF mit unterschiedlich hohen Finanzhilfen reagieren müsse. Dabei seien unter landesspezifische Krisen diejenigen zu fassen, die weder die Funktionsfähigkeit des internationalen Währungssystems gefährden noch das Weltwirtschaftswachstum negativ beeinflussen. In diesen Fällen sollte der IWF seine Bereitschafts- und Erweiterte Kreditvereinbarung unter Verwendung der Gelder aus seinem Quotenpool nutzen und zu normaler Kreditgröße, das heißt, maximal 100% bis 300% der Landesquote zurückkehren. Die Arbeitsgruppe ist der Auffassung, daß die Mittel für landesspezifische Krisen ausreichen, Rezessionen abzumildern, stabilisierende Maßnahmen an den Devisenmärkten durchzuführen sowie einen Teil der Kosten für Restrukturierungsmaßnahmen im Finanzsektor zu decken. Sie seien wünschenswerter Weise nicht hoch genug, überbewertete fixe nominale Wechselkurse zu verteidigen oder den überwiegenden Teil von Gläubigern vor den Verlusten mangelhafter Investitionsentscheidungen zu schützen. Dem Argument, kleinere Hilfsprogramme könnten dazu führen, daß Emerging Markets sowohl höhere Risikoprämien an den Kapitalmärkten zu zahlen als auch mit geringeren Nettokapitalzuflüssen zu rechnen hätten, begegnet die Arbeitsgruppe des CFR, indem sie - ohne quantitative Untermauerung - darauf verweist, daß Kapitalzuflüsse in diese Länder Anfang bis Mitte der 1990er Jahre ohnehin zu groß beziehungsweise die Zins-Spreads zu gering gewesen seien. Bei Systemkrisen, die sich landesübergreifend auswirken und das Weltwirtschaftswachstum dämpfend beeinflussen, müsse zwischen „hausgemachten“ und unverschuldeten Krisen differenziert werden. Zur Bekämpfung ersterer solle der IWF Mittel über die Neue oder Allgemeine Kreditvereinbarung aktivieren, die dann, mit strenger Konditionalität verbunden, an das betroffene Land weiterzugeben seien. Für Länder, die durch Ansteckung beziehungsweise Spillover-Effekte in Zahlungsbilanzschwierigkeiten geraten seien, schlägt die Arbeitsgruppe des CFR vor, die Zusätzliche Reserve- und die Vorbeugende Kreditfazilität durch eine neue „Ansteckungsfazilität“ (Contagion Facility) zu ersetzen. Nach ihren Vorstellungen dürfe die Inanspruchnahme weder an die Erfüllung bestimmter Vorbedingungen geknüpft noch mit Auflagen verbunden sein. Der Zinssatz müsse höher liegen als bei normalen IWF-Krediten und die Rückzahlungsfristen wären auf höchstens 18 Monate nach Auszahlung begrenzt. Zur Festlegung der Zinssätze werden keine konkreten Angaben gemacht. Die Finanzierung der Fazilität sei über eine einmalige Einlage neuer Sonderziehungsrechte aller IWF-Mitgliedstaaten sicherzustellen. Für Systemkrisen wären somit umfangreiche finanzielle Unterstützungspakete möglich.

⁵⁸⁶ Vgl. de Gregorio/Eichengreen/Ito/Wyplosz, 1999, S. 54 ff.

⁵⁸⁷ Vgl. Ahluwalia, 1999, S. 14.

Um vorzubeugen, daß Krisen als Systemkrisen klassifiziert werden, obwohl sie keine sind, schlägt die Arbeitsgruppe des CFR vor, die Entscheidung über qualifizierende Mehrheiten unter den Gläubigerländern herbeizuführen.⁵⁸⁸ Allerdings lassen sich gegen dieses Verfahren Einwände vorbringen. Erstens könnte der Handlungsspielraum des IWF in bezug auf die Aktivierung großer Hilfspakete eingeschränkt werden. Denn der Beschluß über die Bereitstellung von Krediten liegt bisher in der Hand des Exekutivdirektoriums, während die Arbeitsgruppe des CFR die Genehmigung über die Gläubigerstaaten des Krisenlandes herbeiführen will. Das heißt, der Abstimmungsprozeß könnte länger als bisher dauern. Zweitens läßt sich im vorhinein nicht sicher prognostizieren, inwieweit landesspezifische Krisen auch andere Volkswirtschaften betreffen können. Sollten Krisen unterschätzt werden, mithin qualifizierende Mehrheiten zugunsten tatsächlich doch existenter Systemkrisen nicht zustande kommen, könnten sich diese weiter ausdehnen, als bei schneller umfangreicher Finanzhilfe. Drittens ist taktisches oder strategisches Wahlverhalten nicht auszuschließen. Zur Veranschaulichung der Probleme könnte Thailand 1997 dienen. Eine qualifizierende Mehrheit wäre dort anfänglich nicht zu erwarten gewesen. Dafür spricht die Tatsache, daß sich die USA mit bilateralen Hilfen in der Asienkrise erst engagierte, als ihr Ausmaß drei Monate später langsam sichtbar und das Hilfspaket für Indonesien geschnürt wurde.

Der Vorschlag, den IWF im Bedarfsfall über neue Sonderziehungsrechte mit zusätzlichen finanziellen Mitteln auszustatten, besäße möglicherweise geringe Chancen auf Umsetzung, weil bisherigen Erhöhungen der Mittelausstattung langwierige Verhandlungen vorausgingen. Selbst bei den Mitgliedern der Arbeitsgruppe des CFR herrscht Uneinigkeit darüber, ob das Verfahren eine Änderung des IWF-Übereinkommens erfordert oder nicht.⁵⁸⁹ Außerdem hat die Erfahrung gezeigt, daß die G-7 im Fall länderübergreifender Krisen, Liquidität auf „unbürokratischem“ Weg zur Verfügung stellen, ohne dafür den IWF zu nutzen. Dies geht zwar in der Regel zu Lasten der Transparenz solcher Rettungsaktionen, scheint aber für die Lösung akuter Zahlungsprobleme besser geeignet als zeitraubende Abstimmungsverfahren im Rahmen des Vorschlags der Arbeitsgruppe des CFR.

Die Neuerungsansätze in bezug auf die Höhe der IWF-Finanzhilfen leiden alle unter Nachteilen. Die Gelder von Hilfspaketen zu reduzieren, könnte dauerhaft keine glaubwürdige Strategie sein. Die Finanzminister der G-7 haben zum Ausdruck gebracht, daß die bisherigen Fazilitäten mit kleinen Änderungen bei den Rahmenbedingungen beibehalten werden sollten.⁵⁹⁰ Den IWF als internationalen Lender of last Resort auszubauen, dürfte daher aus gegenwärtiger Sicht am Widerstand der einflußreichen Mitgliedstaaten scheitern. Deshalb sollte der IWF, solange keine offensichtlich bessere Handlungsalternative gefunden ist, seine Vorgehensweise, was die Fazilitä-

⁵⁸⁸ Vgl. Council on Foreign Relations Independent Task Force, 1999, S. 5. Die Arbeitsgruppe des CFR läßt offen, bei welchem Prozentsatz die qualifizierende Mehrheit erreicht sein sollte.

⁵⁸⁹ Vgl. Council on Foreign Relations Independent Task Force, 1999, S. 71 ff.

⁵⁹⁰ Vgl. Group of Seven Finance Ministers, 2000, S. 4 f.

ten betrifft, beibehalten. Ob jedoch die Vorbeugende Kreditfazilität zukünftig in Anspruch genommen werden wird, bleibt bei ihrer gegenwärtigen Ausgestaltung zumindest fraglich.

6.3.2 Festlegung der Zinssätze

Die bisherigen Regelungen sehen vor, daß Länder, die eine Bereitschaftskreditvereinbarung oder eine Erweiterte Kreditvereinbarung des IWF in Anspruch nehmen, einen Zinssatz zahlen müssen, der dem gewichteten Durchschnitt der kurzfristigen Zinssätze in den G-5 zuzüglich eines kleinen Aufschlags entspricht. Nach dieser Regelung ergab sich 1997 ein Zinssatz von durchschnittlich 4,7%, 1998 von 4,4% und 1999 von 5,1%. Emerging Markets, besonders wenn sie sich in wirtschaftlichen Schwierigkeiten befinden, hätten jedoch unter sonst gleichen Bedingungen bei Refinanzierung über den privaten Kapitalmarkt höhere Zinssätze in Kauf zu nehmen. Beispielsweise erreichten die Rendite-Spreads zwischen Emerging Market Bonds und denen der US-Treasuries zeitweise 1.700 Basispunkte seit Ausbruch der Währungskrise in Thailand Mitte 1997. Daher betrachten einige Kritiker IWF-Darlehen als subventionierte Kredite, die sowohl vermehrte Kapitalbeschaffung über den IWF als auch Moral Hazard seitens der Darlehensnehmer begünstigten.⁵⁹¹

Ende 1997 reagierte der IWF auf diese Kritik, indem er mit der Zusätzlichen Reservefazilität eine neue Fazilität schuf, deren Zinssätze mit steigender Laufzeit zwischen 300 und 500 Basispunkte über denen seiner herkömmlichen Kreditfazilitäten liegen. Diese höheren Zinssätze müssen sich allerdings nicht auf das gesamte Hilfspaket beziehen. In Korea, wo die Fazilität erstmalig zur Anwendung kam, fielen weniger als 10% der gesamten Kreditsumme des IWF unter die neue Zinssatzregelung. Der Restbetrag wurde im Rahmen einer gewöhnlichen Bereitschaftskreditvereinbarung bereitgestellt.

Einigen Ökonomen geht diese Anhebung jedoch nicht weit genug. Insbesondere die US-Administration forderte eine weitere Erhöhung der Kreditzinsen des IWF.⁵⁹² Die Meltzer-Kommission kam in ihrem Gutachten ebenfalls zu dem Schluß, daß die vom IWF verlangten Zinssätze nicht hoch genug seien und schlug vor, eine Risikoprämie zu verlangen, die über der Rendite liegen solle, die Staatsanleihen des betreffenden Landes eine Woche vor Kreditanfrage an den IWF erbrachten.⁵⁹³ In einer Antwort des US-Finanzministeriums auf das Gutachten der Kommission wurde dieser Vorschlag jedoch als zu drastisch abgewiesen, weil sich als Folge der Umsetzung eine zusätzliche Beeinträchtigung der finanziellen Lage des kreditnehmenden Landes ergeben könnte.⁵⁹⁴ In ähnlicher Weise argumentiert *Fischer*: Die Aufgabe der IWF-Kreditvergabe liege darin, die finanzielle Situation in Krisenstaaten zu stabilisieren und nicht zu destabilisieren.

⁵⁹¹ Vgl. Goldstein/Weatherstone, 2001, S. 3.

⁵⁹² Vgl. Summers, 2000, S. 5.

⁵⁹³ Vgl. International Financial Institution Advisory Commission, 2000, S. 28.

Deshalb müsse sich der zu verlangende Zinssatz an den Sätzen normaler Zeiten orientieren.⁵⁹⁵ Im Zusammenhang mit der Konditionalität läßt sich argumentieren, daß die Erfüllung der vielfältigen Auflagen des IWF für eine höhere Rückzahlungswahrscheinlichkeit bei den Krediten sorgt. Darüber hinaus gilt der IWF als Kreditgeber, dessen Forderungen vor allen anderen zu tilgen sind.⁵⁹⁶ Auch diese Argumente sprechen für eine geringere als marktübliche Risikoprämie.

Im Rahmen der Diskussion stellt sich die Frage, was der IWF mit höheren Zinssätzen überhaupt erreichen könnte. Denn Regierungen entschließen sich für gewöhnlich erst dann zur Inanspruchnahme der Hilfe des IWF, wenn die Refinanzierung über private Kapitalmärkte nicht mehr ausreichend oder nur noch zu untragbar hohen Kosten möglich ist. Daraus folgt, daß sich wirtschaftspolitische Entscheidungsträger von höheren Zinssätzen kaum abhalten ließen, um die Hilfe des IWF zu ersuchen, weil ihnen keine andere Wahl bliebe.⁵⁹⁷ Für diese Argumentation könnte beispielsweise die Tatsache sprechen, daß sich weder Korea während der Asienkrise noch die Türkei oder Argentinien im Dezember 2000 von explizit höheren Zinsen im Rahmen der Zusätzlichen Reservefazilität haben abschrecken lassen. Die Inanspruchnahme von IWF-Krediten scheint daher aus der Erfahrung heraus wenig preiselastisch zu sein. Gegen höhere Kreditzinsen spricht zudem, daß Auszahlungen einzelner Kredittranchen durch den IWF an die Erfüllung bestimmter Leistungskriterien gebunden sind, was bei Darlehen über den privaten Kapitalmarkt nicht der Fall ist. Damit sind unter anderem politische Kosten verbunden, zumal Regierungsgegner, gerechtfertigt oder nicht, behaupten können, die wirtschaftspolitische Souveränität sei an den IWF abgetreten worden. Rechnet man diese Kosten in Basispunkte um und schläge sie auf den derzeit zu zahlenden nominalen Zinssatz, erschienen IWF-Kredite nicht mehr so attraktiv wie auf den ersten Blick. In diesen impliziten Zinskosten könnte ein weiterer Grund liegen, der wirtschaftspolitische Entscheidungsträger oftmals erst dann um die Hilfe des Währungsfonds bitten läßt, wenn alle anderen Möglichkeiten nicht mehr zur Verfügung stehen, sich als unwirksam oder zu teuer erwiesen haben. Auch Thailand, Indonesien und Korea hatten bis wenige Tage vor dem jeweiligen Verhandlungsbeginn mit dem IWF Hilfesuche an diesen kategorisch ausgeschlossen.

Möglicherweise ließe sich mit einer Dynamisierung des Zinssatzes die Rückzahlung der Kredite beschleunigen, unter anderem dann, wenn er, wie bei der Zusätzlichen Reservefazilität, mit zunehmender Tilgungsdauer steigt. Dies scheint plausibel, weil Länder nach Überwindung akuter Krisen wieder größere finanzielle Handlungsspielräume bekommen und bemüht sind, insbesondere die Darlehen des IWF vorzeitig zu tilgen. Auch Thailand und Korea haben ihren Kreditrahmen, nachdem eine kräftige wirtschaftliche Erholung in 1999 eintrat, nicht ausgeschöpft und mit der Tilgung vorzeitig begonnen. Fraglich ist allerdings, ob diese Vorgehensweise vom IWF

⁵⁹⁴ Vgl. US-Treasury, 2000, S. 20.

⁵⁹⁵ Vgl. Fischer, 1999, S. 6.

⁵⁹⁶ Vgl. Goldstein/Weatherstone, 2001, S. 6.

⁵⁹⁷ Vgl. Eichengreen, 2000, S. 16.

erwünscht sein sollte. Auf der einen Seite kann eine schnelle Rückzahlung Investoren signalisieren, daß die akute Krise überwunden und deshalb die finanzielle Unterstützung des IWF nicht mehr nötig ist. Darüber hinaus erhält der Währungsfonds liquide Mittel zurück, die für andere Länder zur Verfügung stehen können. Auf der anderen Seite besitzt der IWF nach Auszahlung des letzten Teilkredits außer Moral Suasion kein Druckmittel mehr, das Regierungen dazu zwingen könnte, nötige strukturelle Reformen umzusetzen. Daher bleibt der Reformprozeß, wie auch in den Programmstaaten Asiens, oftmals unvollendet stecken. Das heißt, die Umsetzung struktureller Neuerungen wird oftmals nicht nur zu Beginn der Hilfsprogramme verschleppt, sondern auch vorzeitig abgebrochen. Folglich bestehen die Ursachen, die in die Krise führten, zum Teil weiter, so daß das Land auf mögliche zukünftige Schocks nur unzureichend vorbereitet sein, mithin die Krisenanfälligkeit zwar abgeschwächt, aber weiterhin bestehen könnte. Nicht selten liegen die Ursachen dafür im Widerstand von mächtigen Interessengruppen und in zeitaufwendigen politischen Willensbildungsprozessen. Mit anderen Worten, derartige Neuerungen können länger dauern, als die Laufzeit einer Bereitschaftskreditvereinbarung. Der IWF sollte demnach Anreize schaffen, die die Regierung eines Krisenlandes dazu veranlassen, den Reformprozeß auch nach Laufzeitende weiter zu verfolgen. Das könnte er dann erreichen, wenn ihm gelänge, Kredittilgung und Zinsleistung mit der Konditionalität zu verbinden. Eine vorzeitige Rückzahlung sollte, diesem Kalkül folgend, vermieden werden. Demnach böten im Zeitablauf steigende Kreditzinsen einen Negativanreiz.

Der IWF steckt insofern in einem Dilemma, als er auf der einen Seite versuchen muß, seine Konditionalität in Krisenstaaten vollständig durchzusetzen, aber auf der anderen Seite Strafzinsen vermeiden. Um diesem Problem zu begegnen, sollte der IWF zur Festlegung seiner Zinssätze ein neues Verfahren wählen. Dabei kann die Empfehlung eines „Strafzinses“ der Meltzer-Kommission als Basis zur Bestimmung einer anfänglichen Zinshöhe dienen. Möglicherweise entstünde daraus bereits ein Anreiz, die Hilfe des IWF in einem frühen Krisenstadium in Anspruch zu nehmen, weil dann der Anfangszins noch relativ niedrig liegt. Dieser Zinssatz wird derart mit der Konditionalität verknüpft, daß er durch die Erfüllung einer jeden einzelnen strukturellen Auflage um eine bestimmte Anzahl an Basispunkten rückwirkend sinkt. Um Anreize dafür zu bieten, die Konditionalität vollständig umzusetzen, könnte er progressiv fallen und schließlich bei vollständiger Erfüllung die durchschnittlichen Kreditzinsen der G-5 mit einem im vorhinein festgelegten Spread unterschreiten. Damit würde der Kritik gegenüber dem Vorschlag der Meltzer-Kommission Rechnung getragen, daß Strafzinsen zu hoch seien und zusätzlich zur ökonomischen Destabilisierung beitragen. Denn der anfänglich zu zahlende Strafzins sollte im Kalkül des IWF und insbesondere der Regierung des betreffenden Landes ein hypothetischer sein, der sich durch die Erfüllung möglichst vieler IWF-Auflagen im Laufe der Zeit ermäßigt. Die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen des kreditnehmenden Landes bekämen dadurch mindestens vier ökonomische Argumente, IWF-Darlehen nicht vorzeitig zu tilgen. Erstens fallen die Kreditkosten um so günstiger aus, je mehr Auflagen der Hilfsprogramme erfüllt werden. Zweitens wäre eine vorzeitige Rückzahlung mit unnötig hohen Kosten verbunden. Drittens ließe sich Zeit gewinnen, Änderungen in der Denkhaltung einflußreicher Bevölkerungsschichten herbeizuführen um ent-

sprechende Mehrheiten für Reformen bei den gesetzgebenden Organen zu schaffen. Durch die Abkoppelung struktureller Vorgaben von der Auszahlung weiterer Teilkredite des IWF, könnten viertens überstürzte Kompromißlösungen vermieden werden. Für den IWF ergäbe sich dadurch erstens der Vorteil, daß er seine Konditionalität glaubwürdiger vertreten kann, weil er keinen Verzicht (Waiver) auf die rechtzeitige Erfüllung eines Leistungskriteriums im strukturellen Bereich aussprechen muß, um die planmäßige Auszahlung eines Teilkredits zu ermöglichen. Zusätzlich erreichte er eine Verlängerung seines wirtschaftspolitischen Einflusses bis zur vollständigen Rückzahlung des Darlehens. Für die Regierung des Kreditnehmerlandes verringerte sich der Druck, tiefgreifende Reformen während der Krisenbewältigung mit der „Brechtstange“ umsetzen zu müssen. Schließlich könnte das Verfahren zur Stärkung des nationalen Selbstvertrauens beitragen, weil der IWF nur indirekt in strukturelle Belange eingreift und die Entscheidung über Reformen letztlich bei den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern des Programmstaats liegt.

Zur Veranschaulichung der Idee soll folgendes Beispiel dienen: Angenommen der nominale Kreditzinssatz in den G-5 (i_{G5}) beträgt durchschnittlich 5%. In einem hilfsbedürftigen Land liegt die Rendite der Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit eine Woche vor dem Hilfsgesuch an den IWF bei 20%. Sie wird als Anfangszinssatz für den IWF-Kredit festgelegt ($i_{IWF} = i_0 = 20\%$). Darüber hinaus vereinbart der IWF mit dem Schuldnerland, den Zinssatz bei Erfüllung aller 15 strukturbezogenen Auflagen ($x_{gesamt} = 15$) auf einen Satz, der zwei Prozentpunkte ($di = 2$ Prozentpunkte) unterhalb dem der G-5 zu ermäßigen. Das heißt, die Regierung des Krisenstaates könnte den nominalen Schuldzins durch programmkonformes Verhalten von 20% auf 3% senken. Zur Gewährleistung eines progressiv fallenden Verlaufs der Zinskurve zwischen diesen beiden Extrempunkten dient Formel (6.1):

$$(6.1) \quad i_{IWF} = f(x) = \begin{cases} i_0 & : x = 0 \\ (i_0 + 1) - e^{\alpha x} & \text{mit } \alpha = \frac{\ln((i_0 + 1) - (i_{G5} - di))}{x_{gesamt}} \quad \text{und } i_0 > (i_{G5} - di) : \text{sonst} \end{cases}$$

Danach ergibt sich der aktuell zu entrichtende Zinssatz (i_{IWF}) aufgrund der Anzahl der tatsächlich umgesetzten Auflagen (x) gemäß einer speziellen Exponentialfunktion, wobei e die Euler'sche Zahl symbolisiert. Durch eine geeignete Festlegung des Parameters α ist sichergestellt, daß die Zinskurve den progressiv fallenden Verlauf annimmt und schließlich mit Erfüllung der letzten Auflage den angestrebten „Abschlußzinssatz“ erreicht. Um die beschriebene Entwicklung zu gewährleisten, muß α Werte größer Null annehmen. Dieser Fall tritt ein, solange i_0 über dem angestrebten Endzinssatz ($i_{G5} - di$) liegt.

Unter Verwendung des Zahlenbeispiels nimmt die Zinskurve den Verlauf einer Treppenfunktion wie in Abbildung 41 an. Bei der Erfüllung der Auflagen spielt die Reihenfolge insofern eine Rolle, als die letzten den größten Einfluß auf die Höhe des Zinssatzes ausüben. Einerseits neigen Regierungen dazu, tiefgreifende Änderungen zeitlich so weit wie möglich nach hinten zu schieben.

Andererseits sind aber gerade solche Reformen oftmals nur über längere Zeiträume umsetzbar. Beispielsweise kann der Aufbau einer Finanzmarktaufsicht besonders viel Zeit in Anspruch nehmen, wenn institutionelle Voraussetzungen anfänglich noch fehlen oder politische Widerstände abgebaut werden müssen. Der progressiv fallende Zinssatz bietet hier einen psychologischen Anreiz, derartige Reformen selbst dann noch umzusetzen, wenn der Staat die akute Krise bereits überwunden hat und finanziell wieder in der Lage wäre, die Darlehen des IWF vorzeitig zu tilgen.

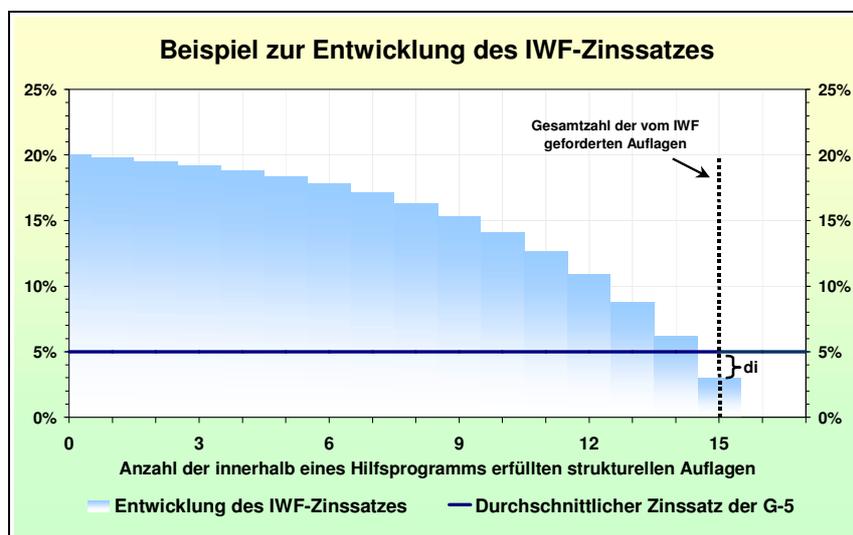


Abb. 41: IWF-Kreditzinsen in Abhängigkeit der Auflagenerfüllung.

Bei der Anwendung der neuen Methode könnten sich Probleme in der Weise ergeben, daß sich dieselbe Regierung des betreffenden Landes nachträglich oder eine ihrer Nachfolgerinnen von Beginn an weigert, ursprünglich akzeptierte Auflagen umzusetzen. Mit diesen Problemen sah sich der IWF bereits in früheren Programmen konfrontiert, sie sind daher nicht verfahrensspezifisch. Allerdings träte diese Situation möglicherweise weniger häufig auf, weil der IWF seine Konditionalität, den Ausführungen in Kapitel 6.2.3 folgend, auf wesentliche international anerkannte Mindeststandards beschränken sollte und nicht, wie in Indonesien geschehen, auf Bereiche ausdehnen, die ohne ursächlichen Bezug zur Krise stehen. In diesem Fall besäße die Nichterfüllung eine stärkere Signalwirkung auf Kapitalgeber, weil die Regierung damit zu verstehen gäbe, nicht einmal eine Mindestsicherung für das Finanzsystem zu wünschen. Zudem müssen die Auswirkungen auf die Zinskosten berücksichtigt werden. Diese könnten unter Verwendung der neuen Berechnungsmethode, je nachdem, in welchem Stadium der Reformprozeß stecken bleibt, möglicherweise untragbar hoch sein. Dann wären im ungünstigsten Fall Neuverhandlungen nötig. Damit einhergehend stellt sich ein Problem, indem gerade zu Beginn der Kreditinanspruchnahme – möglicherweise zum Höhepunkt einer Krise - die höchsten Zinsen zu zahlen sind. Hier ließe sich dadurch Erleichterung schaffen, daß die Zinsleistung etwa solange ausgesetzt würde, bis die Wirtschaftswachstumsrate in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen zum Vorquartal wieder positiv ausfällt.

6.3.3 Laufzeit der Kredite

Ein weiterer strittiger Punkt in bezug auf IWF-finanzierte Hilfe ist die Laufzeit der Kredite. Bereitschaftskreditvereinbarungen haben eine Laufzeit von 18 bis 36 Monate. Die Rückzahlung hatte bis zu den Änderungen im Rahmen der sogenannten Facilities Initiative⁵⁹⁸ im September 2000 innerhalb von 3¼ bis fünf Jahren nach Ziehung zu erfolgen. Seither gelten verkürzte Rückzahlungsfristen von 2¼ bis vier Jahre. Kredite unter der Erweiterten Kreditvereinbarung kommen üblicherweise über einen Zeitraum von drei in Ausnahmefällen vier Jahren zur Auszahlung. Der Tilgungszeitraum derartiger Darlehen ist im September 2000 ebenfalls von 4½ bis zehn auf 4½ bis sieben Jahre verkürzt worden. Die Zusätzliche Reservefazilität besitzt mit ein bis 1½ Jahren nach Tranchenauszahlung die kürzeste Rückzahlungsfrist, da sie geschaffen wurde, Zahlungsbilanzschwierigkeiten zu bekämpfen, die hauptsächlich auf Ansteckung und Vertrauensverlust zurückzuführen sind.

Der Meltzer-Kommission gehen diese Fristverkürzungen nicht weit genug. Sie fordert in ihrem Gutachten eine Reduzierung auf 120 Tage mit ausnahmsweiser Verlängerung bis auf maximal 240 Tage. Sie begründet den Vorschlag damit, daß der IWF seine finanzielle Hilfe lediglich bei Liquiditätskrisen, nicht aber bei Insolvenzkrisen, zur Verfügung stellen solle.⁵⁹⁹ Auch dieser Vorschlag wurde vom US-Finanzministerium als unrealistisch zurückgewiesen, da eine Rückzahlung nach vier Monaten selbst bei erfolgreicher und zügiger Bewältigung von Liquiditätskrisen kaum möglich sei. Im Gegenteil könnten Kredite mit derart kurzen Laufzeiten zusätzlich zur Destabilisierung beitragen.⁶⁰⁰ Fischer wendet ein, daß die von der Kommission gegebene Begründung für eine Fristverkürzung in der Praxis unbrauchbar, folglich der Vorschlag insgesamt nicht umsetzbar sei, weil eine Unterscheidung zwischen Illiquidität und Insolvenz, wenn überhaupt, erst im nachhinein getroffen werden könne.⁶⁰¹ Die Finanzminister der G-7 erkennen zwar an, daß die überlange Nutzung von IWF-Krediten verhindert werden müsse. Allerdings sei die Vorgabe einer zeitlichen Höchstgrenze nicht das richtige Mittel. Vielmehr sollten Anreize zur Verringerung von Tilgungsfristen und Kreditinanspruchnahme mittels über die Laufzeit ansteigender Zinssätze geschaffen sowie der Zugriff auf die Erweiterte Kreditvereinbarung zugunsten der Bereitschaftskreditvereinbarung erschwert werden.⁶⁰² Im vorangestellten Kapitel wurde jedoch gezeigt, daß im Zeitablauf steigende Zinsen zwar die Rückführung von Liquidität an den IWF beschleunigen können, aber möglicherweise nicht die Beseitigung der Krisenursachen fördern. Deshalb und unter Berücksichtigung der neu entwickelten Zinssatzregelung sollte der IWF seine bisherigen Kreditlaufzeiten und Tilgungsfristen zumindest nicht weiter verkürzen, zumal die bestehenden Regelungen innerhalb der einzelnen Fazilitäten und über die unterschiedlichen Fazilitäten hinweg Variationen zulassen.

