

URSACHEN UND ERKLÄRUNGEN DER ASIENKRISE

von

[Wolfram Berger](#) **und** [Helmut Wagner](#)

Diskussionsbeitrag Nr. 286

Januar 2000

FernUniversität Hagen

[Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insb. Makroökonomik](#)

Eugen-Schmalenbach-Gebäude

Feithstraße 140

58084 Hagen

1 Einführung

Auch fast drei Jahre nach Ausbruch der Währungs- und Finanzmarktkrisen in Asien schwillt die Diskussion um diese Ereignisse nicht ab. Beginnend mit spekulativen Attacken auf den thailändischen Baht in der ersten Hälfte des Jahres 1997, die schließlich zu dessen Freigabe am 02.07.1997 führten, entwickelte sich die Asienkrise zu einer der schwersten Krisen in den Emerging Markets überhaupt. Die Währungskrisen Indonesiens, Koreas, Malaysias, Thailands sowie der Philippinen als die fünf primär betroffenen Länder sind, gemessen an den prozentualen Abwertungen gegenüber dem US-Dollar zwischen Juli 1997 und Januar 1998, allesamt als extrem zu beurteilen. Die Abwertungen erreichten ein Ausmaß von über 40% auf den Philippinen und in Malaysia, rund 55% in Korea und Thailand sowie über 80% in Indonesien (BIZ 1998). Ebenso schwerwiegend sind die realwirtschaftlichen Auswirkungen. Die oben genannten Länder erfuhren 1998 mit Ausnahme der Philippinen, deren reales Bruttoinlandsprodukt lediglich um 0,5% schrumpfte, schwere Depressionen mit einem Rückgang des realen Bruttoinlandsprodukts um 5,8% in Korea, 6,7% in Malaysia, 9,4% in Thailand sowie 14% in Indonesien (IWF 1999b).

Die Diskussion um die Erklärung der Ursachen und auslösenden Momente dieser jüngsten Krise nimmt immer noch breiten Raum ein, wobei die Etablierung eines weithin akzeptierten Modells noch nicht in Sicht scheint. Grundsätzlich lassen sich zwei unterschiedliche Richtungen in der theoretischen Analyse der Asienkrise unterscheiden. Im Rahmen des einen Erklärungsansatzes werden die Ursachen sowie der Ausbruch der Krise allein auf fundamentalökonomische Faktoren zurückgeführt (Krugman 1998a). Dieser Ansatz betont die Bedeutung impliziter staatlicher Garantien der Bankeinlagen für eine übermäßige Risikoakkumulation in den Bankensektoren der betroffenen Staaten (Moral Hazard-These). Demgegenüber sehen die Vertreter des alternativen Erklärungsansatzes den Grund der Asienkrise in der Instabilität der Finanz- und Kapitalmärkte, die eine aus fundamentalökonomischer Sicht nicht notwendige Finanzmarktpanik auslöste (Chang/Velasco 1998a, b; Radelet/Sachs 1998a, b). Allerdings basiert auch dieser Ansatz auf der Existenz fundamentalökonomischer Probleme in den betroffenen Ländern, die zwar allein nicht als ausreichende Erklärung angesehen werden, die jedoch eine gewisse Krisenanfälligkeit erzeugten und damit die Vorbedingung für deren Eintreten schufen. Beide Ansätze stimmen folglich darin überein, daß die betroffenen Länder vor Ausbruch der Krise eine gewisse fundamentalökonomisch begründete Krisenanfälligkeit

aufwiesen. Sie unterscheiden sich hingegen in der Bedeutung, die sie diesen fundamentalen Schwächen für die Erklärung der Krise beimessen.

Ziel dieses Aufsatzes ist es nicht, eine alternative Erklärung für die Entstehung der Asienkrise zu entwickeln. Vielmehr werden die etablierten theoretischen Ansätze vor dem Hintergrund der im Vorfeld der Krise empirisch beobachtbaren fundamentalökonomischen Schwächen diskutiert und gegenübergestellt. Insofern handelt es sich bei diesem Aufsatz um eine Überblicksarbeit, die eine konsistente und geschlossene Darstellung der Ursachen und Erklärungen der Ereignisse in Asien der Jahre 1997/98 bietet. Im Mittelpunkt des nächsten Kapitels stehen mit dem (Miß-)Verhältnis von kurzfristig liquiden internationalen Aktiva zu den kurzfristigen internationalen Verbindlichkeiten sowie der Fragilität des Bankensektors zwei im Rahmen der Analysen besonders betonte fundamentalökonomische Schwächen der Krisenländer. Im dritten Kapitel wird mit der zu raschen, d.h. nicht durch notwendige Regulierungspolitiken begleiteten, Liberalisierung der internationalen wie nationalen Finanztransaktionen ein zentraler Grund für die vor der Krise in den fünf primär betroffenen Ländern bestehende Krisenanfälligkeit diskutiert. Das vierte Kapitel stellt den Schwerpunkt des Aufsatzes dar und ist der Frage gewidmet, wie sich die Asienkrise vor diesem Hintergrund theoretisch erklären läßt. Im fünften Kapitel werden aus der Krise zu ziehende wirtschaftspolitische Lehren angesprochen. Das sechste Kapitel enthält eine Zusammenfassung der wesentlichen Ergebnisse.

2 SITUATION VOR AUSBRUCH DER KRISE

Während makroökonomische Größen, die in den typischen Währungskrisenmodellen im Mittelpunkt stehen¹, wie beispielsweise das Budgetdefizit oder das reale Wachstum, im Vorfeld der Krise keinen Hinweis auf die spektakuläre Entwicklung der Jahre 1997/98 lieferten, signalisierten andere Indikatoren hingegen eine Krisenanfälligkeit der betroffenen Länder. Insbesondere eine hohe kurzfristige und zu großen Teilen nicht kursgesicherte Auslandsverschuldung des privaten Sektors, der typischerweise ein wesentlich geringerer Bestand an Forderungen an das Ausland gegenüberstand, begründete eine starke Anfälligkeit gegenüber einer abrupten Kapitalflucht. Unterstützt wurde der Aufbau einer massiven Auslandsverschuldung durch die langjährige Konstanz der Wechselkurse, die zu

¹ Vgl. für einen Überblick über diese Literatur Jeanne (1999).

einer weitgehenden Unterschätzung des Wechselkursrisikos führte. Zudem zeichneten sich die Bankensysteme der Krisenländer aufgrund einer nur schwachen Aufsicht und Regulierung bei gleichzeitig rapider, durch die Liberalisierung der nationalen wie internationalen Finanztransaktionen begünstigter Kreditausweitung an den privaten Sektor durch eine ausgeprägte Krisenanfälligkeit aus.² Diese unterschiedlichen Aspekte der Krisenanfälligkeit der betroffenen Länder werden nun nacheinander betrachtet.

2.1 Krisenanfälligkeit infolge hoher kurzfristiger Verschuldung im Ausland

Eines der hervorstechendsten Charakteristika der Währungs- und Finanzmarktkrisen in den asiatischen Staaten ist die abrupte Umkehr der Kapitalströme. Der Netto-Zustrom privaten Kapitals in die fünf am schwersten betroffenen Länder Indonesien, Korea, Malaysia, Thailand und die Philippinen betrug 1996 93 Milliarden US-Dollar und kehrte sich 1997 zu einem Netto-Abfluß privaten Kapitals von 12 Milliarden US-Dollar um (Insitute of International Finance 1998). Die Umkehr der privaten Kapitalströme innerhalb eines Jahres beläuft sich damit auf 105 Milliarden US-Dollar und entspricht rund 10% der Summe der Bruttoinlandsprodukte der fünf Länder vor Ausbruch der Krise (Radelet/Sachs 1999). Ermöglicht wurde diese extreme Entwicklung der privaten Kapitalflüsse durch den hohen Anteil der kurzfristigen Auslandsverschuldung an der gesamten Verschuldung im Ausland. So betrug der Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten am gesamten Schuldenbestand gegenüber internationalen Banken in den fünf Ländern Ende 1996 zwischen 50% und 67% (Corsetti/Pesenti/Roubini 1998).

