

## Nicht nur ein Finanzdebakel Zu konkurrierenden Erklärungsansätzen für die Asienkrise

Lukas Menkhoff

---

Zur Erklärung der asiatischen Krise wird in der öffentlichen Debatte vor allem auf die geringe Regelungsdichte in den Finanzmärkten der betroffenen asiatischen Länder verwiesen. Dies hält Lukas Menkhoff für zu einseitig. Er verweist darauf, daß es mindestens vier verschiedene Erklärungsansätze gebe, und daß vor allem die Fehler der internationalen Finanzmärkte gewöhnlich unterbewertet werden. Wenn es nur an der fehlenden Regulierung in den asiatischen Ländern lag, wie ist es dann zu erklären, so fragt er, daß auch die wohlregulierten Banken aus den Industrieländern so tief in die Krise verstrickt waren? Ist die ganze Regulierung unzureichend oder liegen die Ursachen der Krise vielleicht doch an anderer Stelle?

---

In der öffentlichen Debatte scheint die Erklärung fast zur Selbstverständlichkeit geworden zu sein, daß die Asienkrise zugleich eine Krise der Finanzmärkte darstelle. Genauer: In erster Linie werden die dortigen nationalen Finanzmärkte verantwortlich gemacht, während die Rolle internationaler Finanzinstitutionen strittig ist. Tatsächlich jedoch ist die Krise vielschichtiger, und eine Erklärung muß wohl multikausal sein.

In der Literatur lassen sich wenigstens vier große Erklärungsrichtungen ausmachen, von denen zwei die Asienkrise im Kern als Finanzkrise behandeln:

1. Von einer "**Finanzkrise Asiens**" wird man dann sprechen, wenn die Ursache im Verhalten der jeweiligen nationalen Finanzinstitutionen gesehen wird.
2. Für eine "**Krise globaler Finanzmärkte**" spricht demgegenüber die bedeutende Rolle internationaler Kapitalströme in diesem Zusammenhang.
3. Allerdings läßt sich auch eine ganz gewöhnliche "**Exportkrise**" in den betreffenden Ländern konstatieren, die dann eine Finanzkrise ausgelöst haben könnte.
4. Schließlich handelt es sich in den Hauptkrisenländern zugleich um eine "**Krise der Wirtschaftspolitik**".

---

### Nicht-finanzielle Erklärungsansätze

---

Bevor also von den rivalisierenden Erklärungen durch eine nationale oder eine internationale Finanzkrise die Rede ist, soll hier die Bedeutung nicht-finanzieller Erklärungsansätze festgestellt werden. Diesen wird oft zu Unrecht eine untergeordnete Rolle zugewiesen. Im Fall der Hervorhebung wirtschaftspolitischer

Fehler hat dies nicht zuletzt methodische Ursachen. Zum einen gibt es darüber keine unmittelbar auswertbaren Statistiken, sondern es handelt sich um qualitative Informationen, die zudem länderspezifisch erhoben werden müssen. Zum anderen ist naturgemäß der Interpretationsspielraum erheblich. Dennoch dürfte unbestreitbar sein, daß der Erfolg des "East Asian Miracle" zugleich ein Erfolg der dort betriebenen Wirtschaftspolitik ist, und die jetzige Krise zugleich ein entsprechender Mißerfolg.

Ein gutes Beispiel hierfür ist die Rolle der thailändische Zentralbank. In Untersuchungen bis Anfang der 90er Jahre wurde hier die Qualität der makroökonomischen Steuerung und dabei auch der Geldpolitik positiv hervorgehoben. Die Zentralbank spielte insgesamt eine hervorragende Rolle, die man sich aus deutscher Perspektive durchaus ähnlich wie die der Deutschen Bundesbank vorstellen kann. Eine wesentliche Stärke war, daß sie sich dem politischen Gerangel entziehen konnte. Jedoch hat der Bericht einer hochrangigen Kommission in Thailand verdeutlicht, daß man im Vorfeld der Krise internes Mißmanagement, Fehleinschätzungen und Verwicklung in politische Kämpfe zu konstatieren hatte. Gewisse Schwächen waren Außenstehenden schon im Laufe des Jahres 1996 erkennbar geworden. Insofern kann man darüber spekulieren, was geschehen wäre, wenn die Geldpolitik und natürlich auch die Finanzpolitik mit mehr Kompetenz, Konzept und Glaubwürdigkeit betrieben worden wären.