⁵⁹⁸ Vgl. International Monetary Fund, 2000e.

⁵⁹⁹ Vgl. International Financial Institution Advisory Commission, 2000, S. 28.

⁶⁰⁰ Vgl. US-Treasury, 2000, S. 20.

⁶⁰¹ Vgl. Fischer, 1999, S. 4.

⁶⁰² Vgl. Group of Seven Finance Ministers, 2000, S. 4 f.

6.4 Zusammenfassende Einschätzung

Ausgehend von der Frage, welche Implikationen sich aus den Untersuchungsergebnissen über die Asienkrise für die Lösung zukünftiger Währungs- und Finanzkrisen ergeben, wurde zunächst herausgearbeitet, daß Zahlungsmoratorien – und damit in letzter Konsequenz auch umfangreiche Kapitalverkehrskontrollen - eine Möglichkeit sein könnten, panikartige Kapitalabflüsse zu verringern. Eine Standardisierung der Vorgehensweise scheint dagegen ebenso wenig sinnvoll, wie eine explizite Billigung oder Verhängung durch den IWF, unter anderem weil damit zu rechnen wäre, daß sich private Kapitalgeber an die geänderten Rahmenbedingungen anpassen. Darüber hinaus wurde gezeigt, daß die Beteiligung des privaten Sektors an den Kosten der Krisenbewältigung zwar wünschenswert, aber mit Problemen behaftet ist, die dieser auch zukünftig im Wege stehen könnten. Als ebenso wünschenswert wie schwierig in der Umsetzung wurde die Forderung nach der Erfüllung sogenannter Ex-ante-Konditionalität als Qualifikation für die Inanspruchnahme der IWF-Finanzhilfe im Krisenfall herausgestellt.

Unter anderem deshalb ergibt sich für die Konditionalität im Rahmen von IWF-Hilfsprogrammen auch weiterhin eine wichtige Rolle bei der Bewältigung von Währungs- und Finanzkrisen. Jedoch sollte der IWF seine Auflagen auf die Bereiche Geld-, Fiskal- sowie Finanzsektorpolitik beschränken und nötige Reformen im Nichtbankensektor der Weltbank und ihren Unterorganisationen überlassen. Da dem IWF (noch) die nötige Fachkapazität bei mikroökonomischen Fragestellungen fehlt, sollte sich seine, den Finanzsektor betreffende Konditionalität auf die Einführung anerkannter Mindeststandards konzentrieren. Hier hat die Analyse jedoch ergeben, daß die Implementierung derartiger Reformen die Laufzeit von Kreditvereinbarungen mit dem IWF übersteigen kann. Um der Regierung des betreffenden Krisenlandes eine ausreichende Übergangsfrist zu gewähren und einen Auszahlungsstopp der Teilkredite aufgrund der Verfehlung struktureller Auflagen zu vermeiden, sollte der IWF in diesem Bereich auf die Formulierung von Leistungskriterien verzichten.

Um die Implementierung dennoch zu erreichen, müßte ein neues Anreizsystem geschaffen werden. Dafür könnten sich die Kreditzinsen anbieten, weil sie dem IWF über den Zeitpunkt der Auszahlung des letzten Teilkredits hinaus die wirtschaftspolitische Einflußnahme eröffnen. Unter Berücksichtigung dessen wurde ein Verfahren entwickelt, das einen anfänglichen „Strafzins“, mit der Erfüllung jeder einzelnen, die Finanzsektorpolitik betreffenden Vorgabe progressiv ermäßigt, bis er bei vollständiger Umsetzung der Konditionalität in diesem Bereich unterhalb des Durchschnitts der kurzfristigen Zinsen in den G-5 liegt. Dadurch bekäme die Regierung des Krisenlandes einen finanziellen Anreiz sowie ausreichend Zeit und Freiraum, auch einschneidende strukturelle Reformen umzusetzen. Unter diesen Gesichtspunkten sollte der IWF auf eine weitere Laufzeitverkürzung seiner Kreditvereinbarungen verzichten.

7 Währungs- und Finanzkrisen aus Sicht eines makroökonomischen Modells

Die Ereignisse im Zusammenhang mit der Währungs- und Finanzkrise in Asien sollen abschließend anhand eines makroökonomischen Modells noch einmal nachgezeichnet werden. Dabei handelt es sich um die leicht erweiterte Version eines von *Jarchow* entwickelten Ansatzes innerhalb der traditionellen IS-LM-Analyse für eine kleine offene Volkswirtschaft, die auf die Ökonomen *Fleming* und *Mundell* zurückgeht.⁶⁰³ Die dort getroffenen Grundannahmen bleiben dieselben, das heißt, die Volkswirtschaft existiert in dem Umfeld eines vollkommenen internationalen Kapitalmarktes, solange ihre wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger nicht auf Kapitalverkehrskontrollen zurückgreifen. Darüber hinaus wird unterstellt, daß Kapitalströme schneller auf Schocks reagieren als Güter- und Dienstleistungsströme. Die hier vorgenommenen Erweiterungen bestehen erstens in der expliziten Berücksichtigung von Spillover-Effekten und zweitens in einer Untersuchung über die Auswirkungen von Kapitalverkehrskontrollen.

7.1 Der Modellrahmen

7.1.1 Die speziellen Annahmen des Modells

Das Modell basiert auf den Gleichgewichtsbedingungen für den Güter-, Aktien- und Geldmarkt. Die Güternachfrage besteht aus den drei Komponenten private reale Absorption für Konsum- und Investitionszwecke (A), Staatsausgaben (G) sowie dem Handels- und Dienstleistungsbilanzsaldo (I). Die private reale Absorption für Konsum- und Investitionszwecke steht in einer positiven Abhängigkeit vom realen Inlandseinkommen⁶⁰⁴ (Y). Des weiteren wird eine negative Beziehung zum inländischen Zinssatz (i) unterstellt. Er beeinflußt zum einen die Nachfrage der privaten Haushalte nach dauerhaften Konsumgütern und Immobilien. Zum anderen ist er ein wesentliches Entscheidungskriterium bei der Planung von Investitionsprojekten. Wie gewöhnlich wird hier unterstellt, daß die Nachfrage nach Investitionsgütern mit fallendem Zinssatz steigt und umgekehrt. Darüber hinaus läßt sich die private reale Absorption positiv vom Verhältnis (q) zwischen dem Preis für vorhandenes Sachkapital (p^s) und dem Preis für neuproduziertes Sachkapital (p) beeinflussen. Eine relative Erhöhung von p^s und damit von q verstärkt die Investitionstätigkeit der privaten Wirtschaftssubjekte in bezug auf neue Immobilien, Erzeugersachkapital und Konsumgüter, weil diese im Verhältnis zu den bereits existierenden günstiger werden. In dem Modell kommt somit ein Transmissionsmechanismus zum Tragen, der über die relativen Preise

⁶⁰³ Vgl. *Jarchow*, 2000; vgl. *Fleming*, 1962; vgl. *Mundell*, 1962 und 1963. Das Modell dient zur Abrundung der vorliegenden Arbeit. Um ihren Rahmen nicht zu sprengen, wurde bewußt auf die Entwicklung eines eigenständig neuen Modellansatzes verzichtet.

⁶⁰⁴ Inlandseinkommen und –produkt werden im Rahmen dieses Modells synonym verwendet.

wirkt.⁶⁰⁵ Darüber hinaus sind Schwankungen von q mit Vermögenseffekten verbunden. Interpretiert man q als realen Aktienpreis, so führt seine Veränderung bei dem, weiter unten erläuterten, exogen bestimmten Aktienbestand (K) zu realen Aktienkursänderungen. Das heißt, wenn q steigt, nimmt der Realwert des Aktienbestands der Wirtschaftssubjekte und damit ihr Realvermögen zu, was stimulierend auf die Konsumgüternachfrage wirkt. Die letzte in diesem Modell relevante Determinante der realen Absorption ist die durch η symbolisierte, exogen vorgegebene, für die Zukunft erwartete Rendite des Sachkapitals. Dabei regen verbesserte Ertragsaussichten die Investitionstätigkeit an und steigern somit die reale private Absorption.

Zweitens enthält die reale Nachfrage mit den realen Staatsausgaben (G) eine autonome Komponente.⁶⁰⁶ Schließlich bildet der reale Handels- und Dienstleistungsbilanzsaldo (T)⁶⁰⁷ den dritten Bestandteil der realen Güternachfrage. Hier wird sowohl eine negative Abhängigkeit von der Entwicklung des realen Inlandsprodukts (Y) als auch eine positive vom exogen bestimmten realen Inlandsprodukt der ausländischen Handelspartner (Y^*) unterstellt. Zusätzlich beeinflusst der reale Wechselkurs (Ep^*/p) den Handelsbilanzsaldo, indem eine Erhöhung die Bilanz verbessert und umgekehrt. Dabei symbolisiert E den nominalen Wechselkurs und p^* das ausländische Preisniveau, welches im folgenden auf eins normiert bleibt.

Die oben gemachten Annahmen sind in der Gleichung (7.1) formal zusammengefaßt, wobei Plus oder Minus über den einzelnen Variablen und Parametern die Vorzeichen der jeweiligen partiellen ersten Ableitungen angeben.

$$(7.1) \quad Y = A \left(Y^+, i^-, q^+, \eta^+ \right) + G + T \left(\frac{Ep^*}{p}, Y^-, Y^{*+} \right).$$

Zur Modellierung des Aktienmarkts wird unterstellt, daß sich die gesamten bereits vorhandenen Kapitalgüter – einschließlich Immobilien – in Form von Eigentumstiteln an einer inländischen Wertpapierbörse handeln lassen. Die Summe aller Anteilscheine ist exogen bestimmt und wird durch den Buchstaben K symbolisiert. Der Preis (p^s) für diese Anteilscheine beziehungsweise für die bereits bestehenden Güter, auf die sie sich beziehen, kann als Aktienindex interpretiert wer-

⁶⁰⁵ Es handelt sich hier um *Tobins* bekannte q -Theorie über das Investitionsverhalten von Unternehmen, die darauf basiert, daß die gegenwärtige Marktkapitalisierung eines Unternehmens Hinweise auf die Differenz zwischen einem erwünschten zukünftigen Kapitalbestand und dem gegenwärtigen gibt. Dabei ist q als Quotient zwischen dem Marktpreis und dem Wiederbeschaffungswert des Unternehmens definiert und gibt Aufschluß darüber, wie teuer der Erwerb des Unternehmens über den Kapitalmarkt im Verhältnis zum Erwerb über den Gütermarkt ist. *Tobin* kommt zu dem Schluß, daß die Anreize zu investieren zunehmen, je größer die positive Differenz zwischen q und 1 ausfällt. Vgl. Tobin, 1969.

⁶⁰⁶ Weitere autonome Komponenten sind denkbar, finden im Rahmen dieses Modells jedoch keine Berücksichtigung.

⁶⁰⁷ Die Handelsbilanz umfaßt die Güter- und Dienstleistungsbilanz. Sie entspricht im Modell der Leistungsbilanz, weil die Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie die der laufenden Übertragungen unberücksichtigt bleiben. Daher werden in diesem Kapitel beide Begriffe und der Begriff „Außenbeitrag“ synonym verwendet.

den, so daß sich der Nominalwert aller vorhandenen Kapitalgüter als Produkt aus ihrem realen Bestand (K) und dem Aktienindex ergibt. Damit ist gleichzeitig das nominale Aktienangebot definiert. Bezüglich der realen Aktiennachfrage (S) wird unterstellt, daß sie negativ auf Erhöhungen von q und des Zinssatzes reagiert, während Steigerungen des realen In- und Auslandseinkommens sowie der erwarteten Rendite auf Sachkapital positiven Einfluß ausüben. Das Gesamtvermögen der Wirtschaftssubjekte bleibt als mögliche und plausible Determinante der Aktien- sowie der noch zu definierenden Geldnachfrage aus Vereinfachungsgründen unberücksichtigt.⁶⁰⁸ Unter diesen Annahmen läßt sich das Gleichgewicht auf dem Aktienmarkt wie folgt darstellen:

$$p^S \cdot K = p \cdot S \left(i, q, \eta, Y, Y^* \right).$$

Die Division beider Seiten durch p , ergibt Gleichung (7.2), in der das reale Aktienangebot der realen –nachfrage gegenübergestellt ist:

$$(7.2) \quad q \cdot K = S \left(i, q, \eta, Y, Y^* \right) \quad \text{mit } q = \frac{p^S}{p}.$$

Zentralbankgeld in der hier betrachteten kleinen offenen Volkswirtschaft entsteht durch den Ankauf ausländischer Zahlungsmittel sowie die Bereitstellung von Krediten an heimische Geschäftsbanken und öffentliche Haushalte⁶⁰⁹ seitens der Währungsbehörde. Im folgenden werden der Bestand ausländischer Zahlungsmittel bei der Zentralbank mit dem Buchstaben R und die Kredite beziehungsweise die heimische Komponente der Geldbasis mit dem Buchstaben H beschrieben. Multipliziert mit dem Geldangebotsmultiplikator (m), ergibt sich das nominale Geldangebot.

Die reale Geldnachfrage reagiert positiv auf reale Einkommenssteigerungen und negativ auf Erhöhungen des Marktzinssatzes. Für die nominale Geldnachfrage gilt, wie für die nominale Aktiennachfrage auch, das Postulat eines Homogenitätsgrades von eins in bezug auf das Preisniveau (p). Aus Vereinfachungsgründen bleibt ein vorstellbarer Einfluß des realen Aktienkurses (q) auf die Geldnachfrage unberücksichtigt. Unter den gemachten Annahmen ergibt sich für den Geldmarkt die in Gleichung (7.3) beschriebene Gleichgewichtsbedingung:

$$(7.3) \quad m(R+H) = p \cdot L \left(i, Y \right).$$

⁶⁰⁸ Die qualitativen Ergebnisse der Modellanalyse blieben unter Berücksichtigung des Gesamtvermögens die gleichen.

⁶⁰⁹ Bezüglich der öffentlichen Haushalte sind Nettokredite, also Kredite abzüglich der Einlagen, gemeint, weil Guthaben der öffentlichen Haushalte bei der Zentralbank im allgemeinen nicht zur Geldbasis gerechnet werden.

Der in bisher allen drei Gleichgewichtsbedingungen enthaltene Zinssatz (i) wird, da es sich annahmegemäß um eine kleine und offene Volkswirtschaft mit frei fließenden Kapitalströmen handelt, nach der Zinsparitätentheorie vom Weltmarktzinssatz (i^*) zuzüglich der erwarteten Wechselkursänderungsrate (α) bestimmt. Darüber hinaus verlangen ausländische Gläubiger von heimischen Schuldern eine Versicherungs- oder Risikoprämie (β), mit der zum einen das Risiko von Wechselkursänderungserwartungsfehlern und zum anderen das Kreditausfallrisiko abgegolten werden soll. Eine Unterscheidung zwischen realem und nominalem Zinssatz entfällt, da Inflation im vorliegenden Modellrahmen nicht existiert. Zusammengefaßt ergibt sich für den Inlandszins:

$$(7.4) \quad i = i^* + \alpha + \beta.$$

Die Bestimmungsgrößen i^* , α und β werden als exogen vorgegeben betrachtet, so daß auch der Inlandszins in Form eines Parameters in die Modellanalyse eingeht, sofern die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen der betrachteten Volkswirtschaft nicht auf Kapitalverkehrskontrollen zurückgreifen. In diesem Fall, muß die Zinsparität nicht mehr gelten, weil arbitrierende Kapitalströme, die die Gültigkeit der Gleichung (7.4) gewährleisten, blockiert sind. Der inländische Zinssatz reagiert dann endogen auf die nationalen wirtschaftspolitischen Maßnahmen, ohne daß i^* , α oder β seine Höhe beeinflussen.

Abschließend ist noch eine Preisniveaufunktion zu definieren. Zu diesem Zweck sei angenommen, daß die Unternehmen des Landes ihre Produktpreise mittels einer Lohnzuschlagskalkulation⁶¹⁰ gemäß dem folgenden Muster festsetzen:

$$p = (1 + g) \frac{l \cdot N}{Y}.$$

Dabei bezeichnet g den auf die Lohnstückkosten bezogenen prozentualen Zuschlags- und l den Geldlohnsatz sowie N die Arbeitszeit. Unter der Annahme, daß sowohl der durchschnittliche Produktionskoeffizient (N/Y) als auch der Zuschlagsatz g konstant sind und der Ausdruck

$$(1 + g) \frac{N}{Y}$$

durch geeignete Normierung der inländischen Produktion Y gleich eins gesetzt ist, läßt sich das Preisniveau p in Abhängigkeit des Lohnsatzes bringen:

⁶¹⁰ Bei der Lohnzuschlagskalkulation werden die nicht direkt auf einzelne Produkte oder Aufträge zurechenbaren Gemeinkosten prozentual auf die Erzeugnisse oder Aufträge eines Unternehmens verteilt. Als Zuschlagsbasis dient dabei der Fertigungslohn. Vgl. Zimmermann/Fries, 1998, S. 176 f.

$$(7.5) \quad p = l.$$

In der Ausgangssituation soll der Lohnsatz (l_0) zur Vereinfachung gleich eins gesetzt werden, so daß anfänglich $p_0 = l_0 = 1$ gilt. In ihren Lohnverhandlungen vereinbaren Arbeitgeber und Arbeitnehmer den ursprünglichen Lohnsatz l_0 gemäß der Regel in Gleichung (7.6) an die Entwicklung eines Preisindex (p^x) anzupassen.

$$(7.6) \quad l = l_0 \left(\frac{p^x}{p_0^x} \right)^\tau, \quad 0 \leq \tau \leq 1.$$

Dabei bezeichnet p_0^x das Niveau des Preisindex in der Ausgangslage und der Exponent τ den Lohnindexierungsgrad. Für den Fall, daß τ gleich null ist, findet keine Anpassung an die Entwicklung von p^x statt. Im anderen Extremfall, τ gleich eins, wird der Lohnsatz in voller Höhe der Preisindexänderung angeglichen. Der hier angesprochene Preisindex p^x ergibt sich, wie in Gleichung (7.7) veranschaulicht, als das mit π gewichtete geometrische Mittel aus den Preisen für in- und ausländische neuproduzierte Güter in heimischer Währung:

$$(7.7) \quad p^x = p^\pi (E p^*)^{1-\pi}, \quad 0 < \pi < 1.$$

Da, wie bereits postuliert, der ausländische Güterpreis beziehungsweise das ausländische Preisniveau auf eins festgelegt ist und konstant bleibt, vereinfacht sich Gleichung (7.7) zu Gleichung (7.8):

$$(7.8) \quad p^x = p^\pi E^{1-\pi}.$$

Durch geeignete Normierung der ausländischen Währungseinheit läßt sich zudem der Wechselkurs in der Ausgangslage (E_0) gleich eins setzen, so daß, unter Berücksichtigung von p_0 gleich eins, p_0^x ebenfalls eins ergibt, wodurch Gleichung (7.6) wegen l_0 gleich eins folgende vereinfachte Form annimmt:

$$(7.9) \quad l = (p^x)^\tau.$$

Gleichung (7.9) unter Verwendung von (7.8) in (7.5) eingesetzt, liefert nach geeigneter⁶¹¹ Umformung die Preisniveaufunktion (7.10):

⁶¹¹ $p = (p^\pi E^{1-\pi})^\tau \Leftrightarrow p^{1-\pi\tau} = E^{1-\pi\tau} \Leftrightarrow p = E^{\frac{1-\pi\tau}{1-\pi}}$

$$(7.10) \quad p = E^{\frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau}}.$$

Demnach wird das Preisniveau der neuproduzierten Güter von der Entwicklung des nominalen Wechselkurses und dem Lohnindexierungsgrad bestimmt. Findet keine Lohnindexierung statt, $\tau = 0$, bleibt p konstant gleich eins, mit der Konsequenz, daß Änderungen des nominalen in gleichem Umfang Änderungen des realen Wechselkurses erzeugen. Für den Fall τ gleich eins, also vollständiger Indexierung, gilt p ist gleich E . Somit bleibt der reale Wechselkurs (E/p) konstant gleich eins. Nimmt τ Werte zwischen null und eins an, führen Änderungen des nominalen Wechselkurses zu gleichgerichteten aber unterproportionalen Fluktuationen des realen Wechselkurses.⁶¹² Das heißt, die Reaktionen des Preisniveaus auf Wechselkursschwankungen nehmen mit sinkendem τ ab.

7.1.2 Gleichgewicht und Stabilität

Unter dem Postulat eines Systems fixer Wechselkurse gilt $E = E_0 = 1$, womit nach Gleichung (7.10) das Preisniveau ebenfalls konstant gleich eins bleibt ($p = p_0 = 1$). Das heißt, p geht als Konstante in die Gleichgewichtsbedingungen (7.1) bis (7.3) ein und kann im Rahmen der komparativ-statischen Analyse vernachlässigt werden. Es gelten somit die modifizierten Gleichungen (7.1a) bis (7.3a) mit den endogenen Variablen Y, q, R :

$$(7.1a) \quad Y = A\left(\overset{+}{Y}, \overset{-}{i}, \overset{+}{q}, \overset{+}{\eta}\right) + G + T\left(\overset{-}{Y}, \overset{+}{Y^*}\right),$$

$$(7.2a) \quad q \cdot K = S\left(\overset{-}{i}, \overset{-}{q}, \overset{+}{\eta}, \overset{+}{Y}, \overset{+}{Y^*}\right) \quad \text{mit } q = p^s,$$

$$(7.3a) \quad m(R + H) = L\left(\overset{-}{i}, \overset{+}{Y}\right).$$

Die grafische Darstellung der drei partiellen Gleichgewichte erfolgt in einem q/Y -Diagramm. Darin symbolisiert die IS-Kurve geometrisch alle Kombinationen von q und Y , bei denen sich der Gütermarkt im Gleichgewicht befindet. Ihre Steigung,

⁶¹² Unter Berücksichtigung von (7.10) ergibt sich für den realen Wechselkurs: $\frac{E}{p} = E^{\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}}$. Differentiation dieses

Ausdrucks nach E liefert: $\frac{d\left(\frac{E}{p}\right)}{dE} = \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{\frac{-\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}}$. Falls in der Ausgangslage (wie unterstellt) $E_0 = E = 1$, dann gilt

bei $0 < \tau < 1$, daß $d(E/p)/dE$ größer null und kleiner eins ist.

$$\left. \frac{dq}{dY} \right|_{IS} = \frac{1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y}}{\frac{\partial A}{\partial q}} > 0,$$

ergibt sich aus dem totalen Differential der Gleichung (7.1a) unter Berücksichtigung unveränderter Staatsausgaben und der Annahme, daß die kleine Volkswirtschaft das ausländische Inlandsprodukt nicht beeinflussen kann. Sie ist positiv, weil die Ausdehnung der inländischen Produktion (Y) zu einem Überschußangebot führt, das durch eine Erhöhung der realen Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern kompensiert werden muß. Den Anstoß zur erforderlichen Ausweitung der realen Absorption (A) gibt ein Vermögenseffekt über die Erhöhung von q ($q = p^S$), weil dadurch die Investitions- und Konsumtätigkeit der privaten Wirtschaftssubjekte steigt.

Die Kurve für das Aktienmarktgleichgewicht, die S-Kurve, ist in einem q/Y-Diagramm ebenfalls positiv geneigt, was die Differentiation der Gleichung (7.2a) nach q und Y verdeutlicht:

$$\left. \frac{dq}{dY} \right|_S = \frac{\frac{\partial S}{\partial Y}}{K - \frac{\partial S}{\partial q}} > 0.$$

Auch hier erfordert die Ausweitung von Y eine kompensierende Anhebung von q, weil dadurch der Realwert des Aktienbestands steigt und somit den entstandenen Nachfrageüberschuß auf dem Aktienmarkt nivelliert. Schließlich wird das Geldmarktgleichgewicht durch eine Senkrechte, die LM-Kurve, im q/Y-Diagramm symbolisiert.

Als Voraussetzung für die Stabilität des simultanen Gleichgewichts, die hier postuliert wird, muß die Steigung der IS-Kurve größer sein als die der S-Kurve.⁶¹³ Anderenfalls wäre nach einer Störung die Konvergenz hin zu einem neuen gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht nicht in jedem Fall gewährleistet.

Unter Berücksichtigung der obigen Ausführungen lassen sich die drei Kurven etwa wie in in Abbildung 42 darstellen. Die komparativ-statische Analyse erfordert keine Linearität der Kurven, sie werden allerdings der Übersichtlichkeit wegen durch Geraden dargestellt. Das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht der Ausgangslage liegt in ihrem gemeinsamen Schnittpunkt (O) bei dem Inlandseinkommen Y_0 und dem Aktienindexstand q_0 . Pfeile deuten die Verschiebungsrichtung der Kurven an, die sich aufgrund von Änderungen der Parameter H, G, Y^* , η , α , β sowie der endogenen Variablen R ergeben.

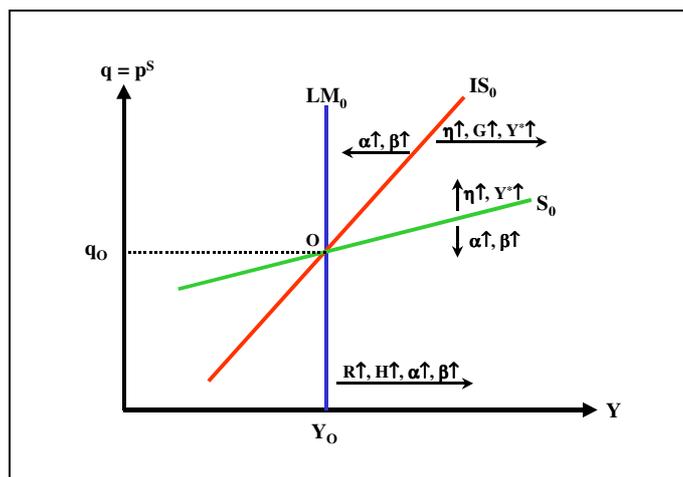


Abb. 42: Simultanes Gleichgewicht bei fixen Wechselkursen.

Btreibt die Volkswirtschaft ein System flexibler Wechselkurse gelten die ursprünglichen Gleichungen (7.1) bis (7.3) sowie die Preisniveaufunktion (7.10) mit den endogenen Variablen Y , q , E und p :

$$(7.1) \quad Y = A\left(\overset{+}{Y}, \overset{-}{i}, \overset{+}{q}, \overset{+}{\eta}\right) + G + T\left(\frac{Ep^*}{p}, \bar{Y}, Y^*\right),$$

$$(7.2) \quad q \cdot K = S\left(\overset{-}{i}, \overset{-}{q}, \overset{+}{\eta}, \bar{Y}, Y^*\right) \quad \text{mit } q = \frac{p^s}{p},$$

$$(7.3) \quad m(R + H) = p \cdot L\left(\overset{-}{i}, \bar{Y}\right),$$

$$(7.10) \quad p = E \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau}.$$

Voraussetzung für ein stabiles simultanes Gleichgewicht, das Abbildung 43 mit den zusätzlichen Lageparametern E und p zeigt, ist im Fall flexibler Wechselkurse ebenfalls eine gegenüber der S -Kurve steiler verlaufende IS -Kurve.⁶¹⁴ Da sich die partiellen Marktgleichgewichte im System flexibler Wechselkurse aufgrund von Niveauvariationen der Parameter H , G , Y^* , η , α und β genauso verändern wie im Fall fixer Wechselkurse, sind diese in Abbildung 43 nicht mehr aufgeführt. Der Bestand an Währungsreserven entfällt als endogene Variable, da eine Zentralbank unter einem System völlig flexibler Wechselkurse nicht am Devisenmarkt interveniert und somit der Vorrat an Devisen unverändert bleibt.

⁶¹³ Vgl. dazu Anhang III (a).

⁶¹⁴ Vgl. Anhang III (b).