Die von den Krisenländern verfolgte makroökonomische Politik sowie die jeweiligen nominalen Wechselkursziele trugen ihrerseits zu einer Zunahme der Krisenanfälligkeit bei. So reagierten die betroffenen Länder auf den massiven Kapitalzufluß typischerweise mit einer restriktiven Geldpolitik, um einer zu exzessiven Ausweitung der inländischen Nachfrage entgegenzuwirken, sowie Maßnahmen zur Sterilisierung des Kapitalzuflusses (Alba et al. 1998). Der sich infolge dieser Politik einstellende Anstieg der einheimischen Zinsen und damit der Zinsdivergenz zum Ausland ließ jedoch die

² In einigen Untersuchungen wird als weiterer, eine Krisenanfälligkeit begünstigender Faktor eine reale Aufwertung der Währungen der Krisenländer genannt. Eindeutige empirische Evidenz, die diese These stützen, findet sich jedoch nicht. Vgl. für einen Überblick über existierende empirische Untersuchungen Berg (1999) und Fur-

Attraktivität der Auslandsverschuldung steigen. Der gewählte makroökonomische *policy mix* schuf damit die Voraussetzung für einen sich selbst verstärkenden Prozeß, an dessen Ende die für die Krisenländer typische extreme private Auslandsverschuldung stand. Zudem begünstigte die scheinbare Stabilität der Wechselkurssysteme eine Fehleinschätzung des Wechselkursrisikos und führte damit zu einem weitgehendem Verzicht auf eine Kurssicherung der Auslandsverschuldung (Alba et al. 1998).³

Bereits im Zuge der von Mexiko ausgehenden sogenannten „Tequila-Krise“ 1994/95 und verstärkt durch die Asienkrise wurde dem Begriff und dem Konzept der „internationalen Illiquidität“ des Finanz- bzw. Bankensystems einschließlich der Zentralbank eines Landes eine zunehmende Aufmerksamkeit gewidmet.⁴ Das Finanzsystem eines Landes wird als international illiquide bezeichnet, wenn seine kurzfristigen Verbindlichkeiten in Fremdwährung seine kurzfristig liquiden Aktiva in Fremdwährung übersteigen. Bei einem fixierten Wechselkurs sind zusätzlich die kurzfristig liquidierbaren Einlagen in *einheimischer* Währung zu den internationalen Verbindlichkeiten des Finanzsektors hinzuzurechnen, da sie kurzfristig in Währungsreserven eingetauscht werden können (Chang/Velasco 1998c). Aufgrund von Datenrestriktionen wird für die Umsetzung dieses Konzepts auf das Verhältnis aus kurzfristigen Verbindlichkeiten bei ausländischen Geschäftsbanken (als Maß für die kurzfristige internationale Verschuldung) zu den Währungsreserven der Zentralbank (als Maß für die kurzfristig liquiden internationalen Aktiva des Finanzsektors) zurückgegriffen.⁵ Es zeigt sich, daß diese Kennzahl für die fünf am ärgsten betroffenen Länder im Juni 1997 hohe Werte aufwies. Für Thailand nahm diese Kennzahl einen Wert von 1,5, für Korea einen Wert von 2,1 und für Indonesien einen Wert von 1,8 an. Somit überstiegen die kurzfristigen ausländischen Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken die Währungsreserven in allen drei Ländern deutlich. Für die weniger stark von der Krise betroffenen Länder Malaysia und die Philippinen lag diese Kennzahl zwar unter Eins, war jedoch mit 0,6 bzw. 0,9 recht hoch (BIZ 1998). Diese Daten implizieren, daß alle Länder vor der Krise eine beträchtliche Anfälligkeit gegen eine plötzliche Umkehr der Nettokapitalströme, wie sie dann im Laufe des Jahres 1997 erfolgte, zeigten.

man/Stiglitz (1998).

³ Der Wechselkurs des thailändischen Baht zum US-Dollar bewegte sich beispielsweise von 1984 bis 1997 innerhalb eines engen Bandes von 25-27 Baht pro Dollar (Vgl. Furman/Stiglitz 1998).

⁴ Für eine entsprechende Interpretation der Mexikokrise vgl. bspw. Calvo/Goldstein (1996) sowie Sachs/Tornell/Velasco (1996).

⁵ Auf diese Kennzahl greifen unter anderem Chang/Velasco (1998c), Corsetti/Pesenti/Roubini (1998), Furman/Stiglitz (1998) und Radelet/Sachs (1998a, b, 1999) zurück.

2.2 Krisenanfälligkeit infolge schwacher Bankensysteme

In der Analyse der Ursachen der Asienkrise herrscht weitgehend Einigkeit, daß den Bankensystemen der betroffenen Länder eine zentrale Rolle für die Erklärung der Krise zukommt. Der Bankensektor nahm innerhalb der Finanzsysteme Asiens insofern eine herausgehobene Stellung ein, als die Aufgabe der finanziellen Intermediation vorwiegend von Banken übernommen wurde (IWF 1998).⁶ Mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und dem damit verbundenen Zugang zum internationalen Kapitalmarkt wurde es den Banken möglich, sich am internationalen Kapitalmarkt zu verschulden, um im Inland zum höheren einheimischen Zins Kredite zu vergeben. Entsprechend stark nahmen die Kredite an den privaten Sektor in den Jahren 1990-97 zu. Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der privaten Bankkredite in den fünf Krisenländern belief sich innerhalb dieses Zeitraums auf 12-18%.⁷

Den inländischen Banken standen dabei hauptsächlich ausländische Banken als Gläubiger gegenüber. Der Gesamtumfang der ausländischen Bankkredite in die fünf am stärksten betroffenen Länder betrug Ende 1996 mehr als 260 Milliarden US-Dollar. Internationale Bankkredite nahmen ein weitaus höheres Ausmaß als ausländische Direkt- und Portfolioinvestitionen an und dominierten damit den Kapitalzustrom in den asiatisch-pazifischen Raum insgesamt. Entsprechend hat die Umkehr der ausländischen Bankkredite, die binnen eines Jahres ein Ausmaß von über 70 Milliarden US-Dollar erreichte (IWF 1998), einen großen Anteil an der insgesamt von diesen Ländern zu verzeichnenden abrupten Änderung der privaten Nettokapitalzuflüsse.

Neben die starke jährliche Ausweitung des privaten Kreditvolumens trat als weiteres wesentliches Charakteristikum der Finanzsysteme der betroffenen Länder die nur unzureichende Aufsicht und Regulierung der Banken. Die Banken sahen sich in den asiatischen Staaten nicht nur teilweise direkten Eingriffen des Staates in ihre Kreditvergabepolitik ausgesetzt bzw. durch Regulierungsvorschriften verpflichtet, eine politisch erwünschte Kreditpolitik zu verfolgen, sondern zeichneten sich durch eine schwache Eigenkapitalbasis, unzureichendes Risikomanagement und mangelhafte Vorkehrungen für

⁶ Bei der Intermediation ausländischen Kapitals spielten in einigen Ländern, wie insbesondere in Thailand und Korea, auch private Nichtbanken eine herausgehobene Rolle, so daß, um diese in die Betrachtung einzuschließen, korrekter von Finanzintermediären gesprochen werden mußte.

⁷ Empirische Arbeiten zeigen, daß eine Finanzmarktliberalisierung und die im Zuge dessen typischerweise entstehende Kreditausweitung vergleichsweise gute Indikatoren für die Vorhersage von Bank- und Währungskrisen

mögliche Kreditausfälle aus (Alba et al. 1998). In dieser Situation droht bereits bei verhältnismäßig schwachen Schocks - wie beispielsweise einem Rückgang des Wachstums oder einem Zinsanstieg über die dadurch ausgelösten Kreditausfälle oder bei einer Abwertung mittels der infolgedessen in einheimischer Währung steigenden Auslandsverschuldung - die Insolvenz des Bankensystems. Die Kombination dieser Faktoren mit dem ausgeprägten Kreditboom sowie der hohen, nicht kursgesicherten Auslandsverschuldung führte typischerweise zu einer ausgeprägten Fragilität und Krisenanfälligkeit der Bankensysteme im Vorfeld der Krise (IWF 1998).

3 Kapitalverkehrs- und Finanzmarkliberalisierung und Krisenanfälligkeit

Wie kam es zu der Krisenanfälligkeit der asiatischen Staaten, die den Boden für die global spürbaren Währungs- und Finanzmarktkrisen der Jahre 1997/98 bereitete? Wenn auch die Ansätze zur Erklärung des Ausbruchs der Krise noch immer sehr kontrovers diskutiert werden (vgl. dazu das vierte Kapitel), herrscht in diesem Punkt Einigkeit. *„Most of their vulnerabilities in the mid-1990s arose as a result of rapid financial liberalization undertaken in the late 1980s and early 1990s.“* (Radelet/Sachs 1999).⁸ Daß eine rasche, nicht von einer adäquaten Stärkung der Bankaufsicht und -regulierung begleitete Liberalisierung der Finanzmärkte in Verbindung mit einer Öffnung des Kapitalverkehrs die Krisenanfälligkeit erhöht, ist eine Lehre, die bereits aus vorhergehenden Krisen gezogen wurde.⁹ Der IWF (1998) kommt zu dem Schluß: *„It is ... apparent from the recent crises that the combination of a weak banking system and an open capital account is ‘an accident waiting to happen’.“*

Die Liberalisierung der Finanzmärkte umfaßt typischerweise Maßnahmen wie die Abschaffung bzw. Einschränkung von Zinsobergrenzen, die Reduktion des staatlichen Einflusses bei der Kreditvergabe, die Ausweitung zugelassener Kapital- und Finanzmarktaktivitäten, die Privatisierung von Finanzintermediären sowie die Abschaffung bzw. Senkung von Markteintrittsbarrieren im Bankensektor. Wenn diese Politik nicht von entsprechenden institutionellen Vorkehrungen wie beispielsweise eine Stärkung der Bankenaufsicht, hinreichende Anforderungen an das Eigenkapital der Banken, geeig-

darstellen. Vgl. Kaminsky/Lizondo/Reinhart (1998) und Kaminsky/Reinhart (1999).