Allerdings waren die Länder – oder jedenfalls einige Länder wie Indonesien, Malaysia und Thailand – nicht nur durch Schwächen der Wirtschaftspolitik gehandicapt, sondern befanden sich auch außenwirtschaftlich in einer schwierigen Lage. Die Nachfrage der Industrieländer nach Gütern der späteren Krisenländer schwächte sich merklich ab und führte in Verbindung mit einer tendenziellen Aufwertung der Währungen sowie strukturellen Problemen zu massiven Exporteinbrüchen. Aufgrund der hohen Außenhandelsabhängigkeit dieser Volkswirtschaften, die man grob auf das Doppelte der deutschen Wirtschaft beziffern kann, drosselte diese Entwicklung das Wachstum. Hält man sich darüber hinaus die hohe Abhängigkeit von ausländischen Kapitalzuflüssen vor Augen, so ergibt sich eine prekäre Lage: Auf der einen Seite verringert sich das Wachstum, was Zinssenkungen nahelegt, und auf der anderen Seite verschlechtert sich auf hohem Niveau die Leistungsbilanz, was Zinssteigerungen empfiehlt. Dies ist ein klassisches wirtschaftspolitisches Dilemma zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Erfordernissen, das spekulative Währungsattacken fast schon herausfordert, vor allem wenn der Kurs der Wirtschaftspolitik unklar scheint.

## **Die Rolle des Finanzsektors**

Spätestens an dieser Stelle kommt der Finanzsektor ins Spiel (vgl. im folgenden Menkhoff 1999). Die nationalen Finanzsysteme der Krisenländer hatten im Boom enorm expandiert, wie das Volumen der Kredite, die die Geschäftsbanken an den Privatsektor gegeben haben, in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zeigt (s. Abb. 1). Problematisch ist nicht, daß dieser Kreditvolumenkoeffizient steigt – im Gegenteil stellt dies eher ein Kennzeichen des Entwicklungsprozesses dar.

Nachdenklich machen vielmehr das Tempo der Expansion, das erreichte Volumen der Ausleihungen und Hinweise auf eine möglicherweise leichtsinnige Kreditvergabe.

Insbesondere der letzte Punkt ist bedeutsam: Wenn Kredite vergeben werden, bei denen zu erwartende Rückflüsse und eingegangene Risiken nicht in angemessenem Verhältnis stehen, dann muß es früher oder später zur Krise kommen. In diesem Sinne stellt die Asienkrise eine Bereinigung vorangegangener Exzesse an den nationalen Finanzmärkten dar.

In der Tat sehen viele Beobachter hier die entscheidende Determinante der Asienkrise. Es wird dann gerne auf die Korruption und "Vetternwirtschaft" in diesen Ländern verwiesen. Dies habe dazu geführt, daß auch die Banken in ihrer Kreditvergabepraxis nicht nach ökonomischen Effizienzüberlegungen vorgegangen seien. Solange dies in einem Umfeld hohen Wachstums geschieht, mag es ohne erkennbare Folgen bleiben, doch in einer wirtschaftlichen Krisensituation rächt sich die Leichtfertigkeit: Vergebene Kredite werden schneller "faul", und da eine ungenügende Risikowahrnehmung zu unzureichenden Vorsorgemaßnahmen veranlaßt hat, führt die Relation aus sich anstauenden Problemen und ihren Lösungsmöglichkeiten schnell in eine ausweglose Lage. Es kommt folglich zu Bankzusammenbrüchen, die systemischen Charakter annehmen. Bereits die Antizipation dieser Art von Problemen löst eine Flucht in sichere Anlagen aus.