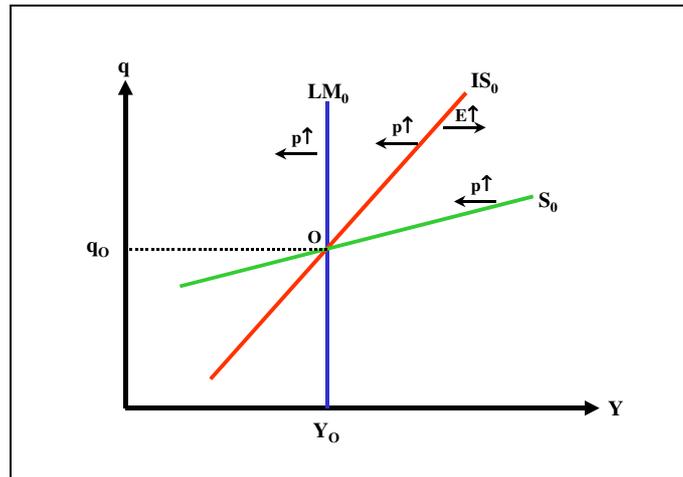


Abb. 43: Simultanes Gleichgewicht bei flexiblen Wechselkursen.

7.2 Störungen des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts

7.2.1 Auswirkungen auf ein System fixer Wechselkurse

Geldpolitische Maßnahmen⁶¹⁵, die eine Niveauveränderung der heimischen Reserven (H) bewirken, haben in einem System fixer Wechselkurse keinen Einfluß auf das Inlandseinkommen und den realen Preis für bestehendes Sachkapital beziehungsweise den Aktienkurs, wenn man von der Möglichkeit einer Neutralisierung der durch Devisenmarktinterventionen verursachten Geldmengenänderung absieht.⁶¹⁶ Erhöht die Zentralbank beispielsweise die heimische Komponente der Geldbasis (H), übertrifft das Geldangebot die –nachfrage, so daß zur Wiederherstellung des Geldmarktgleichgewichts das Einkommen (Y) steigen und der Zinssatz (i) fallen muß. Daraus resultiert eine einkommensinduzierte Verschlechterung der Handelsbilanz und eine zinsinduzierte Verringerung der Nettokapitalimporte, so daß Abwertungsdruck auf die heimische Währung entsteht. Die Geldbehörde ist daraufhin gezwungen, am Devisenmarkt zu intervenieren, indem sie heimische Währung gegen ausländische ankauft, so daß die Währungsreserven (R) der Zentralbank sinken. Dadurch fällt das Geldangebot unter das Niveau der –nachfrage. Zur Wiederherstellung des Gleichgewichts sinkt das Einkommen und steigt der Zinssatz wieder auf das internationale Niveau. Veränderungen von H lösen somit gegenläufige, aber betragsmäßig gleich große Veränderungen von R aus. Die Geldbehörde hat demnach keine Einflußmöglichkeiten auf das Geldangebot. Dieses Ergebnis läßt sich auch formal ableiten, denn bei konstantem Preisniveau (p) und Nichtdurchführung der angesprochenen Neutralisierungspolitik bestimmen lediglich die Gleichungen (7.1a) und (7.2a) die endogenen Variablen Y und q.

⁶¹⁵ Vgl. dazu die Ausführungen in Anhang III (c).

⁶¹⁶ Die hier untersuchten Staaten hatten im Vorfeld der Krise versucht, mit Hilfe geldpolitischer Maßnahmen negative Auswirkungen des Kapitalzustroms zu neutralisieren. Die Maßnahmen erwiesen sich jedoch bestenfalls als wirkungslos, oftmals als kontraproduktiv. Vgl. Alba/Bhattacharya/Claessens/Ghosh/Hernandez, 1998, S. 21 ff.

Anders verhält es sich bei fiskalpolitischen Maßnahmen. Eine kapitalmarktfinanzierte Erhöhung der Staatsausgaben (G) beispielsweise führt zu einer Überschufnachfrage auf dem heimischen Gütermarkt. Die daraus resultierenden Anpassungsvorgänge zeigt Abbildung 44.

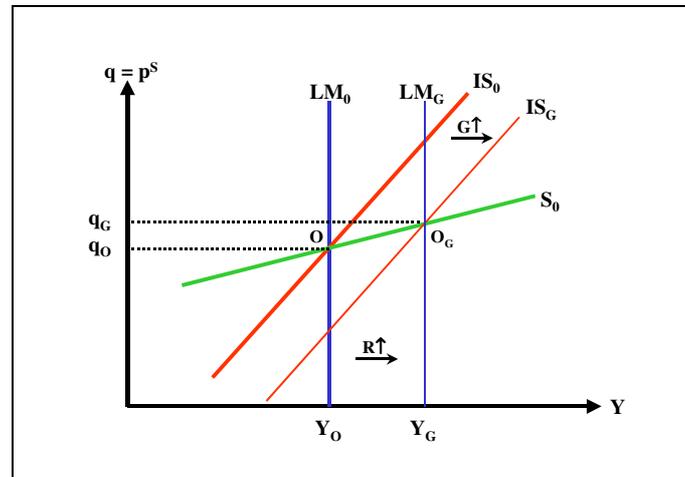


Abb. 44: Fiskalpolitik bei fixen Wechselkursen.

Zur Wiederherstellung des Gütermarktgleichgewichts ist ein Ansteigen der Inlandsproduktion erforderlich, was sich grafisch in einer Verschiebung der IS-Kurve nach rechts äußert (IS_0 nach IS_G). In dieser Konstellation kann sich ein dauerhaftes gesamtwirtschaftliches Gleichgewicht etablieren, weil trotz einer nachfrageinduzierten Verschlechterung der Handelsbilanz und der damit verbundenen erhöhten Devisennachfrage durch zinsinduziert steigende Nettokapitalimporte Aufwertungsdruck auf die heimische Währung entsteht. Diesem Druck muß die Zentralbank begegnen, indem sie ausländische Währung gegen heimische ankauft. Dazu ist sie solange gezwungen, bis der nationale Zinssatz wieder dem internationalen Niveau zuzüglich der Risikoprämien entspricht. Die Interventionen der Zentralbank erhöhen ihre Währungsbestände, wodurch das Geldangebot steigt und sich die LM-Kurve nach rechts verschiebt (LM_0 nach LM_G). Das so erreichte stabile Gleichgewicht wird bei gegenüber der Ausgangslage erhöhtem Einkommen (Y_G) und gestiegenem Aktienindex (q_G) im Punkt O_G erreicht. Die Auslandsverschuldung der Volkswirtschaft steigt an.

Exogene Störungen sind im Rahmen des Modells aus drei Richtungen möglich. Erstens kann das Inlandsprodukt der Handelspartner (Y^*) schwanken, zweitens die erwartete Rendite des Sachkapitals (η) variieren und drittens sind Änderungen der Risikoprämien (α und β) denkbar.

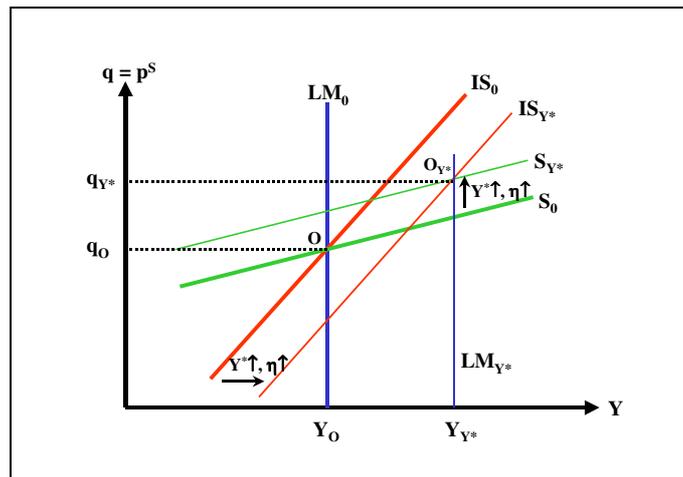


Abb. 45: Spillovers und erwartete Ertragsrate auf Sachkapital und bei fixen Wechselkursen.

Eine Steigerung des Auslandseinkommens (Y^*) beispielsweise führt zu einer Verbesserung der Handelsbilanz, mithin zu einer Erhöhung des Inlandsprodukts. Grafisch bedeutet dies, wie in Abbildung 45 ersichtlich, eine Verschiebung der IS-Kurve nach rechts sowie der S-Kurve nach oben. Die Verlagerung der S-Kurve erfolgt zunächst aufgrund der direkten Auswirkungen von Y^* auf die Aktiennachfrage. Darüber hinaus ist ein indirekter Effekt zu berücksichtigen, denn Y^* beeinflusst, wie erläutert, auch das Inlandseinkommen, welches seinerseits Niveauänderungen der Aktiennachfrage hervorruft. Ein neues Gleichgewicht stellt sich bei gestiegenem Aktienkurs (q_{Y^*}) und Inlandseinkommen (Y_{Y^*}) im Punkt O_{Y^*} ein. Die LM-Kurve verlagert sich in diesen Punkt, weil das durch die gestiegenen Exporteinnahmen erhöhte Angebot an Devisen Aufwertungsdruck auf die heimische Währung erzeugt, dem die Zentralbank begegnen muß, indem sie Auslandswährung ankauft. Folglich erhöht sich das Geldangebot. Zur Wiederherstellung des Gleichgewichts auf dem Geldmarkt ist eine Einkommenserhöhung erforderlich. Ein gestiegenes Auslandseinkommen führt demnach zu einer Erhöhung des Inlandseinkommens, zu real steigenden Aktienkursen und zu einer Aufstockung des Bestands an Devisenreserven bei der Zentralbank. Durch die Verbesserung des Außenbeitrags werden externe Verbindlichkeiten abgebaut.

Eine Zunahme von η führt gleichzeitig zu einer Stimulierung der Investitionsgüter-, Immobilien- und Aktiennachfrage. Grafisch bedeutet dies, wie in Abbildung 45 ersichtlich, eine Verschiebung der IS-Kurve nach rechts sowie der S-Kurve nach oben. Die Verlagerung der S-Kurve erfolgt zunächst aufgrund der direkten Auswirkungen von η auf die Aktiennachfrage. Darüber hinaus wirkt auch hier ein indirekter Effekt, denn η beeinflusst ebenfalls das Inlandseinkommen, welches seinerseits Niveauänderungen der Aktiennachfrage hervorruft. Ein neues Gleichgewicht stellt sich bei gestiegenem Aktienkurs und Inlandseinkommen im Punkt O_{Y^*} ⁶¹⁷ ein. Die LM-Kurve verlagert sich in diesen Punkt, weil die positiven Wirtschaftsaussichten auch Kapital aus dem Ausland anziehen, wodurch die einkommensinduzierte zusätzliche Devisennachfrage zur Beglei-

⁶¹⁷ Die neuen simultanen Gleichgewichte aufgrund einer Änderung des Auslandseinkommens oder der erwarteten Ertragsrate auf Sachkapital müssen nicht identisch sein. Der Übersichtlichkeit wegen, wurde allerdings auf die Darstellung zweier separater Gleichgewichte verzichtet.

chung der angestiegenen Importe überkompensiert wird. Um eine Aufwertung der heimischen Währung zu verhindern, muß die Geldbehörde Devisen ankaufen. Folglich erhöht sich das Geldangebot. Zur Wiederherstellung des Gleichgewichts auf dem Geldmarkt ist eine Einkommenserhöhung erforderlich. Eine Verbesserung der erwarteten Ertragsrate auf Sachkapital führt insgesamt zu einer Erhöhung des Inlandseinkommens, zu real steigenden Aktienkursen und infolge der Nettokapitalimporte zur Aufstockung der Devisenreserven der Zentralbank. Allerdings resultiert aus steigenden Nettokapitalimporten und der einkommensinduzierten Verschlechterung des Außenbeitrags eine zunehmende Auslandsverschuldung.

Veränderungen der von ausländischen Gläubigern geforderten Risikoprämien (α^{618} und β) wirken sich ebenfalls auf alle drei Teilmärkte aus. Infolge einer Erhöhung von β und des damit verbundenen Anstiegs des Inlandszinses (i) sinken Investitionsgüter-, Aktien- und Geldnachfrage, was, wie in Abbildung 46 verdeutlicht, zur Verlagerung der IS-Kurve nach links, der S-Kurve nach unten sowie der LM-Kurve vorübergehend nach rechts⁶¹⁹ führt.

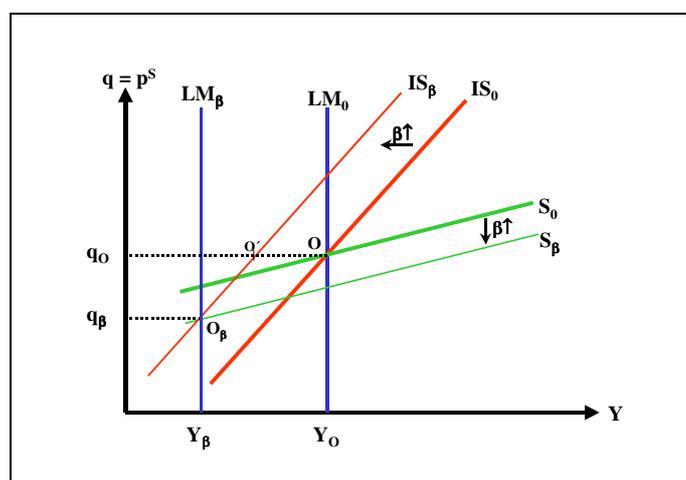


Abb. 46: Erhöhung der Risikoprämie β bei fixen Wechselkursen.

Auch die Erhöhung der Risikoprämie übt, wie die der erwarteten Ertragsrate auf Sachkapital, in zweifacher Weise Einfluß auf die Aktiennachfrage aus, indem sie sowohl direkt über den veränderten Zinssatz als auch indirekt über den dadurch ausgelösten Einkommenseffekt dämpfend wirkt. Die real sinkenden Aktienkurse beeinflussen die inländische Absorption (A) ihrerseits negativ, was in Abbildung 46 grafisch einer Bewegung von O' nach O_β entspricht. Das neue simultane Gleichgewicht zwischen Aktien- und Gütermarkt in Punkt O_β erfordert bei Dauerhaftigkeit eine entsprechende Anpassung des Geldmarktgleichgewichts. Die ursprüngliche Rechtsverschiebung der LM-Kurve muß demnach zur Wiederherstellung des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts nicht nur rückgängig gemacht, sondern überkompensiert werden. Dieser Prozeß wird ausgelöst, indem es trotz der einkommensinduzierten Verbesserung der Handelsbi-

⁶¹⁸ Die Argumentation für eine Erhöhung von α verläuft entsprechend und wird daher nicht gesondert aufgeführt.

⁶¹⁹ Die vorübergehende Rechtsverschiebung ist in Abbildung 46 nicht dargestellt.

lanz und der damit verbundenen Devisenzuflüsse per Saldo zu Devisenabflüssen und folglich zu einer Verringerung der Geldbasis kommt, weil die gestiegene Risikoprämie beziehungsweise der Vertrauensverlust bei ausländischen Investoren Nettokapitalimporte reduziert, was die Zentralbank zur Stützung des fixen Wechselkurses, das heißt Ankauf heimischer gegen ausländische Währung, zwingt. Eine Erhöhung von β wirkt sich demnach insgesamt negativ auf Y , q und R aus. Allerdings verringert sich durch diesen Vorgang die Auslandsverschuldung des Landes.

7.2.2 Kapitalverkehrskontrollen als Sonderfall in einem System fixer Wechselkurse

Greift die hier untersuchte kleine Volkswirtschaft auf Kapitalverkehrskontrollen zurück, funktioniert der Mechanismus in einem System fixer Wechselkurse etwas anders als unter vollkommener Kapitalmobilität. In diesem Fall ist die Zentralbank nur dann bereit Währungsreserven an- beziehungsweise zu verkaufen, wenn die Gelder auf Handelsbilanztransaktionen zurückzuführen oder dafür bestimmt sind. Für Kapitalbilanztransaktionen privater Wirtschaftssubjekte werden Devisen seitens der Zentralbank weder ver- noch angekauft. Das heißt, unter diesen Umständen können arbitrierende Kapitalströme, die die Zinsparität nach Gleichung (7.4) gewährleisten, nicht fließen. In- und ausländische Marktzinssätze müssen sich nicht mehr zwangsläufig entsprechen, so daß die Zentralbank zumindest kurzfristig die Möglichkeit besitzt, das Geldangebot beziehungsweise die Position der LM-Kurve zu bestimmen. Die Lage der LM-Kurve ist zwar noch immer endogen, jedoch verläuft der Anpassungsprozeß langsamer als bei vollkommener Kapitalmobilität, weil er über die Handelsbilanz funktioniert.

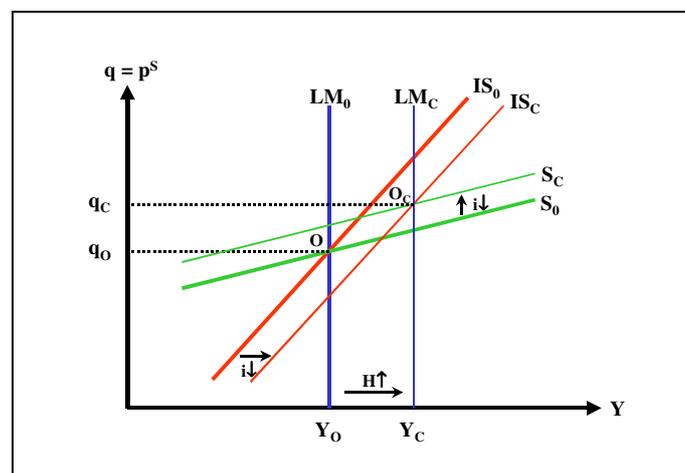


Abb. 47: Expansive Geldpolitik bei fixen Wechselkursen mit Kapitalverkehrskontrollen.

Für den Fall ohne Kapitalverkehrskontrollen wurde gezeigt, daß geldpolitische Maßnahmen ohne Einfluß auf das Inlandsprodukt bleiben. Dieses Ergebnis gilt jetzt nicht mehr. Eine Erhöhung des Geldangebots über einen Anstieg der inländischen Komponente führt zu einer Zinssenkung, die wegen des Verbots arbitrierender Geschäfte nicht unmittelbar rückgängig zu machen ist, so daß sie ihre positive Wirkung auf das Inlandseinkommen und die Aktiennachfrage entfalten kann. Folglich verschieben sich die LM- und IS-Kurve nach links sowie die S-Kurve nach oben. Ein

neues Gleichgewicht stellt sich bei höherem Aktienpreisniveau und gestiegenem Inlandseinkommen ein - wie etwa in Punkt O_C der Abbildung 47. Langfristig ist diese Konjunktur- und Aktienmarktstimulierung jedoch nicht aufrechtzuerhalten. Denn das gestiegene Inlandseinkommen induziert bei konstantem nominalen Wechselkurs und damit unverändertem inländischen Preisniveau über eine Zunahme der Importe eine Verschlechterung der Handelsbilanz. Um ihre gestiegenen Importrechnungen bezahlen zu können, benötigen inländische Wirtschaftssubjekte Devisen, die ihnen die Zentralbank zur Verfügung stellen muß. Folglich nehmen dort die Währungsreserven und damit das inländische Geldangebot periodisch ab, was sich in einer stufenweisen Linksverschiebung der LM-Kurve bemerkbar macht. Durch den wieder langsam ansteigenden Zinssatz verschieben sich sowohl die IS-Kurve als auch die S-Kurve sukzessive in Richtung ihrer Ausgangslagen zurück. Dieser Prozeß endet, sobald die anfängliche Geldmengenerhöhung über die heimische Komponente der Geldbasis durch eine Verringerung der Währungsreserven vollständig kompensiert worden ist. Im Ergebnis läßt sich festhalten, daß die Zentralbank bei fixen Wechselkursen unter Verwendung von Kapitalverkehrskontrollen kurzfristig in der Lage ist, Inlandseinkommen und Aktienkurse positiv zu beeinflussen. Dieser Effekt wird langfristig jedoch über Handelsbilanztransaktionen rückgängig gemacht, und die Zentralbank verliert im Verlauf dieses Prozesses Währungsreserven.

Die Auswirkungen fiskalpolitischer Maßnahmen sind weniger eindeutig. Wie bereits beschrieben steigen bei einer kapitalmarktfinanzierten Erhöhung der Staatsausgaben Inlandseinkommen und Inlandszins. Grafisch bedeutet dies, wie in Abbildung 48 angedeutet, eine Rechtsverschiebung der IS- und der LM-Kurve. Die S-Kurve verlagert sich wegen des zinssatzinduzierten Rückgangs der Aktiennachfrage nach unten.

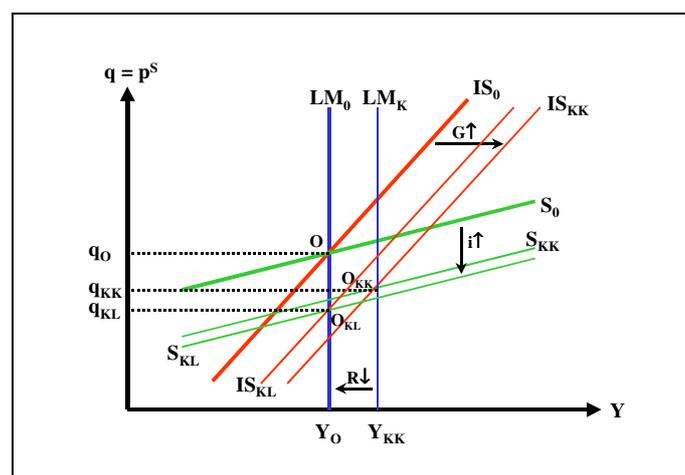


Abb. 48: Expansive Fiskalpolitik bei fixen Wechselkursen mit Kapitalverkehrskontrollen.

Die Effekte der Zinssatzerhöhung können wegen der Blockierung arbitrierender Kapitalströme nicht sofort rückgängig gemacht werden, so daß sich ein Gleichgewicht etwa im Punkt O_{KK} bei höherem Inlandseinkommen einstellen kann. Inwieweit sich der Stand des Aktienindex verändert hängt von den gegenläufigen Zins- und Einkommensreagibilitäten der Aktiennachfrage ab und kann im Rahmen dieses Modells nicht geklärt werden. Das gleiche gilt für die Lage der LM-

Kurve. Allerdings entsteht hier kein langfristig stabiles Gleichgewicht. Die einkommensinduzierte Verschlechterung der Handelsbilanz führt sukzessive zu einer Verringerung des Geldangebots, weil die Zentralbank Devisenreserven an private Wirtschaftssubjekte verkaufen muß, damit diese ihre gestiegenen Importrechnungen bezahlen können.⁶²⁰ Die LM-Kurve verschiebt sich periodisch wieder bis in ihre Ausgangslage nach links, weil der Geldnachfrageüberschuß durch eine Verringerung des Einkommens abgebaut werden muß. Darüber hinaus bewirkt die Verringerung des Geldangebots weitere Zinssteigerungen, durch die sich die S-Kurve nach unten sowie die IS-Kurve nach links verschiebt. Das langfristig neue Gleichgewicht könnte dann etwa in dem Punkt O_{KL} bei gegenüber der Ausgangslage niedrigeren Aktienkursen liegen. Das Inlandseinkommen ist auf das ursprüngliche Niveau gefallen. Allerdings hat sich seine Zusammensetzung geändert, indem der Staatsanteil auf Kosten der privatwirtschaftlichen Absorption gestiegen ist. Darüber hinaus herrscht ein gegenüber der Ausgangslage höheres Zinsniveau. Die expansive Fiskalpolitik ist bei fixen Wechselkursen und Kapitalverkehrskontrollen kurzfristig insofern wirksam, als sie das Inlandseinkommen erhöht. Allerdings kommt es kurzfristig zu einem teilweisen und langfristigen zu einem vollständigen Crowding Out. Zusätzlich steigt die Staatsverschuldung an.

7.2.3 Auswirkungen auf ein System flexibler Wechselkurse

Anders als in einem Regime fixer nominaler Wechselkurse werden bei flexiblem Austauschverhältnis Fluktuationen der inländischen Komponente der Geldbasis nicht durch gegenläufige Veränderungen der Währungsreserven kompensiert.⁶²¹ Das heißt, geldpolitische Maßnahmen, die auf Variation der heimischen Reserven (H) abzielen, können wirksam werden. Durch eine Erhöhung von H verlagert sich die LM-Kurve nach rechts. Die expansive Geldpolitik initiiert wegen des unter Weltmarktniveau gefallen inländischen Zinssatzes unverzüglich hinreichend große Kapitalabflüsse, die die Zinsparität nach Gleichung (7.4) wieder herstellen. Dieser Prozeß führt zu einer Abwertung der heimischen Währung, was positiven Einfluß auf die Handelsbilanz ausübt und damit eine endogene Verschiebung der IS-Kurve nach rechts bewirkt. Das gestiegene Inlandseinkommen hebt die Aktiennachfrage, so daß der reale Aktienpreis steigt, was sich in einer Bewegung auf der S-Kurve nach rechts bemerkbar macht. Ein neues, stabiles Gleichgewicht könnte nach diesem Anpassungsvorgang bei gegenüber der Ausgangslage erhöhtem realen Aktienindex (q_M) und Volkseinkommen (Y_M) im Schnittpunkt O_M der Abbildung 49 liegen. Allerdings hängt seine Dauerhaftigkeit entscheidend von der Entwicklung des Preisniveaus (p) beziehungsweise von der Höhe des Lohnindexierungsgrads (τ) ab.

⁶²⁰ Das Exportvolumen ändert sich durch diese Politikmaßnahme nicht, weil bei fixem Wechselkurs das Preisniveau und damit die internationale Wettbewerbsfähigkeit konstant bleibt.

⁶²¹ Vgl. dazu die formale Darstellung in Anhang III (d).

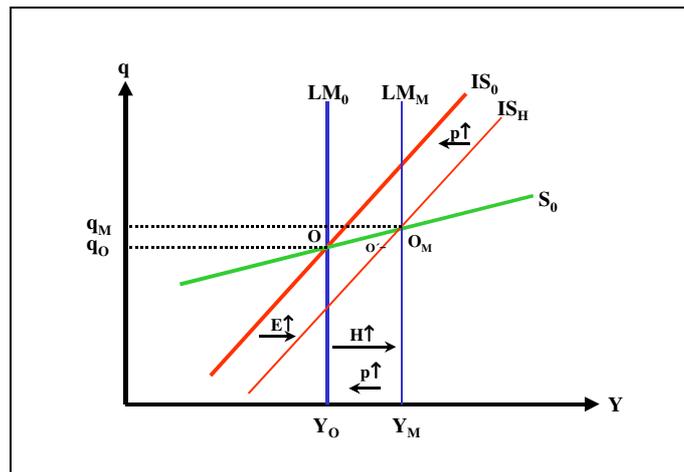


Abb. 49: Expansive Geldpolitik bei flexiblen Wechselkursen.

Falls die Löhne vollständig indexiert sind, τ gleich eins, bewirken Wechselkursveränderungen gleichgerichtete und gleichgroße Preisniveaueinstellungen. Das bedeutet, ein positiver Effekt der nominalen Abwertung auf die Handelsbilanz kann nicht zum Tragen kommen, weil p im selben Maß ansteigt, so daß der reale Wechselkurs beziehungsweise die internationale Wettbewerbsposition und damit der Außenbeitrag unverändert bleiben. Folglich verschieben sich die LM- und die IS-Kurve in ihre Ausgangspositionen zurück. Auch die anfängliche Erhöhung des realen Aktienpreises (q) über eine endogene Steigerung von p^S wird vollständig durch die Anhebung von p zurückgeführt, so daß q letztlich sein ursprüngliches Niveau erreicht. Sollte τ gleich null sein, bleibt das Preisniveau von Wechselkursänderungen unberührt. Die hier angenommene Abwertung kann in vollem Umfang wirksam werden, so daß sowohl LM- als auch IS-Kurve an ihren neuen Positionen verbleiben. Mithin läßt sich das neue gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht im Punkt O_M dauerhaft realisieren. Durch die Anhebung der heimischen Reserven erzielt die Zentralbank eine Erhöhung des Inlandseinkommens (Y_0 nach Y_M) sowie eine Anhebung des realen Aktienpreises (q_0 nach q_M), so daß hier ein außenbeitragsinduzierter Einkommenseffekt (O nach O') wirksam wird, der in einem aktienkursinduzierten Einkommenseffekt (O' nach O_M) zusätzliche Unterstützung findet. Bei teilweiser Lohnindexierung, $0 < \tau < 1$, stellt sich das neue simultane Gleichgewicht auf der S-Kurve zwischen den Punkten O und O_M ein. Auch in diesen Fällen steigen das Inlandseinkommen und der reale Aktienindex.

Bei der Analyse fiskalpolitischer Maßnahmen, hier in Form einer Veränderung der Staatsausgaben (G), besitzt der Lohnindexierungsgrad ebenfalls entscheidenden Einfluß auf die Wirksamkeit der Politikmaßnahme. Steigende Staatsausgaben beispielsweise, stimulieren die inländische Produktion. Der erhöhte heimische Zinssatz sorgt unverzüglich und solange für zusätzliche Kapitalimporte bis die Zinsparität wieder hergestellt ist. Das gestiegene Devisenangebot sorgt für eine Aufwertung der heimischen Währung, die den Handelsbilanzsaldo negativ beeinflusst. Die IS-Kurve verbleibt in ihrer Ausgangsposition, weil der positive Effekt über die Staatsausgaben durch den negativen über die Aufwertung nivelliert wird. Das neue Gleichgewicht entspricht, wie im traditionellen Fleming-Mundell-Modell auch, dem alten (Punkt O in Abbildung 50). Seine Dau-

erhaftigkeit setzt allerdings voraus, daß das Preisniveau auf Wechselkursänderungen nicht reagiert, τ also gleich null ist.