⁸ Dieser Punkt wird in fast allen Analysen der Asienkrise betont. Vgl. bspw. Alba et al. (1998), BIZ (1998), Chang/Velasco (1998c), Corbett/Vines (1999), Corsetti/Pesenti/Roubini (1998, 1999), Furman/Stiglitz (1998), IWF (1998) sowie Radelet/Sachs (1998a, b).

nete Regelungen zum Umgang mit Kreditausfällen und insolventen Institutionen sowie die Publikation finanzieller Informationen begleitet wird, droht die Gefahr, daß die Politik der Finanzmarkliberalisierung die Fragilität und damit die Krisenanfälligkeit des Finanzsektors erhöht (Fischer 1998c). Ohne die mit einer zu raschen Liberalisierung typischerweise einhergehenden Probleme ausschöpfend diskutieren zu wollen, sei auf einige Punkte hingewiesen. Mit einer Öffnung des Bankensektors für den Wettbewerb sinkt typischerweise der *Franchise Value* (Gegenwartswert zukünftiger Gewinne) der Banken. Damit verringern sich die Kosten einer Insolvenz für die Banken, so daß ein Anreiz besteht, exzessive, d.h. das soziale Optimum übersteigende, Risiken auf sich zu nehmen. Zudem erfordert die Öffnung des Bankensektors gegenüber dem Wettbewerb und der infolgedessen mögliche Markteintritt auch ausländischer Banken neue Fähigkeiten beispielsweise im Bereich des Risikomanagements oder im Umgang mit Finanzderivaten. Eine überstürzte Liberalisierung läßt jedoch weder dem Bankmanagement noch der für die Bankaufsicht zuständigen Behörde ausreichend Zeit, diese Fähigkeiten zu erwerben (Furman/Stiglitz 1998).

Das mit einer Finanzmarkliberalisierung verbundene Risiko einer zunehmenden Fragilität des Bankensystems wird in empirischen Untersuchungen bestätigt. Demirgüç-Kunt und Detragiache (1999) ermitteln, daß eine Politik der Finanzmarkliberalisierung die Wahrscheinlichkeit einer Bankenkrise signifikant erhöht. Dieser Effekt ist umso stärker, je schwächer die notwendigen institutionellen Vorkehrungen zur Vermeidung ineffizienter Marktergebnisse entwickelt sind. Auch Kaminsky und Reinhart (1999) gelangen zu dem Ergebnis, daß Bankenkrisen typischerweise wenige Jahre nach einer Finanzmarkliberalisierung ausbrechen. Insgesamt legen Theorie wie Empirie den Schluß nahe, daß eine Politik der Finanzmarkliberalisierung vorsichtig durchgeführt werden sollte, wobei gleichzeitig für notwendige institutionelle Vorkehrungen wie eine adäquate Bankenaufsicht und -regulierung Sorge zu tragen ist, um dem Risiko einer erhöhten Fragilität des Finanzsystems zu begegnen.

Typischerweise geht eine Finanzmarkliberalisierung mit einer Öffnung der Kapitalverkehrsbilanzen (Eichengreen/Mussa 1998) einher. Der Abbau von Beschränkungen im internationalen Kapitalverkehr stellt einen wesentlichen Grund für den starken Anstieg der internationalen Kapitalbewegungen dar (Fischer 1998b). Während im Jahr 1990 der Nettozustrom privaten Kapitals in die Emerging Markets insgesamt noch 47 Milliarden US-Dollar betrug, erreichte er im Jahr 1996, also unmittelbar vor Ausbruch der Asienkrise, seinen bisher höchsten Wert von 212 Milliarden US-Dollar (IWF

⁹ Einer der ersten, die diesen Zusammenhang betonten, ist Diaz-Alejandro (1985) in seiner Analyse der chilenischen Schuldenkrise 1982.

1999a). Diese Zahlen deuten darauf hin, daß die Öffnung der Kapitalverkehrsbalancen gegenüber dem internationalen Kapitalmarkt eine Vorbedingung für den massiven Kapitalzustrom in die asiatischen Länder darstellte.

Verschiedene Gründe sprechen für die wohlfahrtssteigernde Wirkung einer Öffnung der Kapitalverkehrsbilanzen. Ein unbeschränkter internationaler Kapitalverkehr ist sowohl für die Empfänger- als auch für die Geberländer mit positiven Wohlfahrtseffekten verbunden, da dadurch erst eine effiziente globale Allokation von Ersparnissen ermöglicht wird. Internationale Kapitalmobilität erhöht die Möglichkeiten zur Portfeuillediversifizierung und damit zur Realisierung höherer Renditen bei einer effizienten Risikostreuung (Fischer 1998b). Allerdings werden auch Argumente gegen eine unbeschränkte Kapitalmobilität vorgebracht. Diese beruhen im wesentlichen auf der Ansicht, daß Kapital- und Finanzmärkte nicht, wie mit den obigen Argumenten zugunsten eines international unbeschränkten Kapitalverkehrs implizit unterstellt, effiziente Märkte darstellen, sondern vielmehr durch schwerwiegende Informationsasymmetrien gekennzeichnet sind. Infolgedessen werden Phänomene wie Moral Hazard, adverse Selektion sowie Herdenverhalten internationaler Investoren als den Kapitalmärkten immanente Probleme angesehen. Die somit hervorgerufenen Ineffizienzen geben Anlaß, eine Politik der Kapitalmarktkliberalisierung vorsichtiger zu beurteilen.¹⁰ Um die positiven Wohlfahrtseffekte einer Öffnung der Kapitalverkehrsbilanzen gegenüber dem internationalen Kapitalmarkt zu sichern, ist es daher notwendig, simultan zur Kapitalverkehrsliberalisierung Politikmaßnahmen zur Begrenzung bzw. vollkommenen Vermeidung der negativen Begleiterscheinungen zu ergreifen (Eichengreen/Mussa 1998).

Vor Ausbruch der Krise war also infolge einer nur unzureichenden internationalen Liquidität des Finanzsektors und eines fragilen Bankensektors eine gewisse Krisenanfälligkeit bereits vorhanden. Eine zu rasche Liberalisierung der einheimischen sowie der internationalen Finanztransaktionen ist unter anderem hierfür verantwortlich zu machen. Es stellt sich vor diesem Hintergrund nun die Frage, warum es zu der plötzlichen Umkehr im Kapitalverkehr der betroffenen Länder kam.

4 Alternative Ansätze zur Erklärung der Asien-Krise

Die Diskussion um die Gründe und Ursachen der asiatischen Währungs- und Finanzmarktkrisen kreist im wesentlichen um zwei alternative theoretische Ansätze. Das erste Modell führt die Asienkrise auf ein Moral Hazard-Verhalten des inländischen Bankensektors aufgrund einer impliziten Garantie der Einlagen des Bankensystems durch die Regierung zurück. Dieser Ansatz wurde zunächst von Dooley (1997) und Krugman (1998a) formuliert.¹¹ Der zweite Ansatz schreibt den Ausbruch der Asienkrise einer sich selbsterfüllenden Panik der ausländischen Kreditgeber zu. Dieser Ansatz wird insbesondere von Radelet und Sachs (1998a, b) vertreten. Chang und Velasco (1998a, b) bieten eine modelltheoretische Umsetzung. Beide Ansätze stimmen insofern überein, als sie die Asienkrise primär als Finanzmarktkrise interpretieren. Die Währungskrisen, die in allen betroffenen Ländern zu beobachten waren, werden als Folge der Ereignisse im Finanzsektor erklärt. Krugman (1998a) betont: „... *the financial crisis was the real driver of the whole process, with the currency fluctuations more a symptom than a cause.*“

Die Diskussion um die Ursachen der Asienkrise entlang dieser beiden alternativen Ansätze kann auch als Diskussion der Frage verstanden werden, ob die Asienkrise primär auf fundamentalökonomische strukturelle Schwächen der betrachteten Länder zurückzuführen ist oder vielmehr spontane, anhand der Fundamentaldaten nicht zu rechtfertigende Erwartungsänderungen als entscheidender Faktor anzusehen sind. Während der Moral Hazard-Ansatz die erstgenannte These stützt, nehmen die Vertreter der Panik-These die zweitgenannte Position an.

4.1 Der Moral Hazard-Ansatz

4.1.1 Grundlagen

Dieser Ansatz erklärt die Asien-Krise als Resultat struktureller ökonomischer Schwächen. Kernthese der Argumentation ist, daß Moral Hazard in den betroffenen Ländern zu übermäßigen Investitionen sowie einer Finanzmarktblase (*bubble*) führte und damit den Grundstein für die Finanzmarkt- und Währungskrisen legte. Grund für das Moral Hazard-Verhalten war die für die betroffenen Länder

¹⁰ Einige Autoren gehen sogar soweit, die internationale Liberalisierung des Kapitalverkehrs grundsätzlich in Frage zu stellen. Vgl. Cooper (1998) und Rodrik (1998).

¹¹ Die Rolle des Moral Hazard bei der Kreditvergabe der Banken wird auch vom IWF (1998) betont, obwohl der IWF im Moral Hazard-Verhalten der Banken nicht den entscheidenden Grund der Asienkrise sieht. Vgl. zum Moral Hazard-Problem infolge staatlicher Garantien der Bankeinlagen auch Akerlof/Romer (1993). Weitere Arbeiten, die diese These aufgreifen, sind bspw. Burnside/Eichenbaum/Rebelo (1998), Chinn/Dooley/Shrestha (1999), Corsetti/Pesenti/Roubini (1999) sowie Mishkin (1999).

typische enge Verbindung von Unternehmen und Banken mit Regierungskreisen (*crony capitalism*), aus denen die Märkte eine implizite staatliche Garantie für die Einlagen inländischer Banken ableiten¹² (Corsetti/Pesenti/Roubini 1999). Zudem kann unterstellt werden, daß das Bail Out durch die Regierungen in früheren Bankenkrisen in Asien (Thailand 1983-87, Malaysia 1985-88 sowie Indonesien 1994) den Eindruck einer impliziten Bail Out-Zusage verstärkte (IWF 1998).

Die Erwartung eines Bail Out verzerrt die Anreizstruktur des Bankensektors. Durch die Garantie der Bankeinlagen ist es aus Sicht der Banken optimal, ein risikoreiches Portefeuille zu halten und dieses über Kredite zum Weltmarktzins zu finanzieren. Das private, d.h. von der einzelnen Bank zu tragende, und das soziale Risiko fallen auseinander. Krugman (1998a) folgend wird unterstellt, daß das private Risiko der Banken gleich Null ist, da sie nicht über Eigenkapital verfügen müssen. Es wird somit von einer extrem schwachen bzw. nicht vorhandenen Regulierung des Bankensektors ausgegangen. Für die Banken besteht dann ein Anreiz, alle potentiellen Gewinnmöglichkeiten ungeachtet des mit ihnen verbundenen Risikos auszuschöpfen (Moral Hazard). Die Sicherung der Solvenz des Bankensektors durch den Staat kann in dieser Situation zu einer übermäßigen, d.h. über das soziale Optimum hinausgehende, Risikoakkumulation innerhalb des Bankensektors führen. Da auch die ausländischen Kreditgeber ungeachtet des Risikos der finanzierten Projekte ihre Einlagen in den inländischen Banksystemen als durch die Regierungen garantiert ansahen, kam es zudem zu einem übermäßigen Kapitalzustrom.

Die Konsequenzen einer staatlichen Garantie von Bankeinlagen und des dadurch hervorgerufenen Moral Hazard-Verhaltens des Bankensektors für eine Ökonomie, die eine Politik der Kapitalverkehrsliberalisierung betreibt, wurden bereits vor Ausbruch der asiatischen Krise von McKinnon und Pill untersucht. Die Autoren ziehen das Fazit: „*The potential for disaster arises when there is moral hazard in the capital market **and** international financial flows are unrestricted.*“ (McKinnon/Pill 1997; Hervorhebung im Original).

¹² Die Existenz impliziter Bail Out-Garantien wurde bereits im Zusammenhang mit früheren Krisen betont. So schreibt Diaz-Alejandro (1985) in seiner Analyse der chilenischen Schuldenkrise Anfang der achtziger Jahre: „*Whether or not deposits are explicitly insured, the public expects governments to intervene to save most depositors from losses when financial intermediaries run into trouble. Warnings that intervention will not be forthcoming appear to be simply not believable.*“

4.1.2 Finanzmarktblase und Finanzmarktkrise

Unmittelbare Konsequenz des Moral Hazard ist eine Verzerrung der Finanzierungsentscheidungen der Banken. Ohne Moral Hazard basieren risikoneutrale Banken ihre Kreditpolitik auf der erwarteten Rendite der finanzierten Investitionen. Liegt jedoch Moral Hazard in dem oben beschriebenen Sinn vor, besteht für die Banken ein Anreiz, Kredite auch für solche Investitionsobjekte anzubieten, deren erwartete Rendite negativ ist, da bei einer impliziten Garantie des Staates, für die Verbindlichkeiten der Banken einzustehen, lediglich die „rechte Seite“ der Renditeverteilung, d.h. nur die möglichen *positiven* Renditen, entscheidungsrelevant sind.¹³ Die Verzerrung der Kreditentscheidungen führt daher auf mikroökonomischer Ebene zur Finanzierung übermäßig riskoreicher Investitionen und damit zu einer übermäßigen Risikoakkumulation im Bankensektor.

Gesamtwirtschaftlich ist der optimale Kapitalstock genau dann erreicht, wenn die Grenzproduktivität des Kapitals den Finanzierungskosten, hier also dem auf dem internationalen Kapitalmarkt vorherrschenden Zins, entspricht. Infolge der Moral Hazard-Situation besteht jedoch der Anreiz, den Kapitalstock über dieses Niveau auszudehnen. Die Finanzierung von Investitionsprojekten wird von Banken angeboten, bis die erwartete Rendite dieser Investitionen im optimistischsten Fall, d.h. unter Zugrundelegung der aus Sicht der Investoren und Banken denkbar besten zukünftigen Entwicklung, den Finanzierungskosten in Form des Weltmarktzinses entspricht. Die Verzerrung der Kreditentscheidungen infolge einer Bail Out-Garantie der Regierung führt damit zu einer exzessiven Kreditvergabe, d.h. die Kreditvergabe übersteigt ihr optimales (gesamtwirtschaftlich effizientes) Niveau, das sich ohne Moral Hazard einstellen würde.

Sieht man von den Grenzfällen eines vollkommen elastischen bzw. eines vollkommen unelastischen Angebots an Vermögenswerten ab, resultieren aus der exzessiven Kreditvergabe sowohl Mengen- als auch Preiseffekte. Es kommt daher nicht nur zu einem Anstieg der Investitionen über ihr optimales, ohne implizite staatliche Bail Out-Garantie sich einstellendes Niveau, sondern auch zu einem allgemeinen Anstieg der Preise bzw. Kurse der Aktiva. Diese Schlußfolgerung ist konsistent mit den Erfahrungen der Krisenländer, in denen Anfang bis Mitte der neunziger Jahre ein starker Anstieg der Asset-Preise zu beobachten war (BIZ 1998).

¹³ Krugman (1998a) beschreibt das Kalkül der Banken bei Moral Hazard als „.... *a game of heads I win, tails the taxpayer loses.*“

Wie läßt sich nun auf dieser Grundlage der Ausbruch der asiatischen Währungs- und Finanzkrise erklären? Zur Finanzierung der Investitionsobjekte greifen die inländischen Banken auf internationale Kredite zurück. Wird von dem Grenzfall abgesehen, daß in jeder Periode und bei jedem Investitionsobjekt Renditen realisiert werden, die dem optimistischen Szenario entsprechen, wird die Bereitschaft der internationalen Kreditgeber zur weiteren Kreditvergabe (Roll-over der bestehenden Verbindlichkeiten) an die inländischen Banken mit der Zeit schwinden. Internationale Kredite werden den einheimischen Banken nur so lange zugestanden, wie der internationale Kapitalmarkt von der Fähigkeit und Bereitschaft der Regierung überzeugt ist, ihre Bail Out-Garantie auch tatsächlich einzulösen. Mit einem steigendem Umfang der öffentlich garantierten Verbindlichkeiten (Einlagen des Bankensystems) sinkt daher die Bereitschaft internationaler Kreditgeber, eine weitere Verschuldung des Bankensektors im Ausland zuzulassen. Erreichen die Garantien ein solches Ausmaß, daß die Regierung sie aus Sicht des internationalen Kapitalmarkts nicht erfüllen kann bzw. es für die Regierung rational ist, sie nicht zu erfüllen und statt dessen die mit einer Finanz- und Währungskrise einhergehenden Kosten in Kauf zu nehmen, kommt es zu einer Finanzmarktkrise.¹⁴ Die Verweigerung neuer Kredite (bzw. der Prolongierung bestehender Kredite) an den inländischen Bankensektor durch die internationalen Kreditgeber führt zu einem rapiden Abfall der Investitionsnachfrage mit entsprechend fallenden Aktivapreisen. Der Kursverfall der Aktiva wiederum hat unmittelbar Auswirkungen auf die Bankbilanzen. Aufgrund der sich einstellenden Kursverluste sehen sich viele Banken einer drohenden Insolvenz gegenüber. Um die Gefahr einer Insolvenz des Bankensektors abzuwenden, garantiert die Regierung dessen Einlagen, d.h. es kommt zu einem Bail Out gefährdeter Banken. Löst die Finanzmarktkrise einen hinreichend hohen Kapitalabfluß aus, kommt es zusätzlich zu einer Währungskrise (*twin crises*). Angesichts eines ohnehin schwachen Bankensystems sind die Möglichkeiten der Zentralbank, den Wechselkurs glaubwürdig über Zinssteigerungen zu verteidigen, zudem sehr begrenzt.¹⁵

Krugman (1998a) weist daraufhin, daß eine solche Finanzmarktkrise auch durch selbsterfüllende Erwartungen ausgelöst werden kann. Um die Logik einer durch selbsterfüllende Erwartungen ausge-

¹⁴ In dem Modell von Corsetti/Pesenti/Roubini (1999) schwindet die Bereitschaft internationaler Kreditgeber, die einheimischen Banken zu refinanzieren, wenn das Verhältnis von Währungsreserven zur externen, durch die Refinanzierung des Bankensektors hervorgerufenen Verschuldung ein bestimmtes Ausmaß erreicht.