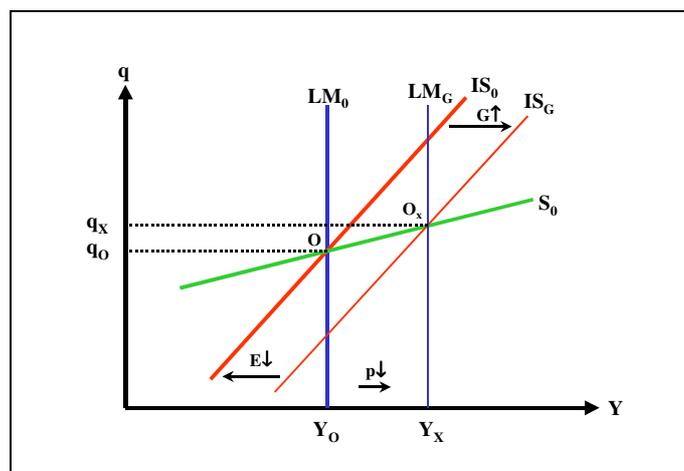


Abb. 50: Expansive Fiskalpolitik bei flexiblen Wechselkursen.

Sind die Nominallohne vollständig indexiert, τ gleich eins, wird die nominale Aufwertung durch eine gleichgerichtete und gleich hohe Preisniveauänderung begleitet, so daß sich der reale Wechselkurs (E/p) beziehungsweise die internationale Wettbewerbfähigkeit der Volkswirtschaft gegenüber der Ausgangslage nicht verschlechtert. Die IS-Kurve wandert somit, ausgelöst durch eine Verbesserung der Handelsbilanz, nach rechts - etwa in den Punkt O_x der Abbildung 50. Zur Herstellung des gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts muß sich auch die LM-Kurve so verlagern, daß sie durch Punkt O_x verläuft. Dies geschieht, weil die aufwertungsbedingte Senkung des Preisniveaus zu einer Verringerung der Geldnachfrage führt. Zum Ausgleich des Angebotsüberschusses muß das Inlandseinkommen steigen. Liegt der Lohnindexierungsgrad zwischen null und eins, bildet sich das neue Gleichgewicht auf der S-Kurve zwischen den beiden Punkten O und O_x . Im Ergebnis kann festgehalten werden, daß eine expansive Fiskalpolitik bei teilweiser oder vollständiger Lohnindexierung zu einer Erhöhung des Inlandsprodukts und einem Anstieg des relativen⁶²² Aktienkurses (q) führt.

Steigt das Auslandseinkommen (Y^*), verbessert sich die Handelsbilanz. Das Inlandsprodukt nimmt zu, so daß sich die IS-Kurve nach rechts verschiebt. Ebenfalls sorgt die Erhöhung beider Einkommen für eine Stimulierung der Aktiennachfrage, die die S-Kurve nach oben verlagert. Auch hier steigt q zunächst über die Anhebung des absoluten Preises der Anteilscheine (p^S). Das durch die Exporteinnahmen erhöhte Devisenangebot im Inland sorgt für eine Aufwertung der heimischen Währung. Folglich hängt die Lage des neuen simultanen Gleichgewichts wieder von der Entwicklung des Preisniveaus ab.

⁶²² Die Entwicklung des absoluten Aktienpreises (p^S) ist an dieser Stelle unbestimmt.

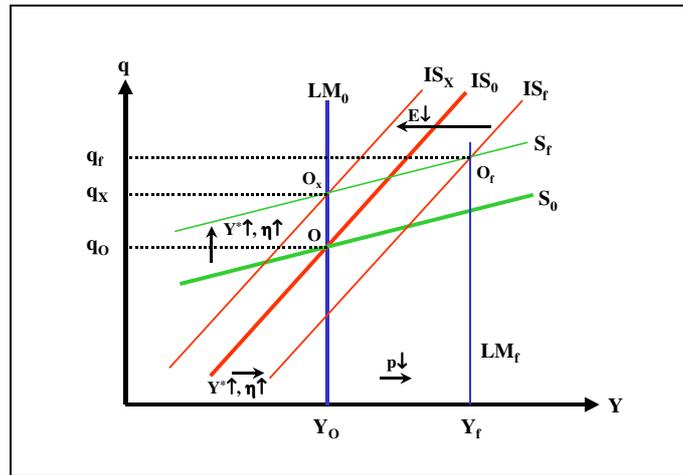


Abb. 51: Spillovers und erwartete Ertragsrate auf Sachkapital und bei fixen Wechselkursen.

Ist τ gleich eins, läßt sich ein neues Gleichgewicht dauerhaft bei einem gegenüber der Ausgangslage höheren Inlandsprodukt und Börsenkurs wie etwa im Punkt O_f der Abbildung 51 erzielen, weil die nominale Aufwertung durch eine Senkung des Preisniveaus kompensiert wird. Für den deutlichen Anstieg des realen Aktienkurses sind zwei Ursachen verantwortlich: erstens die schon angesprochenen direkten und indirekten Effekte über Y^* , zweitens die aufwertungsinduzierte Senkung der Preise für neuproduzierte Inlandsgüter (p). Die LM-Kurve verlagert ihre Position soweit nach rechts (LM_0 nach LM_f), bis sie den Punkt O_f schneidet, weil die Preissenkung beziehungsweise der damit verbundene Rückgang der realen Geldnachfrage durch eine Ausdehnung des Inlandseinkommens ausgeglichen werden muß. Bei fehlender Lohnindexierung, τ gleich null, führt die nominale Aufwertung nicht zu gleichgerichteten Preisänderungen, so daß sich nominale und reale Aufwertung entsprechen. Folglich sinkt die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Landes, der Handelsbilanzsaldo verschlechtert sich, und Y verharrt auf seinem ursprünglichen Niveau. Dies kommt grafisch einer Rückverlagerung der IS-Kurve gleich (IS_f nach IS_x). Das neue Gleichgewicht etabliert sich zwar über dem ursprünglichen Einkommensniveau (Y_0), allerdings bei höherem realen Aktienkurs (q_x) im Punkt O_x . Liegt der Lohnindexierungsgrad zwischen null und eins, bildet sich das neue Gleichgewicht zwischen den Extrempunkten O_x und O_f auf der nach oben verschobenen S-Kurve (S_f).

Falls η beispielsweise steigt, nimmt sowohl die private reale Absorption als auch die Nachfrage nach Aktien zu, weil verbesserte Gewinnaussichten den realen Aktienkurs ($q = p^s/p$) erhöhen. Folglich verlagert sich die S-Kurve nach oben, wobei q zunächst über die Anhebung des absoluten Aktienpreises (p^s) steigt. Höhere erwartete Erträge sorgen zusätzlich dafür, daß auch ausländische Kapitalgeber ihre finanziellen Mittel in der betrachteten Volkswirtschaft investieren wollen. Die Nettokapitalimporte steigen und bewirken eine Aufwertung der heimischen Währung. Daher hängt die Lage des neuen Gleichgewichts auch hier von der Entwicklung des Preisniveaus beziehungsweise vom Wert des Lohnindexierungsgrads ab. Die Erläuterungen zum Fall einer Steigerung des Auslandseinkommens gelten dabei entsprechend - mit ähnlichen Anpassungsbewegungen wie in Abbildung 51.

Eine Veränderung der Risikoprämie (β)⁶²³ wirkt sich zunächst auf den Inlandszins (i) aus, der sich im selben Ausmaß gleichgerichtet verändert. Die Erhöhung von β beispielsweise führt zu steigendem i , so daß sich ohne Berücksichtigung von Wechselkursänderungen die IS-Kurve wegen einer geringeren Investitions- und Konsumnachfrage nach links (IS_0 nach IS_f), die LM-Kurve wegen einer geringeren Geldnachfrage zunächst nach rechts (LM_0 nach LM_x) sowie die S-Kurve nach unten (S_0 nach S_f) verschiebt, wie Abbildung 52 veranschaulicht. Das gestiegene Kreditrisiko veranlaßt ausländische Gläubiger, Kapital abzuziehen. Folglich verringern sich die Nettokapitalimporte, was trotz handelsbilanzinduzierter Devisenzuflüsse zu einer Abwertung der Inlandswährung führt. Die weiteren Auswirkungen dieser Abwertung hängen wieder von τ ab.

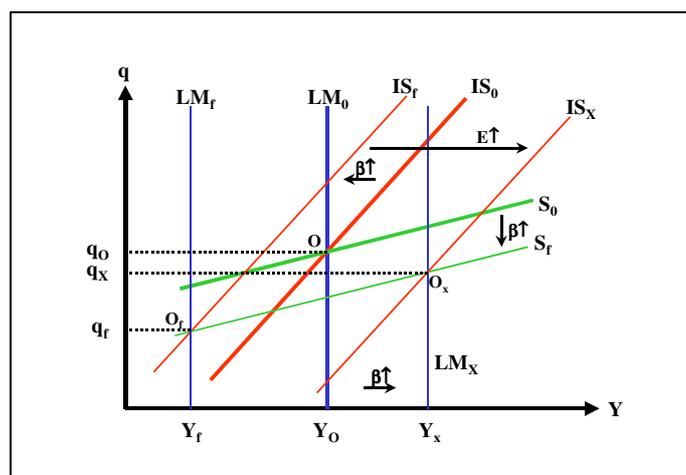


Abb. 52: Erhöhung der Risikoprämie β bei flexiblen Wechselkursen.

Vollständige Lohnindexierung führt zu einem dauerhaften Gleichgewicht bei gegenüber der Ausgangslage niedrigerem Einkommen und Aktienindexstand wie etwa im Punkt O_f . Der Zinssatzanstieg beeinflusst dabei den Börsenindex zweifach negativ: einmal direkt durch den Zinsanstieg und einmal indirekt über die Abnahme des inländischen Einkommens. Auch die LM-Kurve verlagert sich aufgrund des abwertungsinduzierten Preisanstiegs in den Punkt O_f . Dieses Ergebnis entspricht dem bei fixen Wechselkursen (vgl. O_β in Abbildung 45 auf Seite 201). Liegt der Lohnindexierungsgrad zwischen null und eins, bestimmen zwei gegenläufige Effekte die Entwicklung des Handelsbilanzsaldos. Zum einen sorgt die reale Abwertung für eine Verbesserung des Außenbeitrags, zum anderen das gegenüber dem in Punkt O_f steigende Inlandseinkommen für eine Verschlechterung, wobei im Rahmen dieses Modells nicht geklärt werden kann, welcher Effekt bei welchem Lohnindexierungsgrad überwiegt. Allerdings bewirkt ein sinkender Lohnindexierungsgrad gegenüber dem Ergebnis bei fixen Wechselkursen (O_β) eindeutig einen Wiederanstieg der realen Aktienkurse, der inländischen Produktion, der Beschäftigung und damit des Volkseinkommens. Bei einem Lohnindexierungsgrad von null führt die Abwertung zu einer Verbesserung des Handelsbilanzsaldos, so daß die IS-Kurve eine Rechtsverschiebung erfährt (IS_f nach IS_x). Das neue Gleichgewicht entsteht dort, wo die IS-Kurve die nach unten verschobene S-

⁶²³ Die Argumentation für die Variation von Wechselkursänderungserwartungen (α) verläuft entsprechend.

Kurve (S_0) schneidet, etwa in Punkt O_x . Die LM-Kurve behält dabei ihre durch die anfängliche Rechtsverschiebung erreichte Position permanent bei. Bei teilweiser Lohnindexierung etabliert sich das neue Gleichgewicht zwischen den beiden Punkten O_f und O_x auf der nach unten verschobenen S-Kurve.

Der Wechselkurs besitzt in Verbindung mit dem Grad der Lohnindexierung ebenfalls Auswirkungen auf die Höhe der Auslandsverschuldung der kleinen Volkswirtschaft. Diese verändert sich entgegengesetzt zur Entwicklung des Außenbeitrags. Verbessert sich die Handelsbilanz, nimmt der Wert der in ausländischer Währung denominierten Verbindlichkeiten ab. Dieser Effekt verstärkt sich mit fallendem Lohnindexierungsgrad.

7.3 Die Asienkrise aus Sicht des Modells

7.3.1 Hochkonjunktur und Ausbruch der Währungs- und Finanzkrisen

Anfang der 1990er Jahre sorgten liberalisierte nationale Finanzsysteme in Verbindung mit schlecht ausgebauten Überwachungsmechanismen, Kreditlenkung sowie implizite oder explizite Ausfallgarantien auf Verbindlichkeiten der Finanzunternehmen für Fehlentwicklungen im Vorfeld der Krise. Dazu zählte ein Kreditvergabeboom, mit dessen Hilfe zunehmend auch Investitionen von geringer Profitabilität und hohem Risiko beispielsweise im Immobiliensektor oder an den Wertpapiermärkten finanziert wurden. Verstärkung bekam dieser Boom durch günstiges Kapital aus dem Ausland, das internationale Kapitalgeber auf der Suche nach hohen Renditen zunehmend in Emerging Markets investierten. Dadurch stieg der in ausländischer Währung denominierte Schuldenstand. Derartige Fehlentwicklungen auf mikroökonomischer Ebene lassen sich mit Hilfe des vorgestellten Modells nicht darstellen, wohl aber ihre makroökonomischen Konsequenzen: Die zunehmende Investitionstätigkeit führte zu einer Erhöhung der inländischen Absorption (A), was sich in hohen Wachstumsraten der Bruttoinlandsprodukte (Y) bemerkbar machte. Der Investitionsboom äußerte sich ebenfalls in inflationären Preissteigerungen bei Vermögenswerten (q) wie Aktien und Immobilien. Die einkommensinduzierte Verschlechterung der Leistungsbilanz konnte durch den Zufluß ausländischen Kapitals, der aufgrund hoher erwarteter Ertragsraten auf Sachkapital (η), die zusätzlichen Aufwärtstrieb für Y und q brachten, ausreichend groß war, finanziert werden. Diese Entwicklung vollzog sich bei fixen oder relativ stabilen nominalen Wechselkursen.

Darin lag ein weiterer, den Boom verstärkender Schwachpunkt. Die Wechselkursanbindung der einzelnen Krisenwährungen an den US-Dollar oder an Währungskörbe, in denen der US-Dollar ein hohes Gewicht besaß, erwies sich als vorteilhaft, solange der US-Dollar, insbesondere gegenüber dem japanischen Yen, schwach war. Die Staaten Ostasiens profitierten von der Situation, indem sich ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem sowohl großen Konkurrenten als auch wichtigen Handelspartner Japan verbesserte. Als sich jedoch ab 1995 die Stärke des

japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar sukzessive zurückbildete, sank die internationale Wettbewerbsfähigkeit. Die nominale und reale Aufwertung in Verbindung mit rückläufiger ausländischer Nachfrage nach Exporterzeugnissen der Krisenstaaten sorgten für eine Abschwächung der konjunkturellen Dynamik und ließen das hohe Leistungsbilanzdefizit Thailands in den Fokus der Investoren rücken. Folglich stieg die Risikoaversion bei ausländischen Kapitalgebern, die sich aus den Aktienmärkten in Thailand und Korea zurückzogen oder Darlehen mit zunehmend kurzfristigen Laufzeiten bereitstellten. Heimische Schuldner verzichteten dabei überwiegend auf eine Absicherung des Wechselkursrisikos, weil es bei den Fixkurs- oder Quasi-Fixkurssystemen vernachlässigbar schien. Die beschriebene Wechselkursproblematik läßt sich anhand des Modells über einen Umweg beschreiben, indem man den fixen Wechselkurs zum US-Dollar als flexiblen zum japanischen Yen interpretiert und berücksichtigt, daß in den hier untersuchten Krisenstaaten überwiegend Lohnindexierungsgrade nahe oder gleich null vorherrschten.⁶²⁴ Auf diese Weise führte die nominale und folglich reale Aufwertung zu einer Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits, sinkendem Inlandsprodukt und fallenden Preisen bei Vermögenswerten.

Die spekulative Blase an den Immobilien- und Wertpapiermärkten begann 1995 zuerst in Thailand an Volumen zu verlieren. Als Anfang 1997 die Währungskrise mit ersten Spekulationen gegen den thailändischen Baht einsetzte und die Zentralbank Währungsreserven verlor, stieg die Furcht vor einer bevorstehenden Abwertung, so daß Investoren immer mehr Kapital abzogen. Nachdem die Regierung nicht mehr in der Lage war, den fixen Wechselkurs zu verteidigen und die Freigabe am 2. Juli 1997 erfolgte, sorgte dieser Umstand wegen der nun einsetzenden Abwertung für einen starken Anstieg des Schuldenstands in heimischer Währung und damit für eine Erhöhung der Kreditkosten bei Finanzinstituten und Unternehmen sowie in Verbindung mit wachsender Risikoaversion bei in- und ausländischen Investoren für weiteren Kapitalabzug. Auf diese Weise wurde ein Kreislauf zwischen Abwertung und Verschlechterung der Stabilität des Finanzsektors, die über weitere Kapitalabflüsse wiederum zusätzlichen Druck auf den Wechselkurs erzeugte, in Bewegung gesetzt. Dieser Kreislauf verursachte schließlich Liquiditätsprobleme bei Banken und Unternehmen, so daß sich die Währungskrise zu einer Finanzkrise auswuchs.

Die Umkehrung der Kapitalzuflüsse läßt sich anhand des Modells indirekt veranschaulichen, indem die verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit und die gesunkene Weltnachfrage (Y^*) nach Exportgütern die Leistungsbilanz verschlechterten sowie die dadurch bedingte Abnahme der Währungsreserven Zweifel an der Stabilität des Wechselkurssystems aufkommen ließ und für eine Erhöhung der Risikoprämien α und β sorgte. Der steigende Inlandszins übte dann wieder negativen Einfluß auf Inlandseinkommen und Preise inländischer Vermögenstitel aus. Daraus ergaben sich in Verbindung mit einer sinkenden erwarteten Ertragsrate auf Sachkapital (η) weitere Kapitalabflüsse, so daß der fixe Wechselkurs wegen zu geringer Bestände an Währungsreserven letztlich nicht mehr haltbar war. Die Ursache für die folgende kräftige Abwertung läßt sich

⁶²⁴ Diese Annahme scheint plausibel, zumal die Reallöhne in allen hier untersuchten Staaten nach Ausbruch der
Fortsetzung: nächste Seite!

anhand des Modells nicht ermitteln, weil die Parameter α , β und η exogen bestimmt sind. Möglicherweise könnte zwischen den drei Parametern ein funktionaler Zusammenhang bestehen, so daß sie unter bestimmten Umständen einen sich selbst verstärkenden Mechanismus auslösen.

Was als Währungskrise in Thailand begann, erfaßte schließlich weite Teile Ostasiens, wobei Indonesien, Malaysia und Korea am schlimmsten betroffen wurden. Neben ähnlichen mikro- und makroökonomischen Voraussetzungen wie Thailand können dafür weitere Faktoren verantwortlich gemacht werden. Erstens verloren Nachbarländer, die als Konkurrenten auf dem Weltexportmarkt auftraten, durch die Abwertung in Thailand an Wettbewerbsfähigkeit. Zweitens brachen die innerasiatischen Exportmärkte weg, was im Modell mit fallendem Y^* umschrieben werden kann. Drittens paßten internationale Kapitalanleger ihre Risikoeinschätzungen in bezug auf Länder mit ähnlich gearteten Problemen wie Thailand an, was dazu führte, daß sie ihr Engagement allgemein in Emerging Markets - besonders in Ostasien - reduzierten.

Aus Sicht des Modells hätte es bei einer isolierten Betrachtung der kräftigen Abwertung unter Annahme eines nahe null liegenden Indexierungsgrads in allen vier Krisenstaaten zu einer sofortigen Verbesserung der Handelsbilanz und damit zu einer wirtschaftlichen Erholung mit positiver Wirkung auf den Aktienmarkt kommen müssen. Zumindest die Verbesserung der Handelsbilanz trat mit kurzer zeitlicher Verzögerung ein, weil die Importnachfrage aufgrund der beginnenden Rezessionen in der Region stärker einbrach als das Exportvolumen sank. Das heißt, die dämpfenden Effekte über Y und Y^* haben den positiven über E zunächst überwogen.⁶²⁵

Als Ursachen für die starke Kontraktion der Inlandsprodukte kommen sowohl modellendogene als auch –exogene Ursachen in Betracht. Modellexogen ist zunächst zu berücksichtigen, daß durch die Wechselkursfreigabe der Bestand an Auslandsschulden in heimischer Währung zunahm und somit die Zins- und Tilgungskosten stiegen. Da in- und ausländische Kapitalgeber die Bonität der inländischen Kreditnehmer zunehmend kritischer beurteilten, wurden bestehende Darlehen bei Fälligkeit selten verlängert und kaum neue vergeben. Folglich benötigten inländische Schuldner zur Tilgung Devisen, was die Wechselkurse zusätzlich unter Druck setzte und die Kreditkosten weiter erhöhte. Auf diese Weise kam es zu einer wechselkursinduzierten Verschlechterung des Verhältnisses zwischen Fremd- und Eigenkapital. Unter der Annahme, daß hoch verschuldete Unternehmen nicht oder kaum investieren können, ließe sich dann der Einbruch der Geschäfts- und Investitionstätigkeit beziehungsweise der gesamtwirtschaftlichen Absorption erklären.⁶²⁶ Dieser Sachverhalt könnte formal dargestellt werden, indem man den realen

Krise sanken. Vgl. Asian Development Bank, 2001.

⁶²⁵ Frühere empirische Studien haben ergeben, daß das Exportvolumen schneller auf Einkommenschwankungen in Abnehmerländern reagiert als auf Änderungen des realen Wechselkurses. Vgl. beispielsweise Möller/Jarchow, 1990; vgl. auch Döpke/Fischer, 1994. Einschränkend ist zu erwähnen, daß sich die genannten Untersuchungen auf die Entwicklung deutscher Exporte beschränken. Die Argumentation scheint aber im Zusammenhang mit der Asienkrise plausibel.

⁶²⁶ Erstmals haben *Bernanke* und *Gertler* die Verbindung zwischen Verschuldungsgrad und Investitionstätigkeit formalisiert. Vgl. Bernanke/Gertler, 1989.

Wechselkurs als Einflußgröße nicht nur der Handelsbilanz, sondern auch der inländischen Absorption betrachtet. Gleichung (7.1) nähme dann folgendes Aussehen an:

$$(7.1b) \quad Y = A \left(Y^+, i^-, q^+, \eta^-, \frac{Ep^*}{p} \right) + G + T \left(\frac{Ep^*}{p}, Y^-, Y^+ \right).$$

Das Modell behielte durch den Einsatz der Gleichung (7.1b) nur unter Annahmen seine Stabilitätseigenschaften, die der geschilderten Theorie widersprechen. Deshalb wurde darauf verzichtet.

Modellendogen ließe sich jedoch argumentieren, daß q durch den Verfall der Aktienkurse (p^s) Werte angenommen hatte, die Investitionen unattraktiv machten. Darüber hinaus sorgten steigende inländische Zinssätze für zunehmende Finanzierungskosten. Weitere modellendogene Ursachen liegen in der durchgeführten Wirtschaftspolitik zur Bewältigung der Währungs- und Finanzkrisen begründet. Diese werden im folgenden Abschnitt beleuchtet.

7.3.2 Strategien zur Überwindung der Krise

Um den Verlust an Währungsreserven zu stoppen, wandten sich Thailand, Indonesien und Korea mit Kreditgesuchen an den IWF. Für seine finanzielle Unterstützung forderte der Währungsfonds im Rahmen seiner Konditionalität erstens die Durchsetzung einer restriktiven Geldpolitik. Dazu zählten insbesondere die Drosselung des Geldmengenwachstums und höhere Leitzinsen. Die erste Vorgabe läßt sich im Rahmen des Modells anhand einer Reduzierung der heimischen Komponente der Geldmenge (H) mit den entsprechend negativen Auswirkungen auf Inlandseinkommen und Aktienkurs darstellen. Die Anhebung der Inlandszinssätze kann nur indirekt durch das Modell beschrieben werden, weil diese nach Gleichung (7.4) von den exogen bestimmten Risikoparametern α und β sowie dem Auslandszins (i^*) abhängen, und von der nationalen Zentralbank nicht beeinflußbar sind: Die Risikoprämien hatten nach Ausbruch der Währungs- und Finanzkrise in Ostasien sehr hohe Werte angenommen, so daß sich die Inlandszinssätze und damit auch die Leitzinsen zwangsläufig anpassen mußten, um weitere Kapitalabflüsse, die zusätzlichen Druck auf den nominalen Wechselkurs ausgeübt hätten, zu verhindern.⁶²⁷ Die Modellimplikationen im Zusammenhang mit einer Zinssatzerhöhung stimmen insofern mit den Erfahrungen aus der Asienkrise überein, als es in deren Folge erstens zu einer Kontraktion der Investitionstätigkeit und zweitens zu weiter fallenden Aktienkursen kam. Die steigenden Sätze konnten anfänglich jedoch nicht den Kapitalabfluß und damit den Verfall des nominalen Wechselkurses stoppen. Dieser Sachverhalt läßt sich nur modellexogen erklären: Die Risikoparameter

⁶²⁷ Beispielsweise ließen sich in Indonesien von Ende 1997 bis April 1998 hohe Marktzinssätze beobachten, obwohl die Zentralbank noch eine Niedrigzinspolitik betrieb, was die im Modell gemachten Annahmen über die Bildung des Marktzinssatzes stützt.

α und β könnten in den ersten Monaten der Krise wegen unklarer Verhältnisse in den Unternehmens- und Finanzsektoren derart hohe Werte angenommen haben, daß bei Gültigkeit der Gleichung (7.4) ein weitaus höherer Inlandszins erforderlich gewesen wäre. Zweitens stiegen mit jeder Zinserhöhung die Finanzierungsprobleme in den Finanz- und Unternehmenssektoren, so daß die erwartete Ertragsrate auf Sachkapital (η) weiter sank. Schließlich verhielten sich die Zentralbanken zögerlich bei der Umsetzung der IWF-Vorgaben.

Neben der restriktiven Geldpolitik, die ihrerseits dämpfend auf die inländische Produktion wirkte, forderte der IWF anfänglich zweitens eine Reduzierung der Staatsausgaben sowie eine Erhöhung der –einnahmen, um Haushaltsüberschüsse zu erzielen. Demzufolge wurde in den Hilfsprogrammen festgeschrieben, wichtige Steuern zu erhöhen beziehungsweise staatliche Investitionen zu kürzen, zu verschieben oder ganz zu stoppen. Dies bedeutete einen Nachfrageausfall der im Zusammenspiel mit Steuererhöhungen die soziale Situation vieler Inländer verschlechterte und für einen fortschreitenden Verfall der Aktienkurse sorgte. Diese in allen drei Ländern Ende 1997 Anfang 1998 zu beobachtende Entwicklung bestätigt die Implikationen des Modells, wobei Steuererhöhungen als Senkung der erwarteten Rendite auf Sachkapital (η) interpretiert werden können. Nachdem die Wirtschaftstätigkeit in den drei Krisenstaaten sehr rasch und unerwartet stark abgenommen hatte, die Proteste in der Bevölkerung gegen die Auflagen des IWF immer lauter wurden und soziale Unruhen zu eskalieren drohten, rückte der Währungsfonds im Frühjahr 1998 von seiner ursprünglichen Politik ab und gestattete den Regierungen zur Stimulierung der Wirtschaftstätigkeit, ihre Ausgaben zu erhöhen und dafür auch Haushaltsdefizite in Kauf zu nehmen.

Der dritte Hauptkomplex in den IWF-Hilfsprogrammen befaßte sich mit der Sanierung der Finanz- und Unternehmenssektoren. Dabei sollte in drei Stufen vorgegangen werden. Erstens waren nicht mehr lebensfähige Finanzinstitute schnellstmöglich zu isolieren und zu schließen. Auf der zweiten Stufe ging es um die Sanierung noch lebensfähiger Banken, indem diese von notleidenden Krediten zu befreien und mit neuem Kapital auszustatten waren. Die dritte Stufe umfaßte die Durchführung strukturpolitischer Reformen. Die Prozesse, insbesondere auf der ersten Stufe, offenbarten anfänglich viele Fehlentwicklungen der Boomjahre. Neben diesem Problem löste die Schließung von Finanzinstituten in Indonesien einen Bankansturm aus, weil Gläubiger ihr Vertrauen in das System verloren hatten und zunächst unklar blieb, ob und inwieweit der Staat für mögliche Verluste aufkommen würde. Daher wurde die beabsichtigte Verbesserung des Investorenvertrauens mit den Maßnahmen auf der ersten Stufe nicht erreicht, so daß weitere Nettokapitalabflüsse folgten. Erst als explizite Ausfallgarantien erteilt wurden, und Korea in Verhandlungen mit Gläubigern Anfang 1998 eine Umstrukturierung seiner externen Verbindlichkeiten gelang, konnten Kapitalabflüsse reduziert werden. In den Modellrahmen übersetzt, bedeutet dies eine Stabilisierung der erwarteten Ertragsraten auf Sachkapital auf niedrigem und der Risikoprämien auf hohem Niveau, so daß alle drei Programmstaaten 1998 eine tiefe Rezession durchschritten und die Wertpapiermärkte bis Mitte des Jahres eine Flaute erlebten.