lösten und auf eine mangelnde Regulierung der inländischen Banken zurückgehende Finanzmarkt- und Währungskrise zu verdeutlichen, sei unterstellt, daß ein Bail Out insolventer Banken und Unternehmen durch die Regierung aufgrund der damit einhergehenden Kosten lediglich einmal erfolgt. Wenn die internationalen Kreditgeber in dieser Situation die Überzeugung gewinnen, daß neu hinzukommende Verbindlichkeiten der Banken von Regierungsseite nicht mehr garantiert werden, wird der Kapitalzustrom abrupt zurückgehen. Der Anlaß der plötzlichen Erwartungsänderung der Investoren kann dabei ein außerhalb des ökonomischen Bereiches liegendes Ereignis, wie beispielsweise politische Machtwechsel, bevorstehende Wahlen oder Äußerungen von Politikern, sein.¹⁶ Wie bereits ausgeführt resultiert aus der plötzlichen Verweigerung weiterer Kredite ein Verfall der Aktienpreise mit entsprechend negativen Konsequenzen für das inländische Bankensystem. Infolge der drohenden Insolvenz betroffener Banken kommt es tatsächlich zu einem Bail Out durch die Regierung, so daß die Erwartungen des internationalen Kapitalmarktes ex-post bestätigt werden.¹⁷

Mit Hilfe dieses Ansatzes, sei es in der Variante mit oder in der Variante ohne selbsterfüllende Erwartungen, wird die Asienkrise als unausweichliche Konsequenz struktureller fundamentaler Schwächen der betroffenen Länder erklärt. Auch in der Modellvariante, in der die Krise durch spontane, selbsterfüllende Erwartungsänderungen ausgelöst wird, ist eine Finanzmarktkrise unvermeidlich. Lediglich der Zeitpunkt der Krise wird durch die selbsterfüllenden Markterwartungen determiniert. In dieser Interpretation der Asienkrise als letztendlich aus fundamentalökonomischen Gründen notwendiges Ereignis ist der zentrale Unterschied zum zweiten, im folgenden Abschnitt präsentierten Erklärungsansatz zu sehen.

4.2 Der Ansatz einer Finanzmarktpanik

¹⁵ Die enge Verbindung zwischen Währungs- und Bankenkrisen (*twin crises*) wird durch empirische Untersuchungen bestätigt. Kaminsky/Reinhart (1999) ermitteln, daß 56% der von ihnen betrachteten Bankenkrisen innerhalb von drei Jahren von Währungskrisen gefolgt wurden.

¹⁶ Technisch gesprochen werden die Erwartungsänderungen durch Sunspots ausgelöst.

¹⁷ Irwin/Vines (1999) präsentieren ein Modell mit selbsterfüllenden Erwartungen, das eng an das Modell von Krugman (1998a) angelehnt ist. In ihrem Modell entstehen multiple Gleichgewichte durch die Endogenisierung der Risikoprämie für internationale Kredite. Eine Risikoprämie wird dann von den internationalen Kreditgebern verlangt, wenn sie befürchten, daß die Bail Out-Kosten für die Regierung zu groß werden, um alle Bankeinlagen garantieren zu können. Da infolge der Risikoprämie die Zinsen steigen, können die Bail Out-Kosten tatsächlich ein solches Ausmaß annehmen, daß die Regierung ihr Versprechen nicht einlösen kann. Die Erwartungen der Kreditgeber werden also im Falle einer Krise bestätigt, selbsterfüllende Krisen werden damit möglich. Es existiert jedoch noch ein zweites Gleichgewicht, in dem die Kreditgeber davon ausgehen, daß die Garantie der Bankeinlagen von der Regierung auf jeden Fall erfüllt werden kann, die Zinsen daher dem Weltmarktzins entsprechen und die Regierung daher tatsächlich in der Lage ist, ihr Bail Out-Versprechen einzuhalten.

4.2.1 Grundlagen

Die Moral Hazard-Argumentation wird von den Vertretern der These einer Finanzmarktpanik zwar nicht zurückgewiesen, jedoch als unzureichend für die Erklärung der Asienkrise angesehen. Insbesondere die Beurteilung der vor der Krise vorherrschenden fundamentalen Schwächen als notwendige *und* hinreichende Bedingung für die Asienkrise stößt auf Ablehnung. Die Erklärung der Asienkrise als Finanzmarktpanik beruht hingegen auf zwei Eckpfeilern. Ausgangspunkt der Überlegungen ist, daß eine gewisse auf fundamentalökonomische Schwächen zurückführbare Krisenanfälligkeit der Länder als notwendige Bedingung für die Krise gegeben war. Diese wird jedoch im Gegensatz zum Moral Hazard-Ansatz nicht als so schwerwiegend beurteilt, daß die Krise allein auf sie zurückführbar ist (Radelet/Sachs 1998a). Als weitere oder hinreichende Bedingung ist ein spontaner, nicht von einer entsprechenden Entwicklung der ökonomischen Daten ausgelöster Vertrauensverlust des internationalen Kapitalmarktes in die Fähigkeit der Bankensektoren, ihre internationalen Verbindlichkeiten begleichen zu können, erforderlich. Theoretisch gesprochen läßt sich die Asienkrise nach diesem Ansatz als einen durch selbsterfüllende Erwartungen herbeigeführten Wechsel von einem „guten“ in ein „schlechtes“ Gleichgewicht in einer Situation multipler Gleichgewichte verstehen. Daß im Vorfeld der Krise fundamentalökonomische Schwächen eine gewisse Krisenanfälligkeit der Länder signalisierten, wurde bereits weiter oben diskutiert. Gerade diese Situation machte die Krisenstaaten in der Argumentation dieses Ansatzes anfällig für einen plötzlichen Vertrauensverlust der Märkte und damit für eine selbsterfüllende Liquiditätskrise.

Um diese These zu verdeutlichen, ist es sinnvoll, hinsichtlich möglicher fundamentalökonomischer Situationen gedanklich zwei Fälle zu unterscheiden. Erstens ist der Fall denkbar, daß in keiner Hinsicht von einer Krisenanfälligkeit eines Landes gesprochen werden kann, d.h. die Ausprägung der relevanten Fundamentaldaten ist eindeutig als „gut“ zu beurteilen. Da den internationalen Märkten bewußt ist, daß die Wahrscheinlichkeit einer Währungs- und Finanzmarktkrise in diesem Land gleich Null ist, hat *ceteris paribus* kein internationaler Kreditgeber ein Motiv, sein Kapital abzuziehen.

Der zweite Fall beschreibt nach Ansicht der Vertreter dieses Erklärungsansatzes die für Asien relevante Situation. Die Länder zeigten eine gewisse Krisenanfälligkeit, die jedoch allein nicht notwendigerweise zur Krise geführt hätte. In einer solchen Situation sind zwei Gleichgewichte denkbar. Einerseits besteht ein Gleichgewicht, wenn jeder einzelne Akteur davon ausgeht, daß alle anderen Kreditgeber ihr Kapital *nicht* abziehen. Dann ist es auch für jeden einzelnen rational, sich ebenso zu

verhalten, da der Kapitalabzug eines Einzelnen nicht ausreicht, um eine Krise auszulösen, und infolgedessen ausschließlich eine Portfeuilleverschlechterung für diesen Akteur bedeutet. Es kommt daher nicht zu einer Krise. Andererseits ist die umgekehrte Situation möglich. Jeder einzelne erwartet, daß alle anderen ihr Kapital abziehen. Angesichts der gegebenen Krisenanfälligkeit in Form eines nicht ausreichenden Bestandes kurzfristig liquider Aktiva¹⁸, besteht für jeden Investor ein Anreiz, vor allen anderen sein Kapital abzuziehen. Das Resultat ist eine auf individuell rationalem Verhalten beruhende Panik der ausländischen Investoren. Es kommt zu einem massiven Kapitalabfluß von einem illiquiden, jedoch nicht insolventen Schuldner.¹⁹

4.2.2 Bank Run-Gleichgewicht und Finanzmarktkrise

Eine modelltheoretische Fundierung dieses Ansatzes liefern die Arbeiten von Chang und Velasco (1998a, b), die die Asienkrise in Anlehnung an das klassische Bankmodell von Diamond und Dybvig (1983) auf ein Mißverhältnis zwischen kurzfristigen Forderungen und kurzfristigen Verbindlichkeiten und dem in dieser Situation bestehendem Risiko eines Vertrauensverlustes der Märkte zurückführen. Die Existenz eines Bankensystems wird in dem Modell von Diamond und Dybvig mit dessen Rolle als Liquiditätspool begründet, der es einer Ökonomie ermöglicht, kurzfristig illiquide, jedoch langfristig profitable Investitionen vorzunehmen, ohne daß die einzelnen Wirtschaftssubjekte die Flexibilität einbüßen, auch kurzfristig über ihre Einlagen in das Bankensystem (den Liquiditätspool) zu verfügen. Ein Bankensystem stellt daher eine wohlfahrtssteigernde Institution dar.