Das Vorgehen auf den Stufen zwei und drei zeigte in Thailand und Korea 1998 Anfangserfolge. Die Risikoprämien begannen sukzessive zu sinken. Anfang 1999 setzte eine wirtschaftliche Erholung ein, die in ihrem Ausmaß ebenso stark war, wie der Abschwung im Jahr zuvor. Neben den bereits geschilderten landesspezifischen Gründen, trugen dazu auch die weltweite Konjunkturerholung (Y^*) und die aufgrund des Jahrtausendwechsel-Computerproblems enorme Nachfrage nach Elektronikprodukten der Krisenstaaten bei. Der Aufschwung wurde an den durch Erwartungen und Zinssenkungen getriebenen Aktienmärkten (q) offenbar bereits seit September 1998, nachdem die Kurse wegen der Krise in Rußland noch einmal eingebrochen waren, vorweggenommen (Abbildungen 1 bis 4 in Kapitel 3.1.1).

Obwohl die Regierung Malaysias bis zur Einführung der Kapitalverkehrskontrollen nahezu dieselbe Wirtschaftspolitik betrieb, wie sie der IWF im Rahmen seiner Konditionalität den Programmstaaten vorgab, konnten Nettokapitalabflüsse aus modellexogenen Gründen nicht gestoppt werden. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung verhängte Premierminister *Mahathir* am 1. September 1998 umfangreiche Kapitalverkehrskontrollen und kehrte gleichzeitig zu einem System fixer Wechselkurse zurück. Die ökonomische Entwicklung in Malaysia stellte sich in der Folgezeit überwiegend positiv dar. Die Leistungsbilanz verbesserte sich, unter anderem weil das Exportvolumen aufgrund einer realen Abwertung und gesteigener Nachfrage nach Elektronikprodukten wieder wuchs sowie das Importwachstum wegen der schwachen Inlandskonjunktur noch immer negativ ausfiel. Somit konnte sich auch der Bestand an Währungsreserven erholen. Die Zentralbank senkte ihre Leitzinsen. Im vierten Quartal fielen die quartalsmäßigen Wachstumsraten der privaten Absorption erstmals seit sechs Monaten wieder positiv aus. Auffällig ist auch, daß sich die Aktienkurse in Kuala Lumpur seit Einführung der Kontrollen kräftig zu erholen begannen. Diese Beobachtungen stützen die Modellimplikationen.

Durch die Revision des restriktiven fiskalpolitischen Kurses konnte die Regierung für einen starken Nachfrageimpuls sorgen, der dazu beitrug, den negativen Wachstumstrend des Inlandsprodukts in Malaysia zu stoppen. Auch hier setzte in 1999 eine kräftige Erholung ein. Darauf deuten ebenfalls die Ergebnisse des Modells hin. Allerdings hätte es modellgemäß zu einer Zinserhöhung kommen müssen. Diese blieb jedoch aus oder wurde durch die expansive Geldpolitik überdeckt.⁶²⁸ Interessant ist das vom Modell implizierte Crowding Out. In der Tat scheint es Anzeichen dafür zu geben, daß das für 2001 auf 1,5% bis 2% geschätzte Wachstum des malaysischen Inlandsprodukts überwiegend durch staatlichen Konsum oder Investitionen zustande kommen könnte.⁶²⁹

⁶²⁸ Für letztere Vermutung könnte die Beobachtung sprechen, daß die Zinssätze in Malaysia nicht so stark sanken, wie beispielsweise in Thailand ohne Kontrollen. Vgl. Jomo, S. 206 f.

⁶²⁹ Vgl. The New Straits Times Press, 2001, S. 1.

7.4 Modellimplikationen für die Lösung künftiger Währungs- und Finanzkrisen

Trotz der Einfachheit lassen sich anhand des Modells fünf Empfehlungen für die Bewältigung zukünftiger Währungs- und Finanzkrisen ableiten. Diese sollen im folgenden, ohne jedoch nochmals auf mögliche Probleme bei der praktischen Umsetzung einzugehen, genannt werden.

Erstens könnte das Modell darauf hindeuten, daß die Zentralbank zur Eindämmung der Nettokapitalabflüsse eine restriktive Geldpolitik betreiben sollte, um ihren Zins an den exogen gegebenen Marktsatz (Gleichung (7.4)) anzugleichen. Zweitens sprechen die Modellergebnisse gegen die Durchführung einer restriktiven Fiskalpolitik. Im Gegenteil sollten Regierungen zur Stützung der Konjunktur expansiv handeln, um die negativen Auswirkungen der Geldpolitik auf die private Absorption zumindest teilweise zu kompensieren. Drittens könnten Kapitalverkehrskontrollen eine wirksame Methode sein, Währungs- und Finanzkrisen zu bekämpfen, ohne restriktive geld- und fiskalpolitische Maßnahmen ergreifen zu müssen. In abgeschwächter Form ergäbe sich möglicherweise auch ein Argument für die Verkündung von Zahlungsmoratorien.

Viertens liefert das Modell in bezug auf die Strukturpolitik keine Hinweise darauf, daß die im Rahmen der IWF-Hilfsprogramme geforderten Notfallmaßnahmen für die Krisenbewältigung hilfreich gewesen sein könnten. Da die Risikoparameter und die erwartete Ertragsrate auf Sachkapital exogen bestimmt sind, läßt sich zu den möglichen Auswirkungen der Konditionalität auf diese Größen auf Grundlage des Modells jedoch keine Aussage treffen. Gleiches gilt für die Finanzhilfen des IWF und anderer Kapitalgeber. Sie ergänzen den Bestand an Währungsreserven der betroffenen Volkswirtschaft. Falls Gleichung (7.4) zumindest zeitweilig nicht gilt, was im Rahmen von Währungs- und Finanzkrisen plausibel scheint, trügen die Gelder lediglich zur Finanzierung des Kapitalexports bei. Das hieße fünftens, wenn die Hilfgelder die Risikoparameter positiv beeinflussen können sollen, was, wie bereits erläutert, im Rahmen des Modells unklar bleibt, müßte der IWF möglicherweise die Fähigkeit besitzen, im Notfall auch als Lender of last Resort zu fungieren.

8 Schlußbetrachtung

Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit war die Währungs- und Finanzkrise in Asien unter besonderer Berücksichtigung der Rolle des IWF. Die Analyse umfaßte drei Hauptschritte. Erstens wurde zu ergründen versucht, welche Faktoren ursächlich für den Ausbruch und die Tiefe der Asienkrise gewesen sein könnten. Die Auswertung der zur Verfügung stehenden Informationen ließ den Schluß zu, daß, neben einer Vielzahl nationaler und internationaler Faktoren, insbesondere die Deregulierung der heimischen und globalen Finanzmärkte in den 1980er und frühen 1990er Jahren eine erhöhte Anfälligkeit der hier untersuchten Volkswirtschaften für externe Schocks, wie beispielsweise Erwartungsänderungen bei Investoren, hervorriefen, weil versäumt wurde, die Finanzmarktöffnung durch geeignete regulatorische Rahmenbedingungen zu flankieren oder sie, wenn doch vorhanden, mit Nachdruck anzuwenden. Unter anderem die positive wirtschaftliche Entwicklung und ein Mangel an Transparenz konnten diese Schwächen in der ersten Hälfte der 1990er Jahre noch überdecken. 1995 begann der japanische Yen, von einem historischen Tiefstand kommend, gegenüber dem US-Dollar, an den die Währungen der hier untersuchten Krisenstaaten überwiegend gebunden waren, abzuwerten. Unter anderem dadurch sank ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit im Außenhandel. Als darüber hinaus die spekulativen Blasen in den Immobilien- und Aktienmärkten Thailands allmählich an Volumen verloren und wirtschaftliche Prognosen eine Verlangsamung des kräftigen Wachstums vergangener Jahre andeuteten, rückten das nicht unerhebliche Leistungsbilanzdefizit und die im Vergleich zu den Währungsreserven hohen Auslandsverbindlichkeiten in den Fokus der Investoren, so daß der fixe Wechselkurs immer öfter in Frage gestellt wurde. Daraufhin setzten spekulative Angriffe auf die Währung ein, die schließlich nicht mehr abgewehrt werden konnten. Die Freigabe des Wechselkurses ließ Investoren ihre Erwartungen, unter anderem wegen der Verflechtungen und Konkurrenzsituation im Außenhandel, auch in bezug auf andere Staaten Ostasiens revidieren, so daß sie innerhalb kurzer Zeit Kapital aus der gesamten Region abzogen. Zu den am stärksten betroffenen Ländern zählten neben Thailand auch Indonesien, Malaysia und Korea, deren nationale Finanz- und Unternehmenssektoren ähnliche Schwächen aufwiesen. Nach anfänglichen Versuchen, die Doppelkrise selbständig zu lösen, wandten sich Thailand, Indonesien und Korea mit Hilfsgesuchen an den IWF, während Malaysia Kapitalverkehrskontrollen errichtete.

Diese beiden Krisenbewältigungsstrategien wurden in einem zweiten Schritt unter Berücksichtigung der Ergebnisse der Ursachenanalyse und der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung auf ihre Wirksamkeit hin untersucht. Die Strategie des IWF basierte anfänglich auf der Durchführung einer restriktiven Geld- und Fiskalpolitik sowie der Umsetzung struktureller Reformen, vorwiegend mit dem Ziel, das Vertrauen ausländischer Investoren wieder herzustellen, um den Umfang der Kapitalabflüsse zu verringern. Die weitere unmittelbare Entwicklung zeigte jedoch, daß sich dieses Ziel zunächst nicht erfüllte. Eine erste Beruhigung der Kapitalströme und Wechselkurse trat erst im Januar 1998 ein, als in Korea eine Umschuldung kurzfristig fällig werdender privater Auslandsschulden gelang und in allen drei Ländern umfassende Ausfallgarantien für Verbindlichkeiten der Finanzinstitute erteilt wurden. Während sich die Situationen an den Finanzmärkten

Thailands und Koreas zu entspannen begannen, verzögerte sich die Stabilisierung in Indonesien bis Mitte 1998, unter anderem wegen innenpolitischer Probleme, anfänglicher Komplikationen bei der Umsetzung der Konditionalität sowie der Zurückhaltung *Subartos*, Teile der Vorgaben des IWF-Hilfsprogramms umzusetzen.

Alle drei Krisenstaaten durchlebten 1998 eine tiefe Rezession. Ob und inwieweit die vom IWF verlangte restriktive Geldpolitik über einen Credit Crunch dazu beigetragen hat, ließ sich nicht eindeutig ermitteln. Allerdings könnte die Fiskalpolitik anfänglich zu restriktiv ausgefallen sein, was auch der IWF zumindest indirekt eingestand, als er im Frühjahr 1998 von dieser Strategie abließ. Möglicherweise lag in diesem Politikwechsel eine Ursache für die kräftige, nachfrageinduzierte wirtschaftliche Erholung in 1999. Für die unterschiedlich hohen Wachstumsraten sowohl im Ab- als auch im Aufschwung könnten unter anderem der Umfang der strukturellen Schwächen und das Ausmaß der Umsetzung diesbezüglicher, vom IWF auferlegter Reformen verantwortlich gewesen sein. Hier machte Korea die größten und Indonesien die geringsten Fortschritte. Allerdings wurden bei der Analyse auch negative Aspekte der strukturellen Vorgaben identifiziert, die möglicherweise für eine zurückhaltende Umsetzung der Konditionalität sorgten. Erstens stellte der IWF in Teilbereichen unnötige, weil kaum in Zusammenhang mit den Krisenursachen stehende Forderungen an die Regierungen. Zweitens deutete die Entwicklung darauf, daß die Durchsetzung tiefgreifender struktureller Maßnahmen länger dauern kann als die Laufzeit einer Bereitschaftskreditvereinbarung, weil in der Gesellschaft, insbesondere bei einflußreichen Bevölkerungsschichten, oftmals erst Umdenkprozesse stattfinden und politische Widerstände gebrochen werden müssen.

In bezug auf Malaysia ergab die Analyse, daß die Regierung dort bis zur Einführung der Kapitalverkehrskontrollen mit gleichzeitiger Fixierung des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar im wesentlichen die gleiche geld-, fiskal- und strukturpolitische Strategie verfolgte, wie sie der IWF den Programmstaaten auferlegte. Sie war damit jedoch nicht in der Lage, die Kapitalabflüsse soweit zu reduzieren, daß sie von den Leistungsbilanzüberschüssen hätten kompensiert werden können, so daß sich der Bestand an Währungsreserven nicht erholen konnte. Dies lag neben anderen Gründen an bestehenden Arbitragemöglichkeiten, politischer Unsicherheit und möglicherweise auch an fehlender internationaler „Absegnung“ der Wirtschaftspolitik, wie sie beispielsweise der IWF über seine Hilfsprogramme erteilt. Auch die nach Einführung der Kontrollen durchgeführte Wirtschaftspolitik ähnelte den Vorgaben des Währungsfonds für die Programmstaaten. Inwieweit die Kapitalverkehrskontrollen zu dem wirtschaftlichen Wiederaufschwung in Malaysia beigetragen haben könnten, ließ sich nicht eindeutig klären, zumal sich die gesamte Region erholte und die Kontrollen bereits fünf Monate nach ihrer Einführung wieder gelockert wurden. Letzteres geschah vorwiegend mit dem Ziel, ausländische Direktinvestitionen anzuregen, was jedoch bis Ende 2001 nicht in dem Maß gelungen war wie in Korea oder Thailand. Möglicherweise liegt hier ein Hinweis dafür, daß Kapitalabflußkontrollen das Investorenvertrauen in die Wirtschaftspolitik eines Landes auch über die akute Krisenperiode hinaus negativ beeinflussen.

Auf diesen Erkenntnissen aufbauend, wurden in einem dritten Schritt bisherige Vorschläge zur effizienteren Gestaltung der Krisenbewältigung und Verringerung unerwünschter Nebeneffekte auf ihre Durchführbarkeit geprüft und neue entwickelt. Dabei stellte sich zunächst heraus, daß die Errichtung von Zahlungsmoratorien – und damit in letzter Konsequenz auch von Kapitalverkehrscontrollen - eine geeignete Möglichkeit sein kann, Kapitalabflüsse zu reduzieren. Allerdings sollte diese Option nicht standardisiert und auch nicht explizit durch den IWF gebilligt werden, um privaten Kapitalgebern nicht die Gelegenheit zu bieten, sich auf diesen Fall im Vorfeld bereits mit Abwehrmaßnahmen einzustellen. In bezug auf die Beteiligung des privaten Sektors an den Kosten der Krisenbewältigung hat sich herausgestellt, daß diese zwar weiterhin angestrebt werden sollte. Jedoch ist sie bisher oftmals nur mit Zugeständnissen erreichbar gewesen. Gegenwärtig spricht wenig dafür, daß sich daran über Einzelfälle hinaus etwas ändern könnte, weil private Wirtschaftssubjekte auch künftig versuchen werden, Umgehungsstrategien zu entwickeln.

Die Analyse ergab darüber hinaus, daß die globale Durchsetzung einer Ex-ante-Konditionalität sowie die Bindung finanzieller Mittel daran dauerhaft nicht zeitkonsistent sein kann. Unter anderem daraus wurde geschlossen, daß die Konditionalität auch weiterhin Bestandteil der IWF-Hilfsprogramme zur Bewältigung von Währungs- und Finanzkrisen bleiben sollte. Jedoch sollte sie sich auf geld-, fiskal- und finanzsektorpolitische Vorgaben beschränken und die Beseitigung möglicher Probleme im Unternehmenssektor den Entwicklungsbanken übertragen werden, sowohl um die Kapazitäten des IWF nicht zu überfordern als auch einer unnötigen Kompetenzerweiterung entgegenzuwirken. Damit direkt verbunden, scheint bezüglich der Strukturpolitik eine Beschränkung auf die Durchsetzung weltweit anerkannter Mindeststandards beziehungsweise regulatorischer Rahmenbedingungen ratsam, weil dem Währungsfonds die nötige fachliche Kompetenz für mikroökonomische Fragestellungen fehlt und innerhalb der kurzen Verhandlungsdauer über Hilfsprogramme kaum hinreichende Einblicke in derartige Sachverhalte gewonnen werden können. Auf diese Weise ließen sich schädigende Vorgaben im Rahmen der Konditionalität, wie beispielsweise die Schließung der Banken in Indonesien, zukünftig weitgehend verhindern. Da die Errichtung solcher Rahmenbedingungen oftmals mehr Zeit in Anspruch nimmt, als eine Bereitschaftskreditvereinbarung dauert, sollte der IWF hier keine Leistungskriterien formulieren, damit die Auszahlung von Teilkrediten aufgrund einer möglichen Nichterfüllung nicht gefährdet werden kann. Um die Implementierung dennoch zu erreichen, müßte ein neues Anreizsystem geschaffen werden. Als Grundlage könnten sich die Kreditzinsen anbieten, weil sie dem IWF über den Zeitpunkt der Auszahlung des letzten Teilkredits hinaus eine wirtschaftspolitische Einflußnahme eröffnen. Darauf aufbauend wurde ein Verfahren entwickelt, bei dem sich ein anfänglicher „Strafzins“, mit der Erfüllung jeder einzelnen, die Finanzsektorpolitik betreffenden Vorgabe progressiv und rückwirkend ermäßigt, bis er bei vollständiger Umsetzung der Konditionalität in diesem Bereich unterhalb des Durchschnitts der kurzfristigen Zinsen in den G-5 liegt. Dadurch bekäme die Regierung des Krisenlandes einen finanziellen Anreiz sowie ausreichend Zeit und politischen Freiraum, auch einschneidende strukturelle Reformen umzusetzen. Insofern sollte der IWF die Laufzeit seiner Kredite nicht weiter verkürzen.

Die eigenen Reformbemühungen des IWF konzentrieren sich gegenwärtig auf die Idee, ein internationales Insolvenzrecht zu etablieren. Insbesondere seine Erste Stellvertretende Geschäftsführende Direktorin, *Anne Krueger*, hatte dazu eine breit angelegte Diskussion unter Politikern und Wissenschaftlern angestoßen, die im Rahmen der gemeinsamen Frühjahrstagung mit der Weltbank im April 2002 einen ersten Höhepunkt erreichte. Ein solches Insolvenzrecht könnte dazu beitragen, Ländern, wie beispielsweise Argentinien, die Last ihrer Auslandsverbindlichkeiten zu erleichtern. Allerdings zeichnet sich bereits ab, daß die Verhandlungen über eine dafür erforderliche Änderung des IWF-Übereinkommens mehrere Jahre dauern werden, wobei die Erfolgsaussichten gegenwärtig noch nicht abschätzbar sind.⁶³⁰ Möglicherweise könnten die hier vorgestellten Verbesserungsvorschläge auf einfacherem Wege beitragen, Argentinien aus seiner Situation zu befreien, indem die Regierung erstens eine Umschuldung staatlicher Verbindlichkeiten hoheitlich anordnet. Die damit verbundenen hohen politischen und wirtschaftlichen Kosten ließen sich in einem zweiten Schritt möglicherweise dadurch senken, daß die Regierung, geleitet durch ein IWF-Hilfsprogramm, gemäß dem neu vorgestellten Anreizsystem über einen längerfristig angelegten Prozeß Reformen einleitet, die eine derartige Überschuldung zukünftig verhindern helfen. Auf diese Weise könnte das Vertrauen der Investoren sukzessive wieder zurückgewonnen werden. Ob das Verfahren die gewünschten Effekte erzielt, kann nur die Praxis zeigen. Zumindest aber hätte der IWF eine Option, neue Wege zur Bewältigung von Währungs- und Finanzkrisen zu gehen, ohne langwierige Verhandlungen über eine Satzungsänderung mit seinen Mitgliedsländern führen zu müssen.

⁶³⁰ Vgl. International Monetary Fund, 2002, S. 2.

Anhang

I Quoten und Stimmrechtsanteile der IWF-Mitgliedstaaten

Quoten¹, Quotenanteile und Stimmrechtsanteile der IWF-Mitgliedstaaten			
Land/Ländergruppe³	Quoten in Mio. SZR⁴	Quotenanteile in % des Quotenpools	Stimmrechtsanteile in % des Stimmrechtspools
Industrieländer			
darunter:			
USA	37.149,3	17,49	17,35
Japan	13.312,8	6,27	6,23
Deutschland	13.008,2	6,12	6,08
Frankreich	10.738,5	5,06	5,02
Großbritannien	10.738,5	5,06	5,02
Italien	7.055,5	3,32	3,31
Kanada	6.369,2	3,00	2,98
Niederlande	5.162,4	2,43	2,42
Belgien	4.605,2	2,17	2,16
Schweiz	3.458,5	1,63	1,63
Australien	3.236,4	1,52	1,52
Spanien	3.048,9	1,44	1,43
Schweden	2.395,5	1,13	1,13
Österreich	1.872,3	0,88	0,89
Norwegen	1.671,7	0,79	0,79
Dänemark	1.642,8	0,77	0,78
Südkorea	1.633,6	0,77	0,77
Finnland	1.263,8	0,59	0,60
Israel	928,2	0,44	0,44
Neu Seeland	894,6	0,42	0,43
Portugal	867,4	0,41	0,42
Singapur	862,5	0,41	0,41
Irland	838,4	0,39	0,40
Griechenland	823	0,39	0,40
Luxemburg	279,1	0,13	0,14
Zypern	139,6	0,07	0,08
Island	117,6	0,06	0,07
San Marino	17,0	0,01	0,02
Insgesamt (28 Länder)	134.130,5	63,17	62,92
darunter:			
Siebenergruppe (G7)	98.372,0	46,32	45,99
EU-Länder	64.339,5	30,29	30,20
Euroland	49.562,7	23,33	23,27
Entwicklungsländer			
darunter:			
Afrika (51 Länder)	11.256,1	5,296	5,620
Asien (28 Länder)	19.383,7	9,112	9,250
Indonesien	2.079,3	0,980	0,970
Malaysia	1.486,6	0,700	0,700
Thailand	1.081,9	0,510	0,510
Mittlerer Osten Malta und Türkei (16 Länder)	15.616,3	7,340	7,390
Westliche Hemisphäre (32 Länder)	15.912,7	7,482	7,720
Insgesamt (127 Länder)	62.168,8	29,230	29,980
Länder mit ehemaliger Planwirtschaft			
darunter:			
Mittel- und Osteuropa (15 Länder)	6.942,0	3,260	3,380
Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (13 Länder)	9.173,6	4,320	4,390
Rußland	5.945,4	2,800	2,760
Insgesamt (28 Länder)	16.115,6	7,580	7,770
Alle 183 Länder	212.414,9	100²	100²

¹ Die letzte Quotenerhöhung fand am 22.01.1999 statt. ² Durch Rundungen stimmen diese Werte auf den Nachkommastellen nicht mit den Summen der Einzelwerte überein. ³ Die Einteilung der Länder entspricht der Kategorisierung, wie sie der IWF in seinen Publikationen vornimmt. ⁴ Ein Sonderziehungsrecht entspricht etwa 1,30 US-Dollar; Quelle: International Monetary Fund: IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Governors, Washington, DC 2001, online in URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.htm> (Stand: 17.11.2001), 10 Seiten; eigene Berechnungen.

II Übersicht über Malaysias Kapitalverkehrskontrollen

Malysias Wechselkurs- und Kapitalverkehrskontrollen	
1. September 1998:	
a) Leistungsbilanztransaktionen:	
<ul style="list-style-type: none">• Im- und Exporte von Gütern und Dienstleistungen sind in ihrer Höhe unbegrenzt, aber in ausländischer Währung abzuwickeln. Einnahmen aus Exportgeschäften sind in Ringgit umzutauschen oder auf autorisierten Konten bei nationalen Finanzinstituten zu deponieren.• In- und ausländische Reisende dürfen Ringgit-Banknoten im Gesamtwert von bis zu 1.000 Ringgit ausführen. Beide dürfen unbegrenzt Auslandswährung einführen. Jedoch dürfen Inländer Devisen nur im Gegenwert bis zu 10.000 Ringgit außer Landes bringen. Nicht in Malaysia wohnende Reisende dürfen höchstens so viel Devisen ausführen, wie sie eingeführt haben.• Überschreiten Reisende diese Beträge oder sind diese Beträge nicht zu Reisezwecken gedacht, ist eine behördliche Genehmigung erforderlich.	
b) Kapitalbilanztransaktionen:	
<ul style="list-style-type: none">• Alle Ringgit-Gelder außerhalb des Geltungsbereichs der nationalen Zentralbank sind bis zum 1. Oktober 1998 zurückzuführen. Malaysische Aktien dürfen nur noch gehandelt werden, wenn sie an der Kuala Lumpur Stock Exchange oder anderen von der Regierung autorisierten Handelsplätzen registriert sind. Der Handel von Ringgit-Vermögensstücken darf ebenfalls nur durch von der Regierung autorisierten Finanzinstituten durchgeführt werden und ist außerhalb des Geltungsbereichs der Zentralbank verboten.• Kapital aus ausländischen Direktinvestitionen in Malaysia, inklusive daraus entstehende Gewinne und Dividenden können ohne Restriktionen abgezogen werden.• Auslandsinvestitionen von Inländern, gleich welcher Art, sind ab 10.000 Ringgit genehmigungspflichtig (zuvor nur dann, wenn das investierende Unternehmen im Inland verschuldet war).• Inländer dürfen Auslandskredite im Gegenwert bis 5 Mio. Ringgit ohne vorherige Genehmigung - darüber hinaus nur mit Genehmigung – aufnehmen.• Kreditaufnahme in heimischer Währung bei nicht im Inland ansässigen Darlehensgebern ist verboten.• Heimische Geschäftsbanken dürfen Kredite in Auslandswährung unbegrenzt sowie in heimischer Währung bis zu bestimmten Obergrenzen an Ausländer mit Sitz im Inland vergeben, sofern sie nicht für Immobiliengeschäfte in Malaysia bestimmt sind. Die Vergabe von Ringgit-Krediten an nicht im Inland ansässige Banken oder Wertpapierhandelsunternehmen ist verboten (war zuvor limitiert).• Der Umtausch von Ringgit in Devisen ist für Ausländer genehmigungspflichtig, sofern die Gelder nicht dem Kauf von Ringgit-Vermögensgegenständen oder der Rückführung von Gewinnen, Dividenden und Zinseinkünften dient.• Ausländische Portfolioinvestoren müssen ihr eingesetztes Kapital sowie daraus entstandene Erlöse mindestens zwölf Monate in Malaysia belassen. Davon nicht betroffen sind Zinszahlungen, Dividenden, Gebühren und Honorare.• Der Wechselkurs wird auf 3,80 Ringgit für einen US-Dollar fixiert.• Alle sich im Ausland befindlichen Ringgit-Währungsbestände sind bis zum 30. September 1998 zurückzuführen; danach ist eine ausdrückliche Genehmigung der Zentralbank erforderlich. Der Transfer von Kapital zwischen ausländischen Konten bedarf ebenfalls einer vorherigen Zustimmung der Zentralbank (war zuvor ohne Einschränkungen möglich);• Verbot des Swap-Handels.	
15. Februar 1999:	Das zwölfmonatige Repatriierungsverbot für Portfoliakapital wird zugunsten eines Systems abgestufter Kapitalausfuhrsteuern ersetzt.
<ul style="list-style-type: none">• Die Rückführung des in Wertpapiere und Finanzinstrumente investierten Kapitals, das vor dem 15. Februar 1999 eingeführt wurde, wird je nach Verweildauer in Malaysia mit	

einer Steuer in Höhe von 30%, 20% oder 10% belegt. Kapital, das länger als zwölf Monate im Inland angelegt wurde, bleibt steuerfrei.

- Ebenfalls gilt ein System mit abgestuften Sätzen für die Rückführung von Gewinnen aus Portfolioinvestitionen (außer Dividenden und Zinseinkünften sowie Investitionen in Immobilien), die nach dem 15. Februar 1999 realisiert wurden: Eine Ausfuhrsteuer von 30%, falls die Repatriierung weniger als zwölf Monate nach dem Investitionsbeginn stattfindet und 10% im Fall von mehr als zwölf Monaten. Die Rückführung von Kapital, das nach dem 15. Februar 1999 in Malaysia investiert wurde, bleibt steuerfrei.

18. Februar 1999: Die Rückführung von Geldern, die im Zusammenhang mit Immobilieninvestitionen stehen, bleiben steuerfrei.

5. April 1999: Die Rückführung von Wertpapierinvestitionen an der MESDAQ (malaysische Börse für Aktien von Technologie- und Wachstumsunternehmen) werden von den am 15. Februar 1999 beschlossenen Steuern befreit.

21. September 1999: Die Kapitalausfuhrsteuer wird auf einheitlich 10% für die oben genannten Fälle festgelegt.

2. Mai 2001: Abschaffung der Kapitalausfuhrsteuer.

3. Mai 2001: Vollständige Öffnung des malaysischen Immobilienmarkts für ausländische Investoren

Quelle: Bank Negara Malaysia, 2001.