Banken nehmen die Ressourcen einer Vielzahl von Akteuren entgegen und bieten im Gegenzug Einlageverträge an, in denen den Akteuren das Recht zugestanden wird, ihre Einlage jederzeit zu liquidieren, d.h. die Rückzahlung ihrer Ressourcen zu verlangen. Aufgrund des unkorrelierten Liquiditätsbedarfs der Akteure kann eine Bank über das Gesetz der großen Zahl die durchschnittlichen Ein- und Auszahlungen einer Periode prognostizieren. Nur ein Teil der Bankkunden wird in jeder Periode die Auflösung seiner Einlagen verlangen, so daß eine Bank auch dann jederzeit über Liquidität für Auszahlungen verfügt, wenn sie lediglich einen Teil der Einlagen in kurzfristig liquide Aktiva investiert. Damit wird Banken die Möglichkeit eröffnet, einen Teil ihrer Einlagen zur Finanzierung von Investi-

¹⁸ Vgl. die Situationsbeschreibung im zweiten Kapitel.

¹⁹ Diese Panik kann sich natürlich auch auf die einheimischen Akteure erstrecken.

onsprojekten zu verwenden, die langfristig profitabler als die kurzfristigen Aktiva sind, deren Liquidierung in der kurzen Frist jedoch mit hohen Kosten verbunden ist. In diesem Modell wird die ökonomische Rolle der Banken folglich in ihrer Tätigkeit der Fristentransformation gesehen. Langfristige Investitionen werden über kurzfristige Einlagen finanziert.

Gleichzeitig wird durch die ökonomische Funktion der Fristentransformation jedoch die Möglichkeit von Bank- bzw. Liquiditätskrisen eröffnet, die letztendlich zur Zahlungsunfähigkeit von einzelnen Banken und sogar zum Zusammenbruch des gesamten Bankensektors führen können. Da mit einem Teil der Einlagen kurzfristig illiquide Investitionsprojekte finanziert werden, stehen den ausschließlich kurzfristigen Verbindlichkeiten (Sichteinlagen) zum Teil kurzfristig illiquide Aktiva gegenüber, so daß in der kurzen Frist die Verbindlichkeiten der Banken den Liquidationswert ihrer Forderungen übersteigen können. Damit ist die Bank illiquide. In dieser Situation ist es der Bank unmöglich, den Gesamtumfang ihrer vertraglichen Auszahlungsverpflichtungen zu erfüllen, wenn alle Wirtschaftssubjekte *gleichzeitig* von dem ihnen zugesicherten Recht auf Auszahlung ihrer Einlagen Gebrauch machen, es also zu einem Run auf die Bank kommt. Da für die „langsamsten“ Wirtschaftssubjekte aufgrund der Illiquidität der Bank keine Ressourcen mehr vorhanden sind, hat jeder einzelne einen Anreiz, an einem Bank Run teilzunehmen, sobald ein solcher entsteht. Der Grund eines Bank Run kann in einem exogen verursachten plötzlichen Vertrauensverlust in die betreffende Bank liegen. Die damit einhergehende Erwartungsänderung auf Seiten des privaten Sektors ist insofern selbsterfüllend, als der anfängliche Vertrauensverlust in die Bank durch den Run ex-post bestätigt wird. Aus Sicht jedes einzelnen Akteurs ist die Partizipation an einem Bank Run rational, für die Gesamtwirtschaft stellt das Bank Run-Gleichgewicht jedoch ein ineffizientes, von dem „No Run“-Gleichgewicht strikt pareto-dominiertes Ergebnis dar.

Wird nun berücksichtigt, daß die Einlagen der Banken nicht nur Verbindlichkeiten gegenüber Inländern, sondern auch gegenüber internationalen Kreditgebern darstellen können, bietet das so modifizierte Bankmodell einen Ansatz zur Erklärung der Asienkrise (Chang/Velasco 1998a, b). Ein Run auf das Bankensystem kann nun von einem Vertrauensverlust der internationalen Kreditgeber verursacht werden. Der Grund für die Bankenkrise besteht damit nicht in einer falschen und verlustbringenden Geschäftspolitik der Banken, sondern in der durch Sunspots induzierten Befürchtung jedes einzelnen Kreditgebers, die übrigen internationalen Kreditgeber würden das international illiquide Bankensystem durch das Auflösen ihrer Einlagen in eine kurzfristige internationale Zahlungsunfähigkeit treiben.

Resultat des Vertrauensverlustes des internationalen Kapitalmarktes ist damit ein panikartiger Kapitalabfluß.²⁰

Im Gegensatz zum erstgenannten Erklärungsansatz wird die Asienkrise nun nicht als zwingendes Ergebnis schwacher Fundamentaldaten erklärt. Vielmehr weisen die Vertreter dieses Ansatzes den internationalen Finanzmärkten einen wesentlichen Teil der Verantwortung für das Entstehen von Krisen dieser Art zu, da sie die internationalen Finanzmärkte an sich als instabil und anfällig für selbsterfüllende Krisen ansehen (Radelet/Sachs 1998b). Aufgrund des im Verhältnis zu den internationalen Verbindlichkeiten des Bankensektors nur geringen Umfangs an Währungsreserven sowie des ohnehin fragilen, eine Verteidigung des Wechselkurses über Zinssteigerungen weitgehend ausschließenden Bankensektors ist eine Währungskrise als unmittelbare Konsequenz der Bankenkrise zu erklären.

Die These selbsterfüllender Erwartungen läßt sich kaum eindeutig beweisen (Wie sind solche Erwartungen zu messen?). Zudem kann eine Finanzmarktpanik auch in der Argumentation des Moral Hazard-Ansatzes durch das Platzen der Asset-Price Bubble ausgelöst worden sein (Krugman 1998c, Corsetti/Pesenti/Roubini 1998), so daß Hinweise für eine Panik nicht unmittelbar zugunsten des zweiten Erklärungsansatzes sprechen. Für der Finanzmarktpanik-These und gegen die Moral Hazard-These spricht jedoch, daß die Märkte von der Krise offensichtlich überrascht wurden. Lediglich im Falle Thailands scheint eine krisenhafte Entwicklung antizipiert worden zu sein (Radelet/Sachs 1998b). Daher erscheint ein Erklärungsansatz, der die Asienkrise insgesamt allein auf fundamentalökonomische Ursachen zurückführt, unzureichend.

Die divergierende Interpretation der Ursache sowie des unmittelbaren Auslösers der Krise in den beiden Erklärungsansätzen reflektiert ein unterschiedliches Verständnis der internationalen Finanzmärkte. In dem Moral Hazard-Ansatz wird die Krise als logische und unvermeidliche Folge der fun-

²⁰ Ein alternatives Modell einer Finanzmarktpanik stammt von Krugman (1999), der sich mit diesem Paper von seiner früheren Analyse (Krugman 1998a) abwendet. In seinem neueren Paper erklärt Krugman die Asienkrise mit Hilfe eines realwirtschaftlichen Modells. Inländische Unternehmen erhalten ausländische Kredite zur Finanzierung ihrer Investitionen, wobei der Umfang der Kredite einer vom Vermögen des jeweiligen Unternehmens abhängigen Obergrenze unterliegt. Da das (reale) Vermögen eines Unternehmens vom realen Wechselkurs beeinflusst wird, ist eine Abwertung gleichbedeutend mit einem Rückgang ausländischer Kredite und damit geringeren Investitionen. Anlaß einer realen Abwertung des Wechselkurses können pessimistische Erwartungen der internationalen Kreditgeber hinsichtlich der Sicherheiten der Unternehmen sein. Ein Rückgang des Kreditangebots ist die Folge. Die reale Abwertung führt zu einem Anstieg der ausländischen Verschuldung der Unternehmen, wodurch die Möglichkeit der Unternehmen, weitere Kredite zu erhalten, reduziert wird und die Insolvenz der Unternehmen verur-

damentalökonomischen Schwächen der betroffenen Länder interpretiert. „... *in the moral hazard model the pre-crisis state of affairs is fundamentally unsustainable.*“ (Krugman 1998b). Die Verantwortung für die Krise hat demnach die Wirtschaftspolitik zu tragen, die keine geeigneten Maßnahmen zur Vermeidung bzw. Behebung insbesondere der strukturellen Schwächen ergriff. Das internationale Finanzsystem wird als stabil betrachtet.

Deutlich andere Schlußfolgerungen legt der zweite Ansatz nahe. Obwohl auch dieser Ansatz gewisse fundamentalökonomische Schwächen der betroffenen Länder anerkennt, weisen die Vertreter dieses Ansatzes die These zurück, die Krise könne allein mit Hilfe der Fundamentaldaten erklärt werden und sei mithin als deren unabdingbare Konsequenz zu beurteilen. Das Gewicht der Fundamentaldaten bei diesem Ansatz ist ein anderes. Die ökonomischen Schwächen in Form eines schwachen Bankensystems sowie eines Mißverhältnisses zwischen kurzfristigen internationalen Aktiva und internationalen Verbindlichkeiten sind lediglich als notwendige Bedingungen für den Ausbruch der Krise zu qualifizieren. Hinzukommen mußten spontane, nicht auf eine Verschlechterung der Fundamentaldaten zurückgehende, sondern durch willkürliche exogene Faktoren (Sunspots) ausgelöste Änderungen der Markterwartungen. Aufgrund dessen war die Krise fundamentalökonomisch nicht zwingend. Ausschließlich anhand der ökonomischen Daten beurteilt hätte die Situation vor Ausbruch der Krise weiterhin aufrecht erhalten werden können. „... *market outcomes produce sharp, costly and **fundamentally unnecessary** panicked reversals in capital flows.*“ (Radelet/Sachs 1998b, Hervorhebung im Original). In dieser Sicht der Asienkrise hat die Wirtschaftspolitik nur einen Teil der Verantwortung für die Krise zu tragen. Zwar ließen es die Regierungen zu, daß die Ökonomien in die Region multipler Gleichgewichte gelangten, so daß die fundamentalökonomischen Schwächen den Boden für den Ausbruch der Krise bereiten konnten. Entscheidendes Element für die Auslösung der Krise war nach Ansicht der Vertreter dieses Ansatzes jedoch die den internationalen Finanzmärkten immanente Instabilität.²¹

sacht werden kann. Damit werden die pessimistischen Erwartungen der internationalen Kreditgeber bestätigt, und es liegt eine selbsterfüllende Krise vor.