III Mathematischer Anhang zu Kapitel 7

(a) Stabilitätsüberlegung für ein System fixer Wechselkurse

Solange die Gleichgewichtszustände auf den einzelnen Teilmärkten noch nicht hergestellt sind, sei die Entwicklung der drei endogenen Variablen Y , q und R in Abhängigkeit von der Zeit (t) wie folgt beschrieben:

$$(A1) \quad \frac{dY}{dt} = -\lambda_1 [Y - A(Y, i, q, \eta) - T(Y, Y^*)]$$

$$(A2) \quad \frac{dq}{dt} = -\lambda_2 [qK - S(i, q, \eta, Y, Y^*)] \quad \text{mit } q = p^s,$$

$$(A3) \quad \frac{dR}{dt} = \lambda_3 [L(i, Y) - H - R]$$

Dabei stellen λ_1 , λ_2 , λ_3 Parameter mit positiven Werten dar, die die jeweilige Anpassungsgeschwindigkeit symbolisieren. Die Gleichungen (A1') und (A2') besagen, daß Überschubangebote auf dem Güter- und Aktienmarkt eine Verringerung des Inlandsprodukts beziehungsweise des realen Aktienkurses bewirken. Eine Überschubnachfrage auf dem Geldmarkt führt zur Erhöhung der Devisenreserven, da die Zentralbank zur Vermeidung einer Aufwertung heimische Währung gegen ausländische verkauft. Diesen Zusammenhang verdeutlicht Gleichung (A3').

Im Gleichgewicht gilt $dY/dt = dq/dt = dR/dt = 0$. Die Linearisierung dieser Funktionen in der Nähe des simultanen Gleichgewichts ergibt mittels Taylor-Approximation erster Ordnung die Matrix J' mit den partiellen Ableitungen von dY/dt , dq/dt , dR/dt :

$$J' = \begin{bmatrix} -\lambda_1 \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right) & \lambda_1 \frac{\partial A}{\partial q} & 0 \\ \lambda_2 \frac{\partial S}{\partial Y} & \lambda_2 \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) & 0 \\ \lambda_3 \frac{\partial L}{\partial Y} & 0 & -\lambda_3 \end{bmatrix}$$

Die Stabilität eines lokalen Gleichgewichts in diesem System ist gewährleistet, wenn zwei⁶³¹ Bedingungen erfüllt sind: Erstens muß die Spur von J' ($sp J'$) kleiner null sein.

$$sp J' = -\lambda_1 \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right) + \lambda_2 \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - \lambda_3 < 0.$$

⁶³¹ Vgl. beispielsweise McCafferty, 1990, S. 135.

Diese Bedingung ist erfüllt, sofern für die marginale Absorptionsquote $0 \leq \partial A / \partial Y \leq 1$ gilt. Die zweite Bedingung erfordert, daß die Determinante von J' ($\det J'$) ebenfalls einen Wert kleiner null besitzt:

$$\begin{aligned} \det J' &= -\lambda_3 \left[-\lambda_1 \lambda_2 \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right) \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - \lambda_1 \lambda_2 \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial Y} \right] < 0 \\ &= \lambda_1 \lambda_2 \lambda_3 \left[\left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right) \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) + \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial Y} \right] < 0 \\ &\text{bzw.} \\ (A4') \quad Z' &= \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right) \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) + \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial Y} < 0 \end{aligned}$$

Die zweite Bedingung läßt sich nur erfüllen, wenn Z' einen Wert kleiner null annimmt. Da in diesem Modell die Stabilität des Gleichgewichts vorausgesetzt ist, wird die Erfüllung der Ungleichung (A4') postuliert. In diesem Fall ist die Steigung der IS-Kurve größer als die der S-Kurve.

(b) Stabilitätsüberlegung für ein System flexibler Wechselkurse

Im Ungleichgewicht seien die Änderungen der endogenen Variablen Y , q und E in einem System flexibler Wechselkurse durch die folgenden Differentialgleichungen beschrieben:

$$\begin{aligned} (A1) \quad \frac{dY}{dt} &= -\varphi_1 \left[Y - A(Y, i, q, \eta) - T \left(\frac{E}{p}, Y, Y^* \right) \right] \\ (A2) \quad \frac{dq}{dt} &= -\varphi_2 [qK - S(i, q, \eta, Y, Y^*)] \\ (A3) \quad \frac{dE}{dt} &= -\varphi_3 [pL(i, Y) - H - R] \end{aligned}$$

Dabei stellen die Parameter φ_1 , φ_2 , $\varphi_3 > 0$ auch hier die jeweilige Anpassungsgeschwindigkeit an das Gleichgewicht auf dem jeweiligen Markt dar. Für die Gleichungen (A1) und (A2) gelten die Überlegungen zu (A1') und (A2') entsprechend. Nach (A3) führt eine Überschufnachfrage auf dem Geldmarkt zu einer Aufwertung beziehungsweise einem sinkenden Wechselkurs.

Die Linearisierung der Funktionen (A1) bis (A3) in der Nähe des simultanen Gleichgewichts ergibt mittels Taylor-Approximation erster Ordnung die für Stabilität maßgebliche Matrix J mit den partiellen Ableitungen von dY/dt , dq/dt , dE/dt :

$$J = \begin{bmatrix} -\varphi_1 \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right) & \varphi_1 \frac{\partial A}{\partial q} & \varphi_1 \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p} \right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}} \\ \varphi_2 \frac{\partial S}{\partial Y} & \varphi_2 \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) & 0 \\ -\varphi_3 p \frac{\partial L}{\partial Y} & 0 & -\varphi_3 \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} L \end{bmatrix}$$

mit $\frac{\partial \left(\frac{E}{p} \right)}{\partial E} = \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}}$ und $\frac{\partial p}{\partial E} = \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}}$.

Für diese Matrix gelten die gleichen Stabilitätsanforderungen wie im Fall fixer Wechselkurse:

$$sp J = -\varphi_1 \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right) + \varphi_2 \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - \varphi_3 \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} L < 0$$

Die Bedingung bezüglich der Spur ist auch hier erfüllt, sofern für die marginale Absorptionsquote $0 \leq \partial A / \partial Y \leq 1$ gilt.

$$\begin{aligned} \det J &= \varphi_1 \varphi_2 \varphi_3 p \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p} \right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}} + \varphi_1 \varphi_2 \varphi_3 \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} LZ' < 0 \\ &= \varphi_1 \varphi_2 \varphi_3 \left[p \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p} \right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}} + \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} LZ' \right] < 0 \end{aligned}$$

Die Determinante nimmt genau dann einen Wert kleiner null an, wenn

$$(A4) \quad Z = -p \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p} \right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}} - \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} LZ' > 0$$

gilt. Dieser Fall tritt ein, sofern $Z' < 0$, was im Zusammenhang mit der Stabilitätsanalyse im System fixer Wechselkurse bereits postuliert wurde.

Z kann je nach Höhe des Lohnindexierungsgrads (τ) drei verschiedene Formen annehmen. Da diese im Anhang III (d) im Zusammenhang mit einem System flexibler Wechselkurse von Bedeutung sind, soll an dieser Stelle folgende Unterscheidung getroffen werden:

$$Z_0 = -p \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p} \right)} > 0, \quad \text{falls } \tau = 0$$

$$Z = -p \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p} \right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}} - \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} LZ > 0, \quad \text{falls } 0 < \tau < 1$$

$$Z_1 = -LZ' > 0, \quad \text{falls } \tau = 1$$

(c) Anpassungsreaktionen in einem System fixer Wechselkurse

Im folgenden werden die in Kapitel 7.2.1 graphisch analysierten Reaktionen der endogenen Variablen auf geld- und fiskalpolitische Maßnahmen sowie exogene Störungen für ein System fixer Wechselkurse mathematisch hergeleitet.

Differenziert man die Gleichungen (7.1a) bis (7.3a) total nach ihren endogenen Variablen Y , q und R sowie nach ihren exogenen G , H , i , η und Y^* , so ergibt sich nach entsprechender Umformung in Matrixschreibweise das folgende System (B1'):

$$(B1') \begin{bmatrix} \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right) & -\frac{\partial A}{\partial q} & 0 \\ \frac{\partial L}{\partial Y} & 0 & -1 \\ \frac{\partial S}{\partial Y} & \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dY \\ dq \\ dR \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} dG + \frac{\partial A}{\partial \eta} d\eta + \frac{\partial A}{\partial i} di + \frac{\partial T}{\partial Y^*} dY^* \\ dH - \frac{\partial L}{\partial i} di \\ -\left(\frac{\partial S}{\partial \eta} d\eta + \frac{\partial S}{\partial i} di + \frac{\partial S}{\partial Y^*} dY^* \right) \end{bmatrix}$$

Unter Verwendung von (B1') ergeben sich die Reaktionen der endogenen Variablen auf Änderungen der exogenen wie folgt:

$$\frac{dY}{dH} = 0, \quad \frac{dY}{dG} = \frac{\frac{\partial S}{\partial q} - K}{Z'} > 0, \quad \frac{dY}{d\eta} = \frac{\frac{\partial A}{\partial \eta} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial \eta}}{Z'} > 0,$$

$$\frac{dY}{di} = \frac{\frac{\partial A}{\partial i} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial i}}{Z'} < 0; \quad \frac{dY}{dY^*} = \frac{\frac{\partial T}{\partial Y^*} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial Y^*}}{Z'} > 0$$

$$\frac{dq}{dH} = 0, \quad \frac{dq}{dG} = -\frac{\frac{\partial S}{\partial Y}}{Z'} > 0, \quad \frac{dq}{d\eta} = -\frac{\frac{\partial A}{\partial \eta} \frac{\partial S}{\partial Y} + \frac{\partial S}{\partial \eta} \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right)}{Z'} > 0,$$

$$\frac{dq}{di} = -\frac{\frac{\partial A}{\partial i} \frac{\partial S}{\partial Y} + \frac{\partial S}{\partial i} \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right)}{Z'} < 0; \quad \frac{dq}{dY^*} = -\frac{\frac{\partial T}{\partial Y^*} \frac{\partial S}{\partial Y} + \frac{\partial S}{\partial Y^*} \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right)}{Z'} > 0$$

$$\begin{aligned} \frac{dR}{dH} &= -1, & \frac{dR}{dG} &= \frac{\frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right)}{Z'} > 0, & \frac{dR}{d\eta} &= \frac{\frac{\partial A}{\partial \eta} \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial \eta} \frac{\partial L}{\partial Y}}{Z'} > 0, \\ \frac{dR}{di} &= \frac{\frac{\partial A}{\partial i} \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial i} \frac{\partial L}{\partial Y}}{Z'} + \frac{\partial L}{\partial i} < 0, & \frac{dR}{dY^*} &= \frac{\frac{\partial T}{\partial Y^*} \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial Y^*} \frac{\partial L}{\partial Y}}{Z'} > 0 \end{aligned}$$

(d) Anpassungsreaktionen in einem System flexibler Wechselkurse

Totale Differentiation der Gleichungen (7.1) bis (7.3) unter Berücksichtigung von (7.10) nach ihren endogenen Variablen Y , q und E sowie nach ihren exogenen G , H , i , η und Y^* ergibt nach entsprechender Umformung in Matrixschreibweise das folgende System (B1):

$$(B1) \begin{bmatrix} \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right) & -\frac{\partial A}{\partial q} & -\frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p} \right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{\frac{-\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}} \\ p \frac{\partial L}{\partial Y} & 0 & \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} L \\ \frac{\partial S}{\partial Y} & \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) & 0 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} dY \\ dq \\ dE \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} dG + \frac{\partial A}{\partial \eta} d\eta + \frac{\partial A}{\partial i} di + \frac{\partial T}{\partial Y^*} dY^* \\ dH - p \frac{\partial L}{\partial i} di \\ -\left(\frac{\partial S}{\partial \eta} d\eta + \frac{\partial S}{\partial i} di + \frac{\partial S}{\partial Y^*} dY^* \right) \end{bmatrix}$$

Unter Verwendung von (B1) ergeben sich die Reaktionen der endogenen Variablen auf Änderungen der exogenen wie folgt:

$$\frac{dY}{dH} = \begin{cases} 0, & \text{falls } \tau = 1 \\ \frac{\left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p} \right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{\frac{-\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}}}{Z} > 0, & \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \frac{\left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p} \right)}}{Z_0} > 0, & \text{falls } \tau = 0 \end{cases}$$

$$\frac{dY}{dG} = \begin{cases} 0, & \text{falls } \tau = 0 \\ \frac{(1-\pi)\tau E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} L\left(\frac{\partial S}{\partial q} - K\right)}{Z} > 0, & \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ -\frac{L\left(\frac{\partial S}{\partial q} - K\right)}{Z_1} > 0, & \text{falls } \tau = 1 \end{cases}$$

$$\frac{dY}{d\eta} = \begin{cases} 0, & \text{falls } \tau = 0 \\ \frac{L\left(\frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial \eta} \frac{(1-\pi)\tau E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}}}{1-\pi\tau} - \frac{\partial A}{\partial \eta} \frac{(1-\pi)\tau E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}}}{1-\pi\tau} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K\right)\right)}{Z} > 0, & \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \frac{L\left(\frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial \eta} - \frac{\partial A}{\partial \eta} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K\right)\right)}{Z_1} > 0, & \text{falls } \tau = 1 \end{cases}$$

$$\frac{dY}{di} = \begin{cases} \frac{L\left(\frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial i} - \frac{\partial A}{\partial i} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K\right)\right)}{Z_1} < 0, & \text{falls } \tau = 1 \\ \frac{L\left(\frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial i} \frac{(1-\pi)\tau E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}}}{1-\pi\tau} - \frac{\partial A}{\partial i} \frac{(1-\pi)\tau E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}}}{1-\pi\tau} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K\right)\right)}{Z} + \\ + \frac{p \frac{\partial L}{\partial i} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K\right) \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p}\right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}}}{Z} > 0, & \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \frac{p \frac{\partial L}{\partial i} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K\right) \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p}\right)}}{Z_0} > 0, & \text{falls } \tau = 0 \end{cases}$$

$$\frac{dY}{dY^*} = \begin{cases} 0, & \text{falls } \tau = 0 \\ \frac{L \left(\frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial Y^*} \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} - \frac{\partial T}{\partial Y^*} \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) \right)}{Z} > 0, & \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \frac{L \left(\frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial Y^*} - \frac{\partial T}{\partial Y^*} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) \right)}{Z_1} > 0, & \text{falls } \tau = 1 \end{cases}$$

$$\frac{dq}{dH} = \begin{cases} 0, & \text{falls } \tau = 1 \\ \frac{\frac{\partial S}{\partial Y} \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p} \right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{\frac{-\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}}}{Z} > 0, & \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \frac{\frac{\partial S}{\partial Y} \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p} \right)}}{Z_0} > 0, & \text{falls } \tau = 0 \end{cases}$$

$$\frac{dq}{dG} = \begin{cases} 0, & \text{falls } \tau = 0 \\ \frac{\frac{\partial S}{\partial Y} \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} L}{Z} > 0, & \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \frac{\frac{\partial S}{\partial Y} L}{Z_1} > 0, & \text{falls } \tau = 1 \end{cases}$$

$$\frac{dq}{d\eta} = \left\{ \begin{array}{l} \frac{\frac{\partial S}{\partial \eta} p \frac{\partial L}{\partial Y} \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p}\right)}}{Z} > 0, \quad \text{falls } \tau = 0 \\ \\ \frac{\frac{\partial A}{\partial \eta} \frac{\partial S}{\partial Y} \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} L + \frac{\partial S}{\partial \eta} \left[\frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} L \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right) + p \frac{\partial L}{\partial Y} \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p}\right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}} \right]}{Z} > 0, \quad \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \\ \frac{\frac{\partial A}{\partial \eta} \frac{\partial S}{\partial Y} L + \frac{\partial S}{\partial \eta} L \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right)}{Z} > 0, \quad \text{falls } \tau = 1 \end{array} \right.$$

$$\frac{dq}{di} = \left\{ \begin{array}{l} \frac{\frac{\partial A}{\partial i} \frac{\partial S}{\partial Y} L + \frac{\partial S}{\partial i} L \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right)}{Z_1} > 0, \quad \text{falls } \tau = 1 \\ \\ \frac{\frac{\partial S}{\partial Y} \left[\frac{\partial A}{\partial i} \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} L - p \frac{\partial L}{\partial i} \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p}\right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}} \right]}{Z} + \\ + \frac{\frac{\partial S}{\partial i} \left[\frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} L \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right) + p \frac{\partial L}{\partial Y} \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p}\right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}} \right]}{Z} > 0, \quad \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \\ \frac{p \left[\frac{\partial S}{\partial i} \frac{\partial L}{\partial Y} \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p}\right)} - \frac{\partial L}{\partial i} \frac{\partial S}{\partial Y} \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p}\right)} \right]}{Z_0} > 0, \quad \text{falls } \tau = 0 \end{array} \right.$$

$$\frac{dq}{dY^*} = \begin{cases} \frac{\frac{\partial S}{\partial Y^*} p \frac{\partial L}{\partial Y} \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p}\right)}}{Z_0} > 0, & \text{falls } \tau = 0 \\ \frac{\frac{\partial T}{\partial Y^*} \frac{\partial S}{\partial Y} \frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} L + \frac{\partial S}{\partial Y^*} \left[\frac{(1-\pi)\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{1-\tau}{1-\pi\tau}} L \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right) + p \frac{\partial L}{\partial Y} \frac{\partial T}{\partial \left(\frac{E}{p}\right)} \frac{1-\tau}{1-\pi\tau} E^{-\frac{\tau(1-\pi)}{1-\pi\tau}} \right]}{Z} > 0, & \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \frac{\frac{\partial T}{\partial Y^*} \frac{\partial S}{\partial Y} L + \frac{\partial S}{\partial Y^*} L \left(1 - \frac{\partial A}{\partial Y} - \frac{\partial T}{\partial Y} \right)}{Z_1} > 0, & \text{falls } \tau = 1 \end{cases}$$

$$\frac{dE}{dH} = \begin{cases} -\frac{Z'}{Z_0} > 0, & \text{falls } \tau = 0 \\ -\frac{Z'}{Z} > 0, & \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ -\frac{Z'}{Z_1} > 0, & \text{falls } \tau = 1 \end{cases} \quad \frac{dE}{dG} = \begin{cases} \frac{p \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right)}{Z_0} < 0, & \text{falls } \tau = 0 \\ \frac{p \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right)}{Z} < 0, & \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \frac{p \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right)}{Z_1} < 0, & \text{falls } \tau = 1 \end{cases}$$

$$\frac{dE}{d\eta} = \begin{cases} \frac{p \frac{\partial A}{\partial \eta} \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - p \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial A}{\partial \eta} \frac{\partial L}{\partial Y}}{Z_0} > 0, & \text{falls } \tau = 0 \\ \frac{p \frac{\partial A}{\partial \eta} \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - p \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial A}{\partial \eta} \frac{\partial L}{\partial Y}}{Z} > 0, & \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \frac{p \frac{\partial A}{\partial \eta} \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - p \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial A}{\partial \eta} \frac{\partial L}{\partial Y}}{Z_1} > 0, & \text{falls } \tau = 1 \end{cases}$$

$$\frac{dE}{di} = \begin{cases} \frac{p \frac{\partial A}{\partial i} \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) + p \frac{\partial L}{\partial i} Z' - p \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial i} \frac{\partial L}{\partial Y}}{Z_0} > 0, \quad \text{falls } \tau = 0 \\ \frac{p \frac{\partial A}{\partial i} \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) + p \frac{\partial L}{\partial i} Z' - p \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial i} \frac{\partial L}{\partial Y}}{Z} > 0, \quad \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \frac{p \frac{\partial A}{\partial i} \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) + p \frac{\partial L}{\partial i} Z' - p \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial i} \frac{\partial L}{\partial Y}}{Z_1} > 0, \quad \text{falls } \tau = 1 \end{cases}$$

$$\frac{dE}{dY^*} = \begin{cases} \frac{p \left(\frac{\partial T}{\partial Y^*} \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial Y^*} \frac{\partial L}{\partial Y} \right)}{Z_0} > 0, \quad \text{falls } \tau = 0 \\ \frac{p \left(\frac{\partial A}{\partial \eta} \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial Y^*} \frac{\partial L}{\partial Y} \right)}{Z} > 0, \quad \text{falls } 0 < \tau < 1 \\ \frac{p \left(\frac{\partial T}{\partial Y^*} \frac{\partial L}{\partial Y} \left(\frac{\partial S}{\partial q} - K \right) - \frac{\partial A}{\partial q} \frac{\partial S}{\partial Y^*} \frac{\partial L}{\partial Y} \right)}{Z_1} > 0, \quad \text{falls } \tau = 1 \end{cases}$$

IV Datenquellen

Die folgende Tabelle führt Anbieter, Originalbezeichnungen und -codes der Zeitreihen auf, die in den Abbildungen der vorliegenden Arbeit Verwendung fanden. Zeitreihen ohne explizit angegebene Quelle entstammen der September-2001-Ausgabe der International Financial Statistics des IWF. Die restlichen Zeitreihen sind, sofern nichts anderes angegeben, Stand Ende Januar 2002.

Nachweis der Datenquellen		
Abbildung Nr.	Bezeichnung der Zeitreihe	Seriencode
1	<i>Datastream</i> : BANGKOK S.E.T. - PRICE INDEX <i>Datastream</i> : THAILAND SE PROPERTY DEVELOPMENT – PRICE INDEX	BNGKSET BNGKPDV
2	<i>Datastream</i> : JAKARTA SE COMPOSITE - PRICE INDEX <i>Datastream</i> : INDONESIA-DS 'DEAD'CONSTRUCT. - TOT RETURN IND	JAKCOMP IDCNSTR
3	<i>Datastream</i> : KUALA LUMPUR COMPOSITE - PRICE INDEX <i>Datastream</i> : KUALA LUMPUR SE CONSTRUCTION - PRICE INDEX	KLPCOMP KLSECON
4	<i>Datastream</i> : KOREA SE COMPOSITE (KOSPI) - PRICE INDEX <i>Datastream</i> : KOREA SE CONSTRUCT. DS-CALC. - PRICE INDEX	KORCOMP KORCNSZ
5	CLAIMS ON PRIVATE SECTOR GROSS DOMESTIC PRODUCT CLAIMS ON PRIVATE SECTOR GROSS DOMESTIC PRODUCT CHANGES IN CONSUMER PRICES	53622D..ZF... 99B..ZF... 22D..ZF... 99B..ZF... 64..XZF...
7	CAPITAL ACCOUNT, N.I.E. FINANCIAL ACCOUNT, N.I.E.	78BCDZF... 78BJDZF...
8	TOTAL RESERVES MINUS GOLD	.1L.SZF...
9	FINANCIAL ACCOUNT, N.I.E. DIRECT INVESTMENT ABROAD DIR. INVEST. IN REP. ECON., N.I.E. PORTFOLIO INVESTMENT LIAB., N.I.E. PORTFOLIO INVESTMENT ASSETS OTHER INVESTMENT LIAB., N.I.E. OTHER INVESTMENT ASSETS CAPITAL ACCOUNT, N.I.E.	78BJDZF... 78BDDZF... 78BEDZF... 78BGDZF... 78BFDZF... 78BIDZF... 78BHDZF... 78BCDZF...
10	GROSS DOMESTIC PRODUCT MARKET/OFFICIAL RATE <i>World Bank</i> : Global Development Finance 2001 <i>BIS</i> : Liabilities towards BIS Reporting Banks	99B..ZF... ..AF.ZF... Total Debt Stock http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm
11	<i>World Bank</i> : Global Development Finance 2001 <i>BIS</i> : Liabilities towards BIS Reporting Banks	Total Debt Stock, Short Term Debt http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm
12	<i>World Bank</i> : Global Development Finance 2001 Total Reserves Minus Gold <i>BIS</i> : Liabilities towards BIS Reporting Banks	Short Term Debt .1L.DZF http://www.bis.org/statistics/bankstats.htm
13	<i>World Bank</i> : Global Development Finance 2001 Total Reserves Minus Gold	Total Debt Service Paid .1L.DZF
14	CURRENT ACCOUNT, N.I.E. GROSS DOMESTIC PRODUCT MARKET/OFFICIAL RATE	78ALDZF... 99B..ZF... ..AF.ZF...

15	GOODS EXPORT: F.O.B. SERVICES: CREDIT GOODS IMPORT: F.O.B. SERVICES: DEBIT	78AADZF... 78ADDZF... 78ABDZF... 78AEDZF...
16	GDP VOL. (1995 = 100)	99BVPZF...
17	GROSS FIXED CAPITAL FORMATION GROSS DOMESTIC PRODUCT	93...ZF... 99B..ZF...
18	GROSS FIXED CAPITAL FORMATION GROSS DOMESTIC PRODUCT GDP VOL. (1995 = 100)	93...ZF... 99B..ZF... 99BVPZF...
19	CURRENT ACCOUNT, N.I.E GROSS FIXED CAPITAL FORMATION MARKET/OFFICIAL RATE GROSS DOMESTIC PRODUCT DEFICIT (-) OR SURPLUS	78ALDZF... 93...ZF... ..AF.ZF... 99B..ZF... 80...ZF...
20	GOODS EXPORTS: F.O.B. GOODS IMPORTS: F.O.B SERVICES: CREDIT SERVICES: DEBIT INCOME: CREDIT INCOME: DEBIT CURRENT TRANSFERS, N.I.E. : CRE CURRENT TRANSFERS: DEB MARKET/OFFICIAL RATE	78AADZF... 78ABDZF... 78ADDZF... 78AEDZF... 78AGDZF... 78AHDZF... 78AJDZF... 78AKDZF... ..AF.ZF...
21	MARKET/OFFICIAL RATE	..AF.ZF...
22	<i>Datastream:</i> JAPANESE YEN TO INDO. RUP (BTM) – EX- CHANGE RATE <i>Datastream:</i> JAPANES YEN TO THAI BAHT (BTM) – EX- CHANGE RATE <i>Datastream:</i> SOUTH KOREAN WON TO 100 JAPAN. YEN (KO) – EXCHANGE RATE <i>Datastream:</i> MALAYSIAN RGT. TO 100 JAPAN. YEN – EX- CHANGE RATE	JSPTIDR JSPTTHB KOJPYSP MLJPYSP
23	CHANGES IN CONSUMER PRICES	64..XZF...
24	Reale Effektive Wechselkurse; JP Morgan	
25	DISCOUNT RATE (END OF PERIOD) <i>Datastream:</i> US BENCHMARK 10 YEAR DS GOVT. INDEX - RED. YIELD <i>Datastream:</i> JP BENCHMARK 10 YEAR DS GOVT. INDEX - RED. YIELD <i>Datastream:</i> JAPANES YEN TO US\$ (GTIS) – EXCHANGE RATE <i>Datastream:</i> NIKKEI 225 STOCK AVERAGE – PRICE INDEX	15860...ZF... BMUS10Y BMJP10Y USJAPYN JAPDOWA
29/32/35/38	<i>Datastream:</i> THAILAND REPO 1 DAY (BOT) - MIDDLE RATE <i>Datastream:</i> THAI BAHT TO US \$ (GTIS) - EXCHANGE RATE <i>Datastream:</i> INDONESIA SBI 90 DAY - MIDDLE RATE <i>Datastream:</i> INDONESIA RUPIAH TO US \$ (GTIS) – EX- CHANGE RATE <i>Datastream:</i> KOREA CALL OVERNIGHT - MIDDLE RATE <i>Datastream:</i> SOUTH KOREAN WON TO US \$ (KO) - EXCHANGE RATE <i>Datastream:</i> MALAYSIA INTERBANK 3 MONTH - MIDDLE RA- TE <i>Datastream:</i> MY MALAYSIA \$ TO 1 US \$ - MARKET RATE (EP) DIR. INVEST. IN REP. ECON., N.I.E. TOTAL RESERVES MINUS GOLD	THBTRPD USTHAIB IDSB190 USINDON KOCALLO KOUSDSP MYIBK3M MYXRUSD. 78BEDZF... .1L.SZF...

30/33/36/39	GDP VOL. (1995 = 100) DEFICIT (-) OR SURPLUS GROSS DOMESTIC PRODUCT CHANGES IN CONSUMER PRICES CURRENT ACCOUNT, N.I.E MARKET/OFFICIAL RATE GOODS EXPORTS: F.O.B. SERVICES: CREDIT GOODS IMPORTS: F.O.B SERVICES: DEBIT	99BVPZF... 80...ZF... 99B..ZF... 64..XZF... 78ALDZF... ..AF.ZF... 78AADZF... 78ADDZF... 78ABDZF... 78AEDZF...
31/34/37/40	GROSS FIXED CAPITAL FORMATION PRIVATE CONSUMPTION GOVERNMENT CONSUMPTION CHANGES IN CONSUMER PRICES <i>Asian Development Bank:</i> Non Performing Loans Bank Indonesia: Non Performing Loans	93...ZF... 96F..ZF... 91F..ZF... 64..XZF... http://www.aric.adb.org/ Email

Literaturverzeichnis

- Ahluwalia, Montek S.: The IMF and the World Bank in the New Financial Architecture. In: International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Volume XI, New York and Geneva 1999, S. 1 – 26.
- Aizenman, Joshua: Trade Reforms, Credibility and Development. In: Journal of Development Economics, 39 (1992), S. 163 – 187.
- Akerlof, George A.: The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism. In: The Quarterly Journal of Economics, 84 (1970) 3, S. 488 – 500.
- Alba, Pedro; Bhattacharya, Amar; Claessens, Stijn; Ghosh, Swati; Hernandez, Leonardo: Volatility and Contagion in a Financially Integrated World, World Bank, Working Paper, 1998.
- Ariyoshi, Akira; Habermeier, Karl; Laurens, Bernhard; Otker-Robe, Inci; Canales-Kriljenko, Jorge Iván; Kirilenko, Andrei: Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls, International Monetary Fund, Occasional Paper No. 190, Washington, DC 2000.
- Asian Development Bank: The Social Impact of the Asian Crisis, Manila 1999.
- Asian Development Bank: Asia Recovery Information Center, ARIC Indicators; frequently updated. Online in URL: <http://www.aric.adb.org/> (Stand: 31.01.2002).
- Athukorala, Prema-chandra: Malaysia. In: Ross H. McLeod, Ross Garnaut (eds.) East Asian Crisis – From Being a Miracle to Needing One?, London 1998, S. 85 – 101.
- Athukorala, Prema-chandra; Warr, Peter G.: Vulnerability to a Currency Crises: Lessons from the Asian Experience. In: The World Economy, 25 (2002) 1, S. 33 – 57.
- Bacchetta, Philippe; Wincoop, Eric van: Capital Flows to Emerging Markets: Liberalization, Overshooting, and Volatility, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6530, Cambridge 1998.
- Bakker, Age F. P.: The Liberalization of Capital Movements in Europe: The Monetary Committee and Financial Integration, 1958–94, Financial and Monetary Policy Studies 29, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht 1996.
- Bank for International Settlements: 67th Annual Report, Basle, 9th June 1997a.
- Bank for International Settlements: The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending – Second Half 1996, Basle July 1997b.
- Bank for International Settlements: Core Principles for Effective Banking Supervision, Basle 1997c. Online in URL: <http://www.bis.org/press/p970409.htm> (Stand: 20.10.2001), 9 Seiten.
- Bank for International Settlements: 68th Annual Report, Basle, 8th June 1998.
- Bank for International Settlements: 69th Annual Report, Basle, 7th June 1999a.

-
- Bank for International Settlements: Joint BIS-IMF-OECD-World Bank Statistics on External Debt, 1999b. Online in URL: http://www.bis.org/publ/r_db9901.htm (Stand: 27.03.2000), 1 Seite.
- Bank for International Settlements: 70. Jahresbericht , Basel, 5. Juni 2000.
- Bank for International Settlements: The Basle Committee on Banking Supervision, Basle 2002. Online in URL: <http://www.bis.org/bcbs/aboutbcbs.htm> (Stand: 24.02.2002), 3 Seiten.
- Banco de Mexico: The Mexican Economy, Mexico City 1993.
- Bank Negara Malaysia: Annual Report 1999, Kuala Lumpur 2000.
- Bank Negara Malaysia: Exchange Control Policy, Kuala Lumpur 2001. Online in URL: <http://www.bnm.gov.my/feature/ecm/overview.htm> (Stand: 29.05.2001), 9 Seiten.
- Bank Indonesia: Annual Report, Jakarta 1998.
- Bank of Korea: Financial System, Seoul 1998a.
- Bank of Korea: Financial Crisis in Korea – Why It Happened and How It Should Be Overcome, Seoul 1998b.
- Bank of Korea: Foreign Exchange Market, Seoul 2000. Online in URL: http://www.bok.or.kr/bokis/bokis/html_view?i_current=00000507 (Stand: 29.02.2000), 3 Seiten.
- Bank of Thailand: Government Expenditure and Growth in Thailand, Bangkok 1997.
- Bank of Thailand: Financial Institutions and Markets in Thailand, Bangkok 1998a.
- Bank of Thailand: Focus on the Thai Crisis, Bank of Thailand Economic Focus, Vol. 2 No. 2, 1998b.
- Bank of Thailand: Financial Institutions and Markets in Thailand, Bangkok, 1999.
- Barro, Robert E.: On the Determination of the Public Debt. In: *Journal of Political Economy*, 87 (1979) 5, S. 940 – 971.
- Barth, James; Caprio, Gerard; Levine, Ross: *Bank Regulation and Supervision: What Works Best?* World Bank, Washington, DC 2001.
- Basle Committee on Banking Supervision: *Core Principles for Effective Supervision*, Basle 1997.
- Becker, Gary: A Theory of Competition Among Pressure Groups for Political Influence. In: *Quarterly Journal of Economics*, 98 (1983) 2, S. 371 – 400.
- Berg, Andrew: *The Asia Crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes*, International Monetary Fund, Working Paper No. 99/138, Washington, DC 1999.
- Berg, Andrew; Pattillo, Catherine: Are Currency Crises Predictable? A Test. In: *IMF Staff Papers*, 46 (1998) 2, S. 107 – 138.

-
- Bernanke, Ben; Gertler, Mark: Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations. In: *American Economic Review*, 79 (1989) 1, S. 14 – 31.
- Boorman, Jack; Lane, Timothy; Schulze-Ghattas, Marianne; Bulir, Ales; Ghosh, Atish R.; Hamann, Javier; Mourmouras, Alexandros; Phillips, Steven: *Managing Financial Crises: The Experience in East Asia*, International Monetary Fund, Working Paper No. 00/107, Washington, DC 2000.
- Borensztein, Eduardo; Lee, Jong-Wha: *Credit Allocation and Financial Crisis in Korea*, International Monetary Fund, Working Paper No. 99/20, Washington, DC 1999.
- Bosworth, Barry P.; Collins, Susan M.: *Economic Growth in East Asia – Accumulation versus Assimilation*. In: *Brookings Papers on Economic Activity*, 2 (1996), S. 135 – 204.
- Boughton, James M.: *From Suez to Tequila: The IMF as Crisis Manager*, International Monetary Fund, Working Paper No. 97/90, Washington, DC 1997.
- Branson, William: Comment. In: Helmut Reisen, Bernard Fisher (eds.): *Financial Opening: Policy Issues and Experiences in Developing Countries*, Paris 1993, S. 35 – 37.
- Brown, Stephen J.; Goetzmann, William N.; Park, James: *Hedge Funds and the Asian Currency Crisis of 1997*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6427, Cambridge 1998.
- Budnevich, Carlos; Lefort, Guillermo: *Capital Account Regulation and Macroeconomic Policy: Two Latin American Experiences*, Santiago Banco Central de Chile, Working Paper 6, Santiago 1997.
- Buiter, Willem; Sibert, Anne C.: *UDROP: A Small Contribution to the New Financial Architecture*. In: *International Finance*, 2 (1999) 2, S. 227 – 247.
- Bullard, Nicola; Bello, Walden; Malhotra, Kamal: *Taming the Tigers: The IMF and the Asian Crisis*. In: Kwame Sundaram Jomo (ed.): *Tigers in Trouble – Financial Governance, Liberalization and Crises in East Asia*, London 1998, S. 85 – 136.
- Bundesministerium der Justiz: *Zweite Änderung und Ergänzung des Übereinkommens über den Internationalen Währungsfonds - Ausgearbeitet gemäß Entschließung Nr. 29-10 des Gouverneursrats*. In: *Bundesgesetzblatt, Teil II*, 1 (1978) 2, S. 15 – 65.
- Burnside, Craig; Eichenbaum, Martin; Rebelo, Sergio: *Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6758, Cambridge 1999a.
- Burnside, Craig; Eichenbaum, Martin; Rebelo, Sergio: *On the Fundamentals of Self-Fulfilling Speculative Attacks*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 7554, Cambridge 1999b.
- Calomiris, Charles W.: *The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort*. In: *The Cato Journal*, 17 (1998a) 3, S. 275 – 294.
- Calomiris, Charles W.: *Blueprints for a New Global Financial Architecture*, Washington, DC 1998b. Online in URL: <http://www.house.gov/jec/imf/blueprnt.htm> (Stand: 19.04.1999), 21 Seiten.

-
- Calvo, Guillermo A; Mendoza, Enrique G.: Petty Crime and Cruel Punishment: Lessons from the Mexican Debacle. In: *American Economic Review*, Vol. 86 (1996) 2, S. 170 – 175.
- Calvo, Guillermo A; Mendoza, Enrique G.: Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets, University of Maryland Working Paper, College Park 1999.
- Calvo, Guillermo A.; Végh, Carlos: Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries. In: John B. Taylor (ed.): *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam 1998, S. 1531 – 1614.
- Camdessus, Michel: The IMF and Its Programs in Asia, Remarks at the Council on Foreign relations, Remarks at the Council on Foreign Relations, Washington, DC February 6, 1998. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/020698.htm> (Stand: 25.01.1999), 4 Seiten.
- Caprio, Gerard; Honohan, Patrick: *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*. World Bank, Washington, DC 2000.
- Cardoso, Eliana; Goldfajn, Ilan: Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls. In: *IMF Staff Papers*, 45 (1998) 1, S. 161 – 202.
- Chaiyasoot, Naris: Industrialization, Industrial Reform and Monetary Policy. In: Medhi Krongkaew (ed.): *Thailand's Industrialization and Its Consequences*, London 1995, S. 160 – 182.
- Chinn, Menzie D.: *Before the Fall: Were East Asian Currencies Overvalued?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6491, Cambridge 1998.
- Chinn, Menzie D.: *Measuring Misalignment: PPP and East Asian Currencies in the 1990's*, University of California, Department of Economics Working Paper, Santa Cruz 1998.
- Chopra, Ajai; Kang, Kenneth; Karasulu, Meral; Liang, Hong; Ma, Henry; Richards, Anthony: *From Crisis to Recovery in Korea: Strategy, Achievements, and Lessons*, International Monetary Fund, Working Paper No. 01/154, Washington, DC 2001.
- Chung, Un Chan: Is Financial Deregulation a Panacea? In: Sung Yeung Kwack (ed.): *The Korean Economy at a Crossroad – Development Prospects, Liberalization, and South-North Economic Integration*, Westport 1994, S. 105 – 122.
- Claessens, Stijn; Glaessner, Tom: Internationalization of Financial Services in Asia, Paper presented at the conference: “Investment Liberalisation and Financial Reform in the Asia-Pacific Region”, August 29-31, Sydney, Australia 1998.
- Claessens, Stijn; Jansen, Marion: Overview. In: Stijn Claessens, Marion Jansen (eds.): *The Internationalization of Financial Services: Issues and Lessons for Developing Countries*, Washington, DC 2000.
- Clementi, David: Crisis Prevention and Resolution - Two Aspects of Financial Stability. Online in URL: <http://www.bankofengland.co.uk/speeches/speech97.htm> (Stand: 05.06.2001), 10 Seiten.
- Cline, William R.: *IMF-Supported Adjustment Programs in the East Asian Financial Crisis*, Institute of International Finance, Research Paper No. 98-1, Washington, DC 1998.

-
- Cohen, Benjamin J.: Balance-of-Payments Financing: Evolution of a Regime. In: Stephen D. Krasner (ed.): *International Regimes*, Ithaca 1983, S. 315 – 336.
- Cole, David C; Slade, Betty F.: *Building a Modern Financial System: The Indonesian Experience*, Cambridge 1996.
- Conrad, Lorry S.: The Legal Nature and Social Effects of IMF Stand-by Arrangements. In: *Wisconsin International Law Journal*, 7 (1989) 2, S. 407 - 421.
- Corbett, Jenny; Vines, David: The Asian Crisis: Lessons from the Collapse of Financial Systems, Exchange Rates and Macroeconomic Policy. In: Pierre-Richard Agénor, Marcus Miller, David Vines, Axel Weber (eds.): *Asian Financial Crisis – Causes, Contagion and Consequences*, Cambridge 1999, S. 67 – 110.
- Corden, W. Max: *Economic Policy, Exchange Rates, and the International System*, Oxford and Chicago 1994.
- Corporate Debt Restructuring Committee: *Status & Statistics*, Kuala Lumpur 2001. Online in URL: <http://www.bnm.gov.my/CDRC/default.asp?7> (Stand: 30.11.2001), 1 Seite.
- Corsetti, Giancarlo; Roubini, Nouriel: Politically Motivated Fiscal Deficits: Policy Issues in Closed and Open Economies. In: *Economics & Politics*, March 1997, S. 27 – 55.
- Corsetti, Giancarlo; Pesenti, Paolo; Roubini, Nouriel: What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview, Yale University, Federal Reserve Bank of New York, New York University, Working Paper, New York 1998.
- Corsetti, Giancarlo; Pesenti, Paolo; Roubini, Nouriel: What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part II: A Macroeconomic Overview, Yale University, Federal Reserve Bank of New York, New York University, Working Paper, New York 1998.
- Corsetti, Giancarlo; Pesenti, Paolo; Roubini, Nouriel: The Role of Large Players in Currency Crises, Yale University, Federal Reserve Bank of New York, New York University, Working Paper, New York 2001.
- Council on Foreign Relations Independent Task Force: *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture Report of an Independent Task Force*, Washington, DC 1999. Online in URL: <http://www.cfr.org/public/pubs/IFATaskForce.html> (Stand: 29.01.2000), 97 Seiten.
- Cowan, Kevin; de Gregorio, José: *Exchange Rate Policies and Capital Account Management: Chile in the 1990s*, Universidad de Chile, Series de Economía 22, Santiago 1997.
- Crow, John; Arriazu, Ricardo; Thygesen, Niels: *External Evaluation of IMF Surveillance*, International Monetary Fund, Washington, DC 1999.
- Danaher, Kevin (ed.): *50 Years is Enough, the Case Against the World Bank and the International Monetary Fund*, Boston 1994.
- Danamodal Nasional Berhad (Danamodal): *Danamodal Nasional Berhad Operation's Report For Year Ended 31 December 1999*, Press Release 31/03/2000, Kuala Lumpur 2000. Online in URL: <http://www.bnm.gov.my/danamodal/> (Stand: 15.05.2000), 25 Seiten.

-
- De Gregorio, José; Eichengreen, Barry; Ito, Takatoshi; Wyplosz, Charles: An Independent and Accountable IMF, Center for Economic Policy Research, Geneva Reports on the World Economy 1, London 1999.
- Dekle, Robert; Hsiao, Cheng; Wang, Siyan: Do High Interest Rates Appreciate Exchange Rates During Crises? In: Oxford Bulletin of Economics & Statistics, 63 (2001) 5, London 2001, S. 359 – 380.
- Dell, Sidney Samuel: On Being Grandmotherly: The Evolution of IMF Conditionality, Essays in International Finance No. 144, Princeton University, Princeton, New Jersey 1981.
- Dell'Ariccia, Giovanni; Godde, Isabel; Zettelmeyer, Jeromin: Moral Hazard and International Crisis Lending: A Test. IMF Working Paper, unpublished, Washington, DC 2000.
- Denters, Erik: Law and Policy of IMF Conditionality, De Hague 1996.
- Deutsche Bundesbank: Weltweite Organisationen und Gremien im Bereich von Währung und Wirtschaft, Frankfurt am Main 1997.
- De Vries, Margaret G.: The International Monetary Fund 1972 – 1978, Cooperation on Trial, Volume I: Narrative and Analysis, Washington, DC 1985a.
- De Vries, Margaret G.: The International Monetary Fund 1972 – 1978, Cooperation on Trial, Volume II: Narrative and Analysis, Washington, DC 1985b.
- De Vries, Margaret G.: The International Monetary Fund and the International Monetary System. In: Michele U. Fratianni, Dominick Salvatore, and Jürgen von Hagen (eds.): Macroeconomic Policy in Open Economies, Westport 1997, S. 221 – 247.
- Diaz-Alejandro, Carlos: Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash. In: Journal of Development Economics 19 (1985) 1-2, S. 1 – 24.
- Diehl, Markus; Schweickert, Rainer: Currency Crisis: Is Asia Different? Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 309, Kiel 1998.
- Dieter, Heribert: Die Asienkrise – Ursachen, Konsequenzen und die Rolle des Internationalen Währungsfonds, Marburg 1998.
- Dieter, Heribert: Die globalen Währungs- und Finanzmärkte nach der Asienkrise: Reformbedarf und politische Hemmnisse, Institut für Entwicklung und Frieden, Gerhard-Mercator-Universität Duisburg, Report Nr. 41, Duisburg 1999.
- Dixon, Liz; Wall, David: Collective Action Problems and Collective Action Clauses. In: Bank of England: Financial Stability Review June 2000, S. 142 – 151.
- Döpke, Jörg; Fischer, Malte: Was bestimmt die deutschen Exporte? In: Die Weltwirtschaft, 1 (1990) 1, S. 54 – 66.
- Doner, Richard F.; Unger, Daniel: The Politics of Finance in Thai Economic Development. In: Stephan Haggard, Chung H. Lee, Sylvia Maxfield (eds.): The Politics of Finance in Developing Countries, Ithaca 1993, S. 93 – 122.

-
- Dooley, Michael P.: A Survey of Academic Literature on Controls Over International Capital Transactions, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 5352, Cambridge 1995.
- Dornbusch, Rüdiger; Goldfajn, Ilan; Valdes, Rodrigo O.: Currency Crises and Collapses. In: Brookings Papers on Economic Activity, 1 (1995), S. 219 – 270.
- Dornbusch, Rüdiger: After Asia: New Directions for the International Financial System. In: Jeffrey C. Fuhrer, Scott Schuh (eds.): Beyond Shocks: What Causes Business Cycles?, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 42, Boston 1998, S. 177 – 186.
- Driscoll, David D.: Was ist der Internationale Währungsfonds? Washington, DC 1998.
- Economist Intelligence Unit: Indonesian Country Report, 2nd quarter, London 1998.
- Edison, Hali J.; Reinhart, Carmen M.: Stopping Hot Money. In: Journal of Development Economics, 66 (2001) 2, S. 533 – 553.
- Edison, Hali J.; Reinhart, Carmen M.: Capital Controls During Financial Crises: The Case of Malaysia and Thailand. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper No. 662, Washington, DC 2000.
- Edwards, Sebastian: How Effective Are Capital Controls. In: Journal of Economic Perspectives, 13 (1999) 4, S. 65 – 84.
- Edwards, Sebastian; Khan, Moshin: Interest Rate Determination in Developing Countries. In: IMF Staff Papers, 13 (1985) 2, S. 377 – 403.
- Edwards, Sebastian: Does the Current Account Matter?, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8275, Cambridge 2001.
- Eichengreen, Barry: International Economic Policy in the Wake of the Asian Crisis, University of California, Working Paper, Berkeley 1998.
- Eichengreen, Barry: Toward a New International Financial Architecture – A Practical Post Asia Agenda, Washington, DC 1999.
- Eichengreen, Barry: Can the Moral Hazard Caused by IMF Loans Be Reduced? Geneva Reports on the World Economy Special Report I, Center for Economic Policy Research and International Center for Monetary and Banking Studies, London, Geneva 2000.
- Eichengreen, Barry; Hausman, Ricardo: Exchange Rates and Financial Fragility. In: Federal Reserve Bank of Kansas City (ed.): New Challenges for Monetary Policy, Kansas City 2000.
- Eichengreen, Barry; Mody, Ashoka: Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? World Bank, Working Paper No. 2363, Washington, DC 2000.
- Esdar, Bernd: Der Internationale Währungsfonds: Ziele, Handlungsinstrumentarium sowie sein Beitrag zur weltwirtschaftlichen Stabilität. In: Ekkehard Hetzke, Kai Hirschmann, Martin Potthoff (Hrsg.): Weltwirtschaft und Sicherheit, Berlin 1994, S. 107 – 134.
- Esquivel, Gerardo; Larrain, Felipe: Explaining Currency Crises, Harvard Institute for International Development, Development Discussion Papers No. 666, Cambridge 1998.

Far Eastern Economic Review, Hong Kong, diverse Ausgaben zwischen Januar 1996 und Dezember 2001.

Feldstein, Martin: Refocusing the IMF. In: *Foreign Affairs*, 77 (1998) 2, S. 20 – 33.

Ferber, Manfred; Winkelmann, Günther: Internationaler Währungsfonds, Weltbank, IFC, IDA, 3. Auflage, Frankfurt am Main 1985.

Financial Stability Forum: Report of the Market Dynamics Study Group of the Financial Stability Forum Working Group on Highly Leveraged Institutions, Basle 2000.

Fischer, Klaus P.; Smaoui, Houcem: From Financial Liberalization to Banking Failure: Starting on the Wrong Foot?. *Faculté des Sciences de l'Administration*, Working Paper No. 97-08, 1997.

Fischer, Klaus P.; Chénard, Martin: Financial Liberalization Causes Banking System Fragility, *Centre de Recherche en Économie et Finance Appliquées*, Working Paper No. 97-12, 1997.

Fischer, Stanley: The IMF and the Asian Crisis, Los Angeles 1998. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/032098.htm> (Stand: 03.05.1998), 15 Seiten.

Fischer, Stanley: On the Need for an International Lender of Last Resort, New York, January 3, 1999. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm> (Stand: 26.04.2001), 21 Seiten.

Fischer, Stanley: Presentation to the International Financial Institution Advisory Commission, February 2, Washington, DC 2000a. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2000/020200.htm> (Stand: 25.07.2000), 14 Seiten.

Fischer, Stanley: Strengthening Crisis Prevention: The Role of Contingent Credit Lines, November 15, Mexico City 2000b. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2000/111500.htm> (Stand: 15.06.2001), 11 Seiten.

Fleming, Marcus J.: Domestic Financial Policy Under Fixed and Under Floating Exchange Rates. In: *IMF Staff Papers*, 9 (1962), S. 369 – 379.

Flood, Robert P.; Marion, Nancy P.: The Transmission of Disturbances Under Alternative Exchange-Rate Regimes with Optimal Indexing. In: *Quarterly Journal of Economics*, 96 (1982) 1, S. 43 – 66.

Flood, Robert P.; Garber, Peter: Gold Monetization and Gold Discipline. In: *Journal of Political Economy*, 92 (1984), S. 90 – 107.

Frankel, Jeffrey A.; Rose, Andrew K.: Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment. In: *Journal of International Economics*, 41 (1996), S. 351 – 366.

Frankel, Jeffrey A.; Roubini, Nouriel: Industrial-Country Policies. Working Paper for: Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies, held October 19-21, 2000, online in URL: <http://www.nber.org/books/woodstock00/>, forthcoming in: Martin Feldstein (ed.): *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*.

-
- Frenkel, Michael; John, Klaus Dieter: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, 2., überarbeitete Auflage, München 1993.
- Friedman, Irving: The International Monetary Fund: A Founder's Evaluation. In: Robert J. Myers (ed.): The Political Morality of the International Monetary Fund, Vol. III, Transaction Books, New Brunswick, Oxford 1987, S. 13 – 32.
- Fung, William; Hsieh, David A.; Tsatsaronis, Konstantinos: Do Hedge Funds Disrupt Emerging Markets? In: Robert E. Litan, Anthony M. Santomero (eds.): Brookings-Wharton Papers on Financial Services 2000, S. 377-401.
- Furman, Jason; Stiglitz, Joseph: Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia. In: Brookings Papers on Economic Activity, 1 (1998), S. 1 - 136.
- Garber, Peter: Notes on Market-Based Bank Regulation. In: Joseph Bisignano, William Hunter, George Kaufman (eds.): Global Financial Crises: Lessons from Recent Events, Boston 2000, S. 255 – 259.
- Garcia, Márcio G. P.; Valpassos, Marcus Vinicius F.: Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: The Case of Brazil in the Nineties, Texto para discussão 389, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia, Rio de Janeiro 1998.
- Gevel, Ad J. W. van de: Diagnosis of Financial Crisis in Asia: From Miracle to Debacle, Tilburg University, Faculty of Economics and Business Administration, Research Memorandum No. 769, Tilburg 1998.
- Glick, Reuven: Thoughts on the Origins of the Asia Crisis: Impulses and Propagation Mechanisms. Federal Reserve Bank of San Francisco, San Francisco 1998.
- Gold, Joseph: The Stand-by Arrangements of the International Monetary Fund, International Monetary Fund, Washington, DC 1979.
- Gold, Joseph: Legal and Institutional Aspects of the International Monetary System – Selected Essays. Jane Evensen, Jai Keun Oh (eds.), Washington, DC 1979.
- Gold, Joseph: Legal and Institutional Aspects of the International Monetary System – Selected Essays, Volume II, Washington, DC 1984.
- Gold, Joseph: Financial Assistance by the International Monetary Fund. In: Wolfgang Engshuber (ed.): Die Auflagenpolitik des Internationalen Währungsfonds aus rechtlicher Hinsicht, Verfassung und Recht in Übersee 19 (1986), S. 21 – 26.
- Gold, Joseph: Interpretation: The IMF and International Law, London 1996.
- Goldberg, Linda; Dages, Gerard; Kinney, Daniel: Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons from Mexico and Argentina, Federal Reserve Bank of New York, New York 2000.
- Goldfajn, Ilan; Baig, Taimur: Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises: The Case of Asia, International Monetary Fund, Working Paper No. 98/170, Washington, DC 1998.

-
- Goldfajn, Ilan; Gupta, Poonam: Does Monetary Policy Stabilize the Exchange Rate Following a Currency Crisis?, International Monetary Fund, Working Paper No. 99/42, Washington, DC 1999.
- Goldstein, Morris: The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications, Institute for International Economics, Policy Analysis in International Economics No. 55, Washington, DC 1998.
- Goldstein, Morris; Weatherstone, Dennis: IMF Structural Programs. Working Paper for: Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies held October 19-21, 2000. Online in URL: <http://www.nber.org/books/woodstock00/>, forthcoming in: Martin Feldstein (ed.): Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies.
- Gomez, Edmund T; Jomo, Kwame Sundaram: Malaysia's Political Economy: Politics, Patronage and Profits, Cambridge 1997.
- Gould, David M.; Kamin, Steven B.: The Impact of Monetary Policy on Exchange Rates during Financial Crises. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper No. 669, 2000.
- Government of Indonesia: Letter of Intent and Memorandum of Economic and Financial Policies, Jakarta 1997. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/loi/103197.htm> (Stand: 02.01.1999), 17 Seiten.
- Government of Indonesia: Indonesia—Memorandum of Economic and Financial Policies, Jakarta 1998a. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/loi/011598.htm> (Stand: 06.08.1998), 11 Seiten.
- Government of Indonesia: Indonesia - Supplementary Memorandum of Economic and Financial Policies, Jakarta 1998b. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/loi/041098.htm> (Stand: 19.02.2000), 5 Seiten.
- Government of Indonesia: Indonesia – Second Supplementary Memorandum of Economic and Financial Policies, Jakarta 1998c. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/loi/062498.htm> (Stand: 19.02.2000), 6 Seiten.
- Government of Indonesia: Letter of Intent and Supplementary Memorandum of Economic and Financial Policies, Jakarta 1998d. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/loi/1113a98.htm> (Stand: 19.02.2000), 14 Seiten.
- Government of Korea: Letter of Intent and Memorandum on the Economic Program, Seoul 1997a. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/loi/120397.htm> (Stand: 02.01.1999), 13 Seiten.
- Government of Korea: Letter of Intent, Seoul 1997b. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/loi/122497.htm> (Stand: 02.01.1999), 7 Seiten.
- Government of Korea: Letter of Intent, Seoul 1998. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/loi/020798.htm> (Stand: 02.01.1999), 11 Seiten.
- Government of Thailand: Letter of Intent, Memorandum on Economic Policies, Bangkok 1997. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/loi/081497.htm> (02.01.1999), 14 Seiten.

-
- Government of Thailand: Letter of Intent and Memorandum on Economic Policies of the Royal Thai Government, Bangkok 1998a. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/loi/022498.htm> (Stand: 03.05.1998), 13 Seiten.
- Government of Thailand: Letter of Intent and Memorandum on Economic Policies of the Royal Thai Government, Bangkok 1998b. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/loi/052698.htm> (Stand: 26.05.1998), 13 Seiten.
- Gregorio, José de; Edwards, Sebastian; Valdéz, Rodrigo: Capital Controls in Chile: An Assessment. Presented at the 11th Annual Inter-American Seminar on Economics, Rio de Janeiro 1998.
- Group of Seven Finance Ministers (2000): Strengthening the International Financial Architecture, Report from G7 Finance Ministers to the Heads of State and Government, Fukuoka 2000. Online in URL: <http://www.mofa.go.jp/policy/economy/summit/2000/documents/arc.html> (Stand: 26.07.2001), 11 Seiten.
- Gutián, Manuel: Fund Conditionality; Evolution of Principles and Practices, International Monetary Fund, Pamphlet Series No. 38, Washington, DC 1981.
- Gutián, Manuel: The Challenge of Managing Global Capital Flows. In: Finance & Development, 35 (1998) 2. Online in URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/gutian.htm> (Stand: 26.07.1998), 7 Seiten.
- Helpman, Elhanan: An Exploration in the Theory of Exchange Rate Regimes. In: Journal of Political Economy, 89 (1981) 5, S. 865 – 890.
- Henderson, Callum: Asia Falling: Making Sense of the Asian Currency Crisis and its Aftermath, Singapore 1998.
- Hermalin, Benjamin E.; Rose, Andrew K.: Risks to Lenders and Borrowers in International Capital Markets, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6886, Cambridge 1999.
- Higgott, Richard: The Politics of Economic Crisis in East Asia: Some Longer Term Implications, Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation (CSGR), University of Warwick, Working Paper No. 02/98, Warwick 1998.
- Horsefield, Keith: The International Monetary Fund 1945 – 1965, Twenty Years of International Monetary Cooperation, Volume I: Chronicle, Washington, DC 1969.
- Institute of International Finance: Resolving Sovereign Financial Crises, Washington, DC 1996.
- Institute of International Finance: Summary Report on the Work of the IIF Steering Committee on Emerging Markets Finance, Washington, DC 1999a.
- Institute of International Finance: Global Private Finance Leaders Stress the Importance of Voluntary Approaches to Crisis Resolution in Emerging Markets, Washington, DC 1999b.
- International Financial Corporation: 1994 Emerging Stock Markets Factbook, Washington, DC 1994.