²¹ In diesem Sinne interpretiert spiegelt die Diskussion um die Ursachen der Asienkrise die Diskussion um die selbsterfüllende Eigenschaft von Währungskrisen wider, die mit der Etablierung der sogenannten Währungskrisenmodelle der zweiten Generation in der Literatur begann. Vgl. beispielhaft die Diskussion zwischen Krugman (1996) und Obstfeld (1996).

5 Die Architektur der internationalen Finanzmärkte: Wirtschaftspolitische Lehren

Die Asienkrise hat die Risiken der Globalisierung eindringlich vor Augen geführt. Die durch die Krisen der letzten Jahre offenbarten Schwächen des internationalen Finanzsystems sind Anlaß einer intensiv geführten Diskussion mit dem Ziel, geeignete Vorschläge zur Verbesserung der Architektur der internationalen Finanzmärkte herauszuarbeiten, um deren Krisenanfälligkeit zu minimieren. An dieser Stelle soll jedoch kein umfassender Überblick über die Fülle der Vorschläge zu diesem Thema gegeben werden. Ziel ist es vielmehr, die wesentlichen in der Diskussion stehenden Einzelmaßnahmen zu diskutieren.²²

Unabhängig vom favorisierten Erklärungsansatz läßt sich aus der Asienkrise die Empfehlung ableiten, eine Politik der Finanzmarkt- und Kapitalverkehrsliberalisierung vorsichtig und in mehreren Einzelschritten durchzuführen, wobei das Tempo der Liberalisierungspolitik entscheidend von der Stabilität des Finanzsystems abhängt. Generell sollte zunächst mit einer Öffnung der Finanzmärkte gegenüber langfristigen Investitionen (FDI) begonnen werden. Die Öffnung gegenüber kurzfristigem Kapital, wie z.B. Portfoliokapital und ausländischen Bankkrediten, sollte besonders streng an die vorhergehende Stärkung des Bank- und Finanzsystems geknüpft werden.

Folgt man der Argumentation des zweiten der oben dargestellten Erklärungsansätze, nach dem die Asienkrise in Analogie zu einem Bank Run auf die kurzfristige Illiquidität eines grundsätzlich solventen Schuldners zurückzuführen ist, liegt der Vorschlag nahe, einer internationalen Institution die Funktion eines Lender of Last Resort auf den globalen Finanzmärkten zuzuweisen. Diamond und Dybvig (1983) haben gezeigt, daß ein nationaler Lender of Last Resort eine Bankenkrise verhindern kann, wenn den betroffenen Banken im Falle eines Bank Run ausreichend Liquidität zur Verfügung gestellt wird (bzw. deren Einlagen garantiert werden). Das Vertrauen auf ein Bail Out der Banken durch einen Lender of Last Resort nimmt den Einlegern den Anreiz, an einem Bank Run teilzunehmen, und verhindert damit dessen Entstehung. Damit muß die Bail Out-Zusage in der Theorie nie eingelöst werden muß.

²² Für eine umfassende Diskussion vgl. Eichengreen (1999) und Rogoff (1999).

Problematisch an dieser theoretischen Fundierung eines Lender of Last Resort ist jedoch, daß das Vertrauen auf ein Bail Out durch einen Lender of Last Resort im Falle einer Liquiditätskrise ein Moral Hazard-Problem schafft. Für die damit vor einem Zusammenbruch geschützten Banken besteht infolgedessen der Anreiz, Kredite für übermäßig risikoreiche Investitionen bereit zu stellen. Die, wie die Darstellung des Moral Hazard-Ansatzes zur Erklärung der Asienkrise zeigt, möglichen fatalen Folgen einer solcherart verzerrten Anreizstruktur können noch dadurch verstärkt werden, daß die nationalen Bankaufsichten möglicherweise weniger strikt erfolgen, da die Kosten einer Liquiditätskrise nicht ausschließlich von den nationalen Regierungen getragen werden müssen (Rogoff 1999). Im Extremfall kann die Etablierung eines Lenders of Last Resort damit gerade ursächlich für eine Finanzmarkt- und Währungskrise sein und somit die genau gegenteilige der ursprünglich intendierten Wirkung haben. Trotz dieser Problematik wird vielfach gefordert, die Aufgaben und Kompetenzen des IWF entsprechend zu ergänzen (Fischer 1999, Sachs 1995).

Abschließend soll nur kurz auf einige der von den G7-Staaten sowie vom IWF entwickelten Vorschläge zur Reform der Architektur der internationalen Finanzmärkte eingegangen werden.²³ Ziel dieses Maßnahmenkatalogs ist es, über eine Stabilisierung des Finanzsystems den Aufbau einer ähnlichen Krisenanfälligkeit wie in den von der Asienkrise primär betroffenen Ländern zu verhindern. Im wesentlichen stehen dabei drei Aspekte im Vordergrund. Erstens wird eine erhöhte Markttransparenz über die rechtzeitige und umfassende Veröffentlichung genauer Daten insbesondere über die kurzfristige Auslandsverschuldung von Banken und Unternehmen sowie über den kurzfristigen Kapitalverkehr angestrebt. Ziel ist es, die Informationsgrundlage der Kreditgeber sowie der politischen Entscheidungsträger zu verbessern. Zu diesem Zweck hat der IWF den *Special Data Dissemination Standard (SDDS)* entwickelt, der als Grundlage für die Publikation relevanter Daten dient. Zweitens wird der Stärkung der nationalen Finanzsysteme besonderes Augenmerk gewidmet. In diese Richtung zielen die Bemühungen zu einer internationalen Harmonisierung der Standards für die Aufsicht und Regulierung der Finanzsysteme durch den öffentlichen Sektor. Die *Basle Capital Accords I* und *II* stellen erste Schritte zur Umsetzung dieses Vorhabens dar. Beide Abkommen definieren Eigenkapitalanforderungen für Banken in Abhängigkeit von ihrem Kreditvolumen, wobei das im Jahr 1999 verabschiedete Abkommen *Basle II* eine differenzierte Behandlung der Kredite anhand verschiedener Risikoklassen vorsieht. Drittens werden Mechanismen diskutiert, die es erlauben, pri-

²³ Diese Vorschläge finden sich im Detail bei Fischer (1998a) sowie beim IWF (1998).

vate Kreditgeber in die Lösung von Krisen einzubinden (*Bail In*), um einem Moral Hazard-Verhalten vorzubeugen und Anreize für eine adäquate Beurteilung des mit internationalen Krediten verbundenen Risikos zu setzen. Mögliche Maßnahmen wie die Schaffung eines internationalen Konkursrechts, Vereinbarungen zu einer kooperativen Umstrukturierung der Schulden oder eine temporäre Aussetzung der Zahlungen würden darüber hinaus dazu beitragen, die schwerwiegenden ökonomischen Folgen einer Krise zu begrenzen.

Während einiger dieser Vorschläge, wie beispielsweise die Maßnahmen zur Verbesserung der Markttransparenz, vergleichsweise rasch und problemlos umsetzbar erscheinen, stoßen andere auf kurzfristig kaum zu überwindene Hindernisse, da sie politische Vereinbarungen auf internationaler Ebene erfordern. Nichtsdestotrotz bieten die potentiellen positiven Wohlfahrtseffekte der globalen Integration der Finanzmärkte einen starken Anreiz, auch die ehrgeizigen Projekte schrittweise zu verwirklichen.

6 Schluß

Im Vorfeld der Asienkrise wiesen die am schwersten betroffenen Länder Indonesien, Korea, Malaysia, Thailand sowie die Philippinen deutliche Anzeichen einer Krisenanfälligkeit auf. Diese war zum einen zurückführbar auf eine hohe kurzfristige Auslandsverschuldung, deren Ausmaß den Bestand an Währungsreserven in Indonesien, Korea und Thailand deutlich übertraf. Das weitverbreitete Vertrauen auf die Stabilität der bestehenden Wechselkursregime führte zudem zu einer Vernachlässigung des Wechselkursrisikos und infolgedessen zu einer mangelnden Absicherung der Auslandsverschuldung gegen Währungsabwertungen. Zum anderen befanden sich die Bankensysteme der Krisenländer aufgrund einer ungenügenden Aufsicht und Regulierung typischerweise in einem fragilen Zustand. Der gemeinsame Ursprung dieser fundamentalökonomischen Probleme liegt in der Finanzmarkt- und Kapitalverkehrsliberalisierung der Krisenländer, bei deren Durchführung begleitenden Politikmaßnahmen zur Stärkung der Finanzsysteme nur unzureichende Aufmerksamkeit geschenkt wurde.

Die theoretische Erklärung der Asienkrise kreist um zwei alternative Ansätze. Die Moral Hazard-These betont die Bedeutung einer impliziten staatlichen Garantie der Bankeinlagen, wodurch die

Banken einen Anreiz erhalten, das Kreditrisiko zu vernachlässigen und eine exzessive Kreditpolitik zu betreiben. Da auch der internationale Kapitalmarkt im Vertrauen auf diese Bail Out-Garantie keine adäquate Bewertung der Kreditrisiken vornimmt, war es den inländischen Banken möglich, sich übermäßig im Ausland zu verschulden. Diesem Ansatz zufolge stellt eine Finanzmarktkrise die unvermeidliche Konsequenz dieser Moral Hazard bedingten exzessiven und durch Auslandsverschuldung finanzierten Kreditausweitung durch die inländischen Banken dar. Der zweite Ansatz betont hingegen den panikartigen Charakter der Asienkrise und betrachtet damit die Instabilität der Finanzmärkte neben den bestehenden fundamentalökonomischen Schwächen als entscheidende Ursache. Im Gegensatz zum Moral Hazard-Ansatz wird die im Vorfeld der Asienkrise charakteristische Krisenanfälligkeit der betroffenen Länder als nicht so schwerwiegend beurteilt, daß eine Krise zwangsläufig entstehen mußte. Nichtsdestotrotz befanden sich die Ökonomien aufgrund der bestehenden Krisenanfälligkeit in einer so prekären Lage, daß ein spontaner, d.h. nicht auf eine entsprechende Änderung der ökonomischen Daten zurückführbarer, Vertrauensverlust der internationalen Kreditgeber die Krise auslösen konnte. Infolgedessen kam es zu einem panikartigen und aus fundamentalökonomischer Sicht nicht notwendigen Kapitalabfluß.

Die Asienkrise hat eine intensive Diskussion möglicher Politikmaßnahmen zur Reduktion des Risikos einer ähnlich schwerwiegenden Krise in anderen Emerging Markets angeregt. Um den Aufbau einer ähnlich hohen Krisenanfälligkeit wie in den asiatischen Krisenländern zu verhindern, wird ein Bündel an Maßnahmen vorgeschlagen, die allesamt darauf abzielen, die Stabilität der Finanzmärkte zu erhöhen. Zudem besteht ein Konsens, eine Politik der Kapitalmarktliberalisierung von der Existenz eines stabilen Finanzsystems abhängig zu machen. Die Etablierung eines internationalen Lenders of Last Resort zur Lösung einer internationalen Liquiditätskrise ist abgesehen von zumindest zur Zeit kaum zu überwindenden praktischen Problemen insbesondere aufgrund der durch eine solche Institution verursachten Moral Hazard-Problematik kritisch zu sehen.

LITERATURVERZEICHNIS

- Akerlof, G. und P. Romer (1993), Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit, *Brookings Papers on Economic Activity*, 0(2), 1-60.
- Alba, P., A. Bhattacharya, S. Claessens, S. Ghosh und L. Hernandez (1998), Volatility and Contagion in a Financially-Integrated World: Lessons from East Asia's Recent Experience, *World Bank Policy Research Working Paper* 2008, Washington, DC.
- Berg, A. (1999), The Asia Crisis: Causes, Policy Responses, and Outcomes, *IMF Working Paper* 99/138, Washington, DC.
- BIZ (1998), 68th Annual Report, Basel.
- Burnside, C., M. Eichenbaum und S. Rebelo (1998), Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis, *NBER Working Paper* 6758, Cambridge, MA.
- Calvo, G. und M. Goldstein (1996), What Role for the Official Sector?, in: G. Calvo, M. Goldstein und E. Hochreiter (Hrsg.), *Private Capital Flows to Emerging Markets After the Mexican Crisis*, Washington, DC., 233-282.
- Chang, R. und A. Velasco (1998a), Financial Fragility and the Exchange Rate Regime, *NBER Working Paper* 6469, Cambridge, MA.
- Chang, R. und A. Velasco (1998b), Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model, *NBER Working Paper* 6606, Cambridge, MA.
- Chang, R. und A. Velasco (1998c), The Asian Liquidity Crisis, *NBER Working Paper* 6796, Cambridge, MA.
- Chinn, M., M. Dooley und S. Shrestha (1999), Latin America and East Asia in the Context of an Insurance Model of Currency Crises, *Journal of International Money and Finance* 18, 659-81.
- Cooper, R. (1998), Should Capital-Account Convertibility Be a World Objective?, *Essays in International Finance* 207, 11-19, Princeton.
- Corbett, J. und D. Vines (1999), Asian Currency and Financial Crises: Lessons from Vulnerability, Crisis, and Collapse, *World Economy* 22, 155-177.

- Corsetti, G., P. Pesenti und N. Roubini (1998), What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview, NBER Working Paper 6833, Cambridge, MA.
- Corsetti, G., P. Pesenti und N. Roubini (1999), Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis, *European Economic Review* 43, 1211-36.
- Demirgüç-Kunt, A. und E. Detragiache (1999), Financial Liberalization and Financial Fragility, in: B. Pleskovic und J. Stiglitz (Hrsg.), *Annual World Bank Conference on Development Economics 1998*, Washington, DC., 303-31.
- Diamond, D. und P. Dybvig (1983), Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity, *Journal of Political Economy* 91, 401-19.
- Diaz-Alejandro, C. (1985), Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash, *Journal of Development Economics* 19, 1-24.
- Dooley, M. (1997), A Model of Crises in Emerging Markets, NBER Working Paper 6300, Cambridge, MA.
- Eichengreen, B. (1999), Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda, Washington, DC.
- Eichengreen, B. und M. Mussa (1998), Capital Account Liberalization, IMF Occasional Paper 172, Washington, DC.
- Fischer, S. (1998a), The IMF and the Asian Crisis, IWF Homepage (www.imf.org).
- Fischer, S. (1998b), Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF, *Essays in International Finance* 207, 1-10, Princeton.
- Fischer, S. (1998c), Economic Crises and the Financial Sector, IWF Homepage (www.imf.org).
- Fischer, S. (1999), On the Need for an International Lender of Last Resort, *Journal of Economic Perspectives* 13, 85-104.
- Furman, J. und J. Stiglitz (1998), Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1-114.
- Institute of International Finance (1998), Press Release January 29th, Washington, DC.

- Irwin, G. und D. Vines (1999), A Krugman-Dooley-Sachs Third Generation Model of the Asian Financial Crisis, CEPR Discussion Paper 2149, London.
- IWF (1998), International Capital Markets, Washington, DC.
- IWF (1999a), International Capital Markets, Washington, DC.
- IWF (1999b), World Economic Outlook, October 1999, Washington, DC.
- Jeanne, O. (1999), Currency Crises: A Perspective On Recent Theoretical Developments, CEPR Discussion Paper No. 2170, London.
- Kaminsky, G., Lizondo, S. und C. Reinhart (1998), Leading Indicators of Currency Crises, IMF Staff Papers 45, 1-48.
- Kaminsky, G. und C. Reinhart (1999), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, American Economic Review 89, 473-500.
- Krugman, P. (1996), Are Currency Crises Self-Fulfilling?, in: B. Bernanke und J. Rotemberg (Hrsg.), NBER Macroeconomics Annual 1996, Cambridge, MA.
- Krugman, P. (1998a), What Happened to Asia, MIT, mimeo.
- Krugman, P. (1998b), Fire-Sale FDI, MIT, mimeo.
- Krugman, P. (1998c), Will Asia Bounce Back?, MIT, mimeo.
- Krugman, P. (1999), Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises, MIT, mimeo.
- McKinnon, R. und H. Pill (1997), Credible Economic Liberalizations and Overborrowing, American Economic Review 87, Papers and Proceedings, 189-93.
- Mishkin, F. (1999), Lessons form the Asian Crisis, Journal of International Money and Finance 18, 709-23.
- Obstfeld, M. (1996), Comment, in: B. Bernanke und J. Rotemberg (Hrsg.), NBER Macroeconomics Annual 1996, Cambridge, MA.

Radelet, S. und J. Sachs (1998a), The Onset of the East Asian Financial Crisis, NBER Working Paper 6680, Washington, DC.

Radelet, S. und J. Sachs (1998b), The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects, Brookings Papers on Economic Activity, 1, 1-74.

Radelet, S. und J. Sachs (1999), What Have We Learned, so far, from the Asian Financial Crisis?, Harvard Institute for International Development, mimeo.

Rodrik, D. (1998), Who Needs Capital-Account Convertibility?, Essays in International Finance 207, 55-65, Princeton.

Rogoff, K. (1999), International Institutions for Reducing Global Financial Instability, Journal of Economic Perspectives 13, 21-42.

Sachs, J. (1995), Do We Need an International Lender of Last Resort?, Harvard Institute for International Development, mimeo.

Sachs, J., A. Tornell und A. Velasco (1996), Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995, Brookings Papers on Economic Activity, 1, 147-98.