International Financial Institution Advisory Commission: IFIAC (Meltzer) Commission Report, Washington, DC 2000.

International Monetary Fund: IMF-Survey, 20.2. 1995, Washington, DC 1995a.

International Monetary Fund: World Economic Outlook, Washington, DC May 1995b.

International Monetary Fund: World Economic Outlook – Interim Assessment, Washington, DC 1997a.

International Monetary Fund: IMF Approves Stand-by Credit for Thailand, Press Release No. 97/37, Washington, DC 1997b. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1997/pr9737.htm> (Stand: 26.11.1997), 4 Seiten.

International Monetary Fund: IMF Approves Stand-by Credit for Indonesia, Press Release No. 97/50, Washington, DC 1997c. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1997/pr9750.htm> (Stand: 26.11.1997), 4 Seiten.

International Monetary Fund: IMF Executive Board Completes Review of Thailand Program, News Brief No. 97/29, Washington, DC 1997d. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/nb/1997/nb9729.htm> (02.01.1999), 1 Seite.

International Monetary Fund: World Economic Outlook, Washington, DC May 1997e.

International Monetary Fund: World Economic Outlook, Washington, DC April 1998a.

International Monetary Fund: World Economic Outlook, Washington, DC October 1998b.

International Monetary Fund: Financial Organization and Operations of the IMF, Pamphlet Series No. 45, 5th Edition, Washington, DC 1998c.

International Monetary Fund: Annual Report 1998, Washington, DC 1998d.

International Monetary Fund: IMF Approves \$11.2 Billion in Financing to Support Russia's Economic Program. In: IMF Survey, 27 (1998e) 15, S. 237 – 238.

International Monetary Fund: World Economic Outlook and International Capital Markets - Interim Assessment, Washington, DC December 1998f.

International Monetary Fund: IMF Board Approves Extended Arrangement to Support Indonesia's Program. In: IMF Survey, 27 (1998g) 17, S. 269 – 270.

International Monetary Fund: International Capital Markets - Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Washington, DC 1998h.

International Monetary Fund: The General Arrangements to Borrow (GAB), Washington, DC 1999a. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/gab.htm> (Stand: 17.02.2000), 2 Seiten.

International Monetary Fund: The New Arrangements to Borrow (NAB), Washington, DC 1999b. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/nab.htm> (Stand: 17.02.2000), 2 Seiten.

-
- International Monetary Fund: IMF Tightens Defenses Against Financial Contagion by Establishing Contingent Credit Lines, Press Release No. 99/14, Washington, DC 1999c. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1999/pr9914.htm> (Stand: 26.11.1999), 7 Seiten.
- International Monetary Fund: IMF Approves Stand-by to Support Russia's Fiscal and Monetary Program. In: IMF-Survey, 28 (1999d) 15, S. 241 – 243.
- International Monetary Fund: IMF Board of Governors Approves Transformation of Interim Committee, Press Release No. 99/47, Washington, DC 1999e. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1999/pr9947.htm> (Stand: 26.11.1999), 1 Seite.
- International Monetary Fund: Malaysia: Selected Issues, IMF Staff Country Report No. 99/86, Washington, DC 1999f.
- International Monetary Fund: Report of the Acting Managing Director to the International Monetary and Financial Committee on Progress in Reforming the IMF and Strengthening the Architecture of the International Financial System, Washington, DC 2000a. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/omd/2000/report.htm>, (Stand: 05.05.2001), 34 Seiten.
- International Monetary Fund: International Capital Markets, Developments, Prospects, and Key Policy Issues, Washington, DC 2000b.
- International Monetary Fund: Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises - Standstills – Preliminary Considerations, Washington, DC 2000c. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/pdr/sstill/2000/eng/index.htm> (Stand: 15.04.2001), 33 Seiten.
- International Monetary Fund: IMF Board Agrees on Changes to Fund Financial Facilities, Public Information Notice No. 00/79, Washington, DC 2000d. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2000/pn0079.htm> (Stand: 01.01.2000), 6 Seiten.
- International Monetary Fund: Review of Fund Facilities – Preliminary Considerations, Washington, DC 2000e.
- International Monetary Fund: Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF, Washington, DC 2000f. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/ext/ib/2000/062300.htm> (Stand: 09.08.2000), 21 Seiten.
- International Monetary Fund: IMF Approves US\$5 Billion Extended Arrangement for Indonesia, Press Release No. 00/4, Washington, DC 2000g. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2000/pr0004.htm> (Stand: 10.02.2000), 5 Seiten.
- International Monetary Fund: IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Governors, Washington, DC 2001a. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.htm> (Stand: 17.11.2001), 10 Seiten.
- International Monetary Fund: IMF Survey – Supplement, Washington, DC 2001b.
- International Monetary Fund: Special Drawing Rights – A Factsheet, Washington, DC 2001c. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/sdr.htm> (Stand: 17.11.2001), 3 Seiten.

-
- International Monetary Fund: Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSCs), Washington, DC 2001d. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/rosc/rosc.asp> (Stand: 17.12.2001), 7 Seiten.
- International Monetary Fund: Financial Sector Assessment Program (FSAP), Washington, DC 2001e. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/fsap/fsap.asp> (Stand: 17.12.2001), 3 Seiten.
- International Monetary Fund: Review of Access Policy in the Credit Tranches and under the Extended Fund Facility - Background Paper, Washington, DC 2001f.
- International Monetary Fund: World Economic Outlook – The Global Economy After September 11, Washington, DC 2001g.
- International Monetary Fund: Structural Conditionality in Fund-Supported Programs, Washington, DC 2001h.
- International Monetary Fund: Transcript of a Teleconference on Sovereign Debt Restructuring Mechanism with Washington-based Journalists and First Deputy Managing Director, Anne Krueger, Washington, DC April 1, 2002. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/tr/020401.htm> (Stand: 02.04.2002), 10 Seiten.
- Issing, Otmar: Einführung in die Geldpolitik, 6. überarbeitete Auflage, München 1998.
- Jarchow, Hans-Joachim: Die südostasiatische Finanz- und Währungskrise – Makrotheorie und empirische Evidenz. In: Eberhard Scholing (Hrsg.): Währung und wirtschaftliche Entwicklung, Festschrift für Vincenz Timmermann zum 65. Geburtstag, Berlin 2000, S. 1 – 28.
- Jeanne, Olivier; Wyplosz, Charles: The International Lender of Last Resort: How Large is Large Enough?, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8381, Cambridge 2001.
- Johnson, Simon; Mitton, Todd: Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8521, Cambridge 2001.
- Jomo, Kwame Sundaram: Malaysia: From Miracle to Debacle. In: Kwame Sundaram Jomo (ed.): Tigers in Trouble – Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia, London 1998, S. 181 – 197.
- Jomo, Kwame Sundaram: Capital Controls. In: Kwame Sundaram Jomo (ed.), Malaysian Eclipse: Economic Crisis and Recovery, London 2001, S. 200 – 216.
- Kaminsky, Graciela L.; Reinhart, Carmen M.: The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper No. 544, Washington, DC 1996.
- Kaminsky, Graciela L.; Lizondo, Saul; Reinhart, Carmen M.: Leading Indicators of Currency Crises. In: IMF Staff Papers 45 (1998) 1, S 1 - 48.
- Kaminsky, Graciela L.; Schmukler, Sergio: Short- and Long-Run Integration: Do Capital Controls Matter? In: Brookings Trade Forum: 2000, S. 125 – 147.

-
- Kaplan, Ethan; Rodrik, Dani: Did the Malaysian Capital Controls Work? National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 8142, Cambridge 2001.
- Kim, Eun Mee: Big Business, Strong State, Albany 1997.
- Kim, Woochan; Byeon, Yangho: Restructuring Korean Banks' Short Term Debts in 1998 – Detailed Accounts and Their Implications. Forthcoming in: David T. Coe, Se-Jik Kim (eds.): Korea: Crisis and Recovery Paper prepared for: Conference on the Korean Crisis and Recovery, Seoul May 17 – 19, 2001.
- Kindleberger, Charles P.: Financial Crises. In: Peter Newman, Murray Milgate, John Eatwell (eds.): The New Palgrave, Dictionary of Money & Finance, 2 (F – M), London 1992, S. 46 – 47.
- Kindleberger, Charles P.: Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises, 4th Edition, New York 2000.
- Klein, Michael; Marion, Nancy: Explaining the Duration of Exchange-Rate Pegs, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 4651, Cambridge 1994.
- Koo, Suk Mo: Korea's Business Groups and International Competitiveness. In: Sung Yeung Kwack (ed.): The Korean Economy at a Crossroad – Development Prospects, Liberalization, and South-North Economic Integration, Westport 1994, S. 151 – 166.
- Korea Herald: Gov't Considering Easing 200% Debt-Equity Ceiling, Seoul 2001. Online in URL: http://www.koreaherald.co.kr/SITE/data/html_dir/2001/08/07/200108070027.asp (Stand: 07.08.2001), 2 Seiten.
- Kraay, Aart: Do High Interest Rates Defend Currencies During Speculative Attacks?, World Bank, Policy Research Working Paper No. 2267, Washington, DC 2000.
- Krueger, Anne O.: IMF Stabilization Programs. Working Paper for: Conference on Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies held October 19-21, 2000. Online in URL: <http://www.nber.org/books/woodstock00/>, forthcoming in: Martin Feldstein (ed.): Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies.
- Krueger, Anne O.: Conflicting Demands on the International Monetary Fund. In: American Economic Review, 90 (2000) 2, S. 38 – 42.
- Krueger, Anne O.: International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring, Washington, DC 2001. Online in URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm> (Stand: 28.11.2001), 9 Seiten.
- Kruger, Mark; Osakwe, Patrick N.; Page, Jennifer: Fundamentals, Contagion and Currency Crises: An Empirical Analysis, Bank of Canada, Working Paper 98-10, Ottawa 1998.
- Krugman, Paul: A Model of Balance of Payment Crises. In: Journal of Money, Credit, and Banking, 11 (1979), S. 311 – 25.
- Krugman, Paul: The Myth of Asia's Miracle. In: Foreign Affairs, Vol. 73 (1994), November/December, S. 62 – 78.

-
- Krugman, Paul: The Confidence Game, How Washington Worsened Asia's Crash. In: The New Republic Online, 05.10.1998a. Online in URL: <http://www.thenewrepublic.com/magazines/tnr/current/krugman100598.html> (Stand: 11.11.1998), 7 Seiten.
- Krugman, Paul: An Open Letter to Prime Minister Mahathir. September 1, 1998. Online in URL: <http://web.mit.edu/krugman/www/mahathir.html> (Stand: 16.05.2001), 1 Seite.
- Krugman, Paul: Analytical Afterthought on the Asian Crisis, Working Paper, Cambridge 1999. Online in URL: <http://web.mit.edu/krugman/www/MINICRIS.htm> (Stand: 15.01.2000), 7 Seiten.
- Krugman, Paul: Introduction. In: Paul Krugman (ed.): Currency Crises, Chicago 2000, S. 1 – 4.
- Lal, Deepak: Don't Bank on It, Mr. Blair. In: The Spectator, London, September 26, 1998, S. 17 – 19.
- Lane, Timothy; Ghosh, Atish R.; Hamann, Javier; Phillips, Steven; Schulze-Ghattas, Marianne; Tsikata, Tsidi: IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment, International Monetary Fund, Occasional Paper No. 178, Washington, DC 1999.
- Lane, Timothy; Phillips, Steven: Does IMF Financing Result in Moral Hazard?, International Monetary Fund, Working Paper No. 00/168, Washington, DC 2000.
- Lau, Lawrence; Kim, Jong-Il: The Sources of the Growth in the East Asian Newly Industrialized Countries. In: Journal of the Japanese and International Economies, 8 (1994) 3, S. 235 – 271.
- Lauridsen, Laurids S.: Thailand: Causes, Conduct, Consequences. In: Kwame Sundaram Jomo (ed.): Tigers in Trouble – Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia, London 1998, S. 137 – 161.
- Lindgren, Carl-Johan; Baliño, Tomás J. T.; Enoch, Charles; Gulde, Anne-Marie; Quintyn, Marc; Teo, Leslie: Financial Sector Crisis and Restructuring – Lessons from Asia, International Monetary Fund, Occasional Paper No. 188, Washington, DC 1999.
- Lipworth, Gabrielle; Nystedt, Jens: Crisis Resolution and Private Sector Adaption. In: IMF Staff Papers, 47 (2001) Special Issue, S. 188 – 214.
- Loser, Claudio M.; Williams, Ewart S.: The Mexican Crisis and Its Aftermath: An IMF Perspective. In: Sebastian Edwards, Moisés Naim (eds.), Mexico 1994 – Anatomy of an Emerging Market Crash, Washington, DC 1997, S. 259 – 273.
- Mahathir Bin Mohamad: The Challenges and Opportunities We Face, Speech at the World Bank Meeting in Hong Kong, September 20, 1997. Online in URL: http://members.tripod.com/~american_almanac/mahathir1.htm (Stand: 05.02.1999), 9 Seiten.
- Mako, William P.: Corporate Restructuring and Reform: Lessons from Korea. Working Paper prepared for: Conference on the Korean Crisis and Recovery, Seoul May 17 – 19, 2001. Forthcoming in: David T. Coe, Se-Jik Kim (eds.): Korea: Crisis and Recovery.
- Mann, Richard: Economic Crisis in Indonesia: The Full Story, Indonesia 1998.

-
- Martinez, Guillermo Ortiz: What Lessons Does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia? In: Finance & Development, 35 (1998) 2. Online in URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1998/06/ortiz.htm> (Stand: 26.07.1998), 7 Seiten.
- McCafferty, Stephen: Macroeconomic Theory, New York 1990.
- McKibbin, Warwick; Martin, Will: The East Asian Crisis: Investigating Causes and Policy Responses, World Bank, Working Paper, Washington, DC 1999.
- McKinnon, Ronald I.: Optimal Currency Areas. In: American Economic Review, Vol. 53 (1961), S715 – 725.
- McKinnon, Ronald I.; Pill Huw: Credible Liberalizations and International Capital Flows: The Overborrowing Syndrome. In: Takatoshi Ito, Anne O. Krueger: Financial Deregulation and Integration in East Asia, Chicago 1996, S. 7 – 42.
- McLeod, Ross H.: Indonesia. In: Ross H. McLeod, Ross Garnaut (eds.) East Asian Crisis – From Being a Miracle to Needing One?, London 1998a, S. 31 – 48.
- McLeod, Ross H.: The New Era of Financial Fragility. In: Ross H. McLeod, Ross Garnaut (eds.) East Asian Crisis – From Being a Miracle to Needing One?, London 1998b, S. 333 – 351.
- McNulty, Sheila: Investors Lose Faith in Malaysia's Weak Reforms. In: Financial Times, January 17 2001, S. 23.
- Meltzer, Allan H.: What's Wrong with the IMF? What Would Be Better? In: William Hunter, George Kaufman, Thomas Krueger (eds.): The Asian Financial Crisis: Origins, Implications, and Solutions, Boston 1999, S. 241 – 260.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria; Razin, Assaf: Sustainability of Persistent Current Account Deficits, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 5467, Cambridge 1996a.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria; Razin, Assaf: Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 5791, Cambridge 1996b.
- Milesi-Ferretti, Gian Maria; Razin, Assaf: Current Account Sustainability. Princeton University, International Finance Section, Princeton Studies in International Finance No. 81, Princeton October 1996c.
- Miller, Marcus; Stiglitz, Joseph: Bankruptcy Protection Against Macroeconomic Shocks: The Case for a 'Super Chapter 11', Working Paper Presented at a Conference on Capital Flows, Financial Crisis and Policies at the World Bank, 15 - 16 April 1999, Washington 1999.
- Miller, Marcus; Zhang, Lei: Sovereign Liquidity Crises: The Strategic Case for a Payment Standstill. In: The Economic Journal, 110 (2000), S. 335 – 362.
- Min, Hong G.: Dynamic Capital Mobility, Capital Market Risk, and Exchange Rate Misalignment: Evidence from Seven Asian Countries, World Bank Working Paper, 1998.
- Mishkin, Frederic S.: Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 5600, Cambridge 1996.

-
- Mishkin, Frederic S.: International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6390, Cambridge 1998.
- Mishkin, Frederic S.: Lessons from the Asian Crisis, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 7102, Cambridge 1999.
- Möller, Herbert; Jarchow, Hans-Joachim: Demand and Supply Functions for West German Exports. In: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 207 (1990) 6, S. 529 – 538.
- Moles, Peter; Terry, Nicholas (eds.): The Handbook of International Financial Terms, Oxford 1997.
- Montes, Manuel F.; Abdusalamov, Muhammad Ali: Indonesia: Reaping the Market. In: Kwame Sundaram Jomo (ed.): Tigers in Trouble – Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia, London 1998, S. 162 – 180.
- Müller, Ralf: The Financial System in South Korea: Intermediation Inefficiency, Crisis and Reform. In: Lukas Menkhoff, Beate Reszat (eds.): Asian Financial Markets – Structures, Policy Issues and Prospects, Baden-Baden 1998, S. 171 – 186.
- Mundell, Robert A.: The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates. In: IMF Staff Papers, 9 (1962), S. 70 – 79.
- Mundell, Robert A.: Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. In: Canadian Journal of Economics and Political Science, 29 (1963), S. 475 – 485.
- Mussa, Michael: Factors Driving Global Economic Integration. Speech at a Symposium on „Global Opportunities and Challenges“, August 25, 2000 in Jackson Hole, Wyoming 2000.
- National Economic Action Council: White Paper: Status of the Malaysian Economy Part I, Kuala Lumpur 1999a.
- National Economic Action Council: White Paper: Status of the Malaysian Economy - Appendices, Kuala Lumpur 1999b.
- Nienhaus, Volker: The Financial System of Malaysia. In: Lukas Menkhoff, Beate Reszat (eds.): Asian Financial Markets – Structures, Policy Issues and Prospects, Baden-Baden 1998, S. 187 – 221.
- Niskanen, William A.: Is There a Role for the IMF? In: Cato Journal, 18 (1999) 3, S. 331 – 334.
- Nunnenkamp, Peter: The Moral Hazard of IMF Lending: Making a Fuss about a Minor Problem?, Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 332, Kiel 1999.
- Nurick, Lester: The International Monetary Fund Articles of Agreement. In: David M. Sassoan and Daniel D. Bradlow (eds.): Judicial Enforcement of International Debt, De Hague 1997, S. 107 – 118.
- Ohne Verfasser: Devisenkrise in Asien Soros Schuld? In: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 27.07.1997a, S. 6.
- Ohne Verfasser: Gehen die Uhren in Ostasien anders? In: Neue Zürcher Zeitung, 22.09.1997b, S. 9.

-
- Ohne Verfasser: Fiscal Expansion and Growth in Malaysia. In: The New Straits Times Press, Kuala Lumpur, May 11th, 2001, S. 1.
- Overseas Development Council: The Future Role of the IMF in Development, Washington, DC 2000.
- Park, Yoon-Shik: Korea's Chaebols Issued Combined Financial Statements for First Time. In: Korea Insight, 2 (2000) 8, S. 1.
- Park, Yung Chul: Korea: Development and Structural Change of the Financial System. In: Hugh T. Patrick, Yung Chul Park (eds.): The Financial Development of Japan, Korea, and Taiwan – Growth, Repression, and Liberalization, New York 1994, S. 129 – 187.
- Park, Yung Chul: East Asian Liberalization, Bubbles, and the Challenges from China. In: Brookings Papers on Economic Activity, 2 (1996), S. 357 – 371.
- Park, Yung Chul; Kim, Won Dong: Korea: Development and Structural Change of the Banking System. In: The Financial Development of Japan, Korea, and Taiwan – Growth, Repression, and Liberalization. Hrsg.: Hugh T. Patrick, Yung Chul Park, New York 1994, S. 188 – 221.
- Park, Yung Chul; Song, Chi-Young: Managing Foreign Capital Flows: The Experiences of Korea, Thailand, Malaysia and Indonesia, United Nations Conference on Trade and Development, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol. VIII (1997), S. 87 – 125.
- Pengurusan Danaharta Nasional Berhad (Danaharta): Operations Report 30 June 2001, Kuala Lumpur 2001.
- Petersmann, H.G.: The Legal Evolution of the International Monetary System since Bretton Woods. In: German Yearbook of International Law, 25 (1982), S. 376 – 401.
- Piazolo, Marc: Indonesia – Equity Market Development via Privatization. In: Lukas Menkhoff, Beate Reszat (eds.): Asian Financial Markets – Structures, Policy Issues and Prospects, Baden-Baden 1998, S. 259 – 284.
- Polak, Jacques J.: The Changing Nature of IMF Conditionality, Princeton University, Essays in International Finance No. 184, Princeton 1991.
- Polak, Jacques J.: The World Bank and the IMF: A Changing Relationship, Washington, DC 1994.
- Polulyakh, Diana: The IMF and Russia: Who Needs Whom? University of California, Political Science Department, Los Angeles 2001.
- Radelet, Steven; Sachs, Jeffrey: The Onset of the East Asian Financial Crisis. National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6680, Cambridge 1998.
- Riesenhuber, Eva: The International Monetary Fund – Legitimacy of Its Crisis Management, The Hague 2001.
- Rigobon, Roberto: Informational Speculative Attacks: Good News Is No News, MIT 1998.

-
- Robinson, David; Byeon, Yangho; Teja, Ranjit; Tseng, Wanda: Thailand: Adjusting to Success. International Monetary Fund - Current Policy Issues, International Monetary Fund, Occasional Paper No. 85, Washington, DC 1991.
- Rojas-Suárez, Liliana; Weisbrod, Steven R.: Financial Fragilities in Latin America: The 1980s and 1990s, International Monetary Fund, Occasional Paper No. 132, Washington, DC 1995.
- Roubini, Nouriel; Wachtel, Paul: Current Account Sustainability in Transition Economies, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 6468, Cambridge 1998.
- Sachs, Jeffrey D.: The IMF and the Asian Flu. In: The American Prospect Online 1998. Online in URL: <http://www.prospect.org/print/V9/37/sachs-j.html> (Stand: 26.05.1999), 8 Seiten.
- Sachs, Jeffrey D.: The IMF is a Force unto Itself. In: Financial Times, 11.12.1997, S. 9.
- Sachs, Jeffrey D.; Larrain B., Filipe: Macroeconomics in the Global Economy, New York 1993.
- Sachs, Jeffrey D.; Tornell, Aaron; Velasco, Andrés: Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995. In: Brookings Papers on Economic Activity, 1 (1996), S. 147 – 215.
- Sachs, Jeffrey D.: The International Lender of Last Resort: What are the Alternatives? In: Jane Sneddon Little, Giovanni P. Olivei (eds.): Rethinking the International Monetary System, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 43, Boston 1999, S. 181 – 188.
- Salin, Pascal: Die Theorie des optimalen Währungsgebiets. In: E.-M. Claassen (Hrsg.), Kompendium der Währungstheorie, München 1977, S. 177 - 200.
- Sanger, David E.: I.M.F. Reports Plan Backfired, Worsening Indonesia Woes. In: New York Times, Section A: Business/Financial Desk, New York 14.01.1998, S. 1. Online in URL: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/IndonesiaIMFNYT198.html> (Stand: 08.04.1998), 4 Seiten.
- Sarel, Michael: Growth and Productivity in ASEAN Countries, International Monetary Fund, Working Paper No. 97/97, Washington, DC 1997.
- Schechter, Henry: IMF Conditionality and the International Economy: A U.S. Labor Perspective. In: Robert J. Myers (ed.): The Political Morality of the International Monetary Fund, Volume 3, New Brunswick and Oxford 1987, S. 47 – 63.
- Schnabl, Gunther; Starbatty, Joachim: Im Strudel der japanischen Krise. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 22.08.1998, S. 13.
- Schulze, Günther G.: The Political Economy of Capital Controls, Cambridge 2000.
- Sheng, Yap Kioe; Kirinpanu, Sakchai: Bangkok's Housing Boom and the Financial Crisis in Thailand: Only the Sky was the Limit, UMP-Asia, Occasional Paper No. 43, Tokyo 1999.
- Smith, Heather: Korea. In: Ross H. McLeod, Ross Garnaut (eds.) East Asian Crisis – From Being a Miracle to Needing One?, London 1998, S. 66 – 84.
- Soesastro, M. Hadi; Drysdale, Peter: Survey of Recent Developments. In: Bulletin of Indonesian Economic Studies, 26 (1990) 3, S. 3 – 54.

-
- Steigum, Erling: Financial Deregulation, Credit Boom and the Banking Crisis: the Case of Norway, Norwegian School of Economics and Business Administration, Discussion Paper 15/92, Bergen 1992.
- Summers, Lawrence: Mexico: Ten Lessons to Learn. In: *The Economist*, December 23 1995 – January 5 1996, S. 46 – 48.
- Summers, Lawrence: Statement to the International Monetary and Finance Committee, Washington, DC April 16th, 2000.
- The Castle Group: Indonesia Country Report, March 1998, Jakarta 1998.
- Thiessen, Gordon: Globalized Financial Markets and Monetary Policy. Speech to: La Conférence de Montréal, Montreal 1998. Online in URL: <http://www.bank-banque-canada.ca/en/speeches/sp98-3.htm> (Stand: 12.01.1999), 4 Seiten.
- Tinakorn, Pranee; Sussangkarn, Chalongphob: Productivity Growth in Thailand. Thailand Development Research Institute, February 1994.
- Tobin, James: A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. In: *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1 (1969), S. 15 – 29.
- Tornell, Aaron: Common Fundamentals in the Asian Currency Crisis, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 7139, Cambridge 1999.
- Tsatsaronis, Kostas: The Effect of CACs on Sovereign Bond Spreads. In: *BIS Quarterly Review*, November 1999, Basle 1999, S. 22.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD): Trade and Development Report 1998, Geneva 1998.
- United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD): Trade and Development Report 2001, Geneva 2001.
- U.S. House of Representatives: Downloadable U.S. Code, Title 11 – Bankruptcy, Washington, DC 2001. Online in URL: http://uscode.house.gov/title_11.htm (Stand: 21.12.2001), 1 Seite.
- US-Treasury: Response to the Report of the International Financial Institution Advisory Commission, Washington, DC 2000.
- Velasco, Andrés: Liberalization, Crisis, Intervention: The Chilean Financial System, 1975 – 85. In: Tomás J. T. Balino, Vasudevan Sundarajan (eds.): *Banking Crises: Cases and Issues*, Washington, DC 1991.
- Warr, Peter G.: Thailand. In: Ross H. McLeod, Ross Garnaut (eds.) *East Asian Crisis – From Being a Miracle to Needing One?*, London 1998, S. 49 – 65.
- Weigeldt, Klaus: Die Konditionalität des IWF in ihrem Verhältnis zur Staatssouveränität und zu den Menschenrechten, Aachen 1999.
- Wigmore, Barrie A.: Was the Bank Holiday of 1933 Caused by a Run on the Dollar?. In: *Journal of Economic History*, 47 (1987) 3, S. 739 – 755.

-
- World Bank: Articles of Agreement, Article I, Purposes, Washington, DC 1989a. Online in URL: <http://www.worldbank.org/html/extdr/backgrd/ibrd/art1.htm> (Stand: 28.11.2001), 1 Seite.
- World Bank: Articles of Agreement, Article II, Membership in and Capital of the Bank, Washington, DC 1989b. Online in URL: <http://www.worldbank.org/html/extdr/backgrd/ibrd/art2.htm> (Stand: 28.11.2001), 3 Seiten.
- World Bank: The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy, New York 1993.
- World Bank: Global Economic Prospects and the Developing Countries: 1997, Washington, DC 1997.
- World Bank: East Asia: The Road to Recovery, Washington, DC 1998.
- World Bank: Global Development Finance – Country Tables, Washington, DC 1999.
- World Bank: Malaysia, Macroeconomic Update, Washington, DC 2001.
- World Economic Forum: The Global Competitive Report 1997, Geneva 1997.
- World Bank: Global Economic Prospects and the Developing Countries, Washington, DC 2000.
- Young, Alwyn: Lessons from the East Asian NICs: A Contrarian View. In: *European Economic Review*, Vol. 38 (1994), S. 964 – 973.
- Young, Alwyn: The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Realities of the East Asian Growth Experience. In: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110 (1995), S. 641 – 680.
- Zhang, Allan: Testing for Moral Hazard in Emerging Market Lending, Institute of International Finance, Discussion Paper No. 99-1, Washington, DC 1999.
- Zimmermann, Werner; Fries, Hans-Peter: *Betriebliches Rechnungswesen*, 7., unwesentlich erweiterte Auflage, München 1998.