### **Wirtschaftspolitische Krisenerscheinungen**

Volkswirtschaftlich wird die Lage dann besonders heikel, wenn ein Verlust des Vertrauens in die weitere wirtschaftliche Entwicklung eines Landes zu internationalen Kapitalumschichtungen Anlaß gibt. Durch die Einbindung der asiatischen Volkswirtschaften in die internationalen Finanzmärkte haben sie sich auch dem Kalkül dieser Märkte ausgesetzt, was Chancen wie Risiken mit sich bringt. Auf der Habenseite sind mehrere wünschenswerte Wirkungen zu verbuchen. Möglicherweise spielt dabei das zusätzlich verfügbare Kapital nicht einmal die größte Rolle, sondern eher qualitative Elemente: der Technologietransfer bei Direktinvestitionen, die verbesserte Risikodiversifizierung durch internationale Öffnung (die die Risikoprämie senkt), sowie ein Effizienzgewinn durch verbesserte Kapitalallokation.

Auf der anderen Seite stehen die Risiken, wobei hier unterschieden werden muß zwischen grundsätzlichen Risiken und spezifischen Risiken für *emerging markets*. Generell sehen Skeptiker auf Finanzmärkten die immanente Gefahr der Übertreibung von Preisbewegungen. Bezogen auf die Asienkrise zeigt sich eine solche temporäre Übertreibung im nachhinein bei den Wechselkursen, die grob gesprochen die Hälfte ihrer erlittenen Verluste wieder wettgemacht haben. Daneben gibt es auch spezifische Risiken, wobei hier zwei Faktoren hervorgehoben werden: die internationale Ansteckung und Regulierungsdefizite in *emerging markets*.

Beim Thema internationaler Ansteckung liegt das Problem weniger in einer Ansteckung als solcher. Jede Volkswirtschaft, die irgendwie international eingebunden ist, wird von Veränderungen in anderen Ländern betroffen. Dies trifft besonders auf benachbarte und strukturell vergleichbare Staaten zu. In diesem Sinne ist es geradezu eine Selbstverständlichkeit, daß nach der starken Abwertung der thailändischen Währung im Juli 1997 viele Nachbarländer ebenfalls unter Abwertungsdruck gerieten.

Das ökonomische Problem beginnt erst da, wo diese Ansteckung nicht mehr durch fundamentale Faktoren begründet erscheint, sondern eher Angst und Panik reflektiert. Manche Beobachter meinen da- für Anzeichen zu sehen, so daß in diesem Sinne die internationalen Finanzmärkte "Schuld" an der Vertiefung und Ausweitung der Krise tragen.

Ein zweiter Problemkreis ist spezifisch für sich entwickelnde Industrieländer wie eben in Asien. Diese Länder gehen mit der Öffnung ihrer Finanzmärkte, wie erwähnt, auch neue Risiken ein. Das bedeutet, daß zum traditionellen Kreditrisiko dann verstärkt Marktrisiken hinzutreten, etwa ein Wechselkursänderungsrisiko und durch internationale Einflüsse mitgestaltete Zinsänderungsrisiken. Darüber hinaus bringt eine Internationalisierung Struktureffekte mit sich, die den Charakter des Wettbewerbs ändern können. In jedem Fall ist damit zu rechnen, daß sich neue Risiken auftun, auf die die Institutionen sich gründlich vorbereiten müssen. Dies aber scheint offensichtlich nur unzureichend geschehen zu sein. Dadurch entsteht ein prinzipiell (aber nicht kurzfristig) lösbares Problem aus der internationalen Einbindung.

### Gewichtung der Ursachen

Damit sind nun die vier eingangs erwähnten Erklärungsansätze jeweils kurz vorgestellt worden. Es stellt sich die Frage, in welcher *Gewichtung* diese Ansätze tatsächlich eine Rolle spielen denn nur wenn man diese Frage beantwortet, läßt sich ein schlüssiges wirtschaftspolitisches Konzept entwickeln. Leider wird die Diagnose durch drei Faktoren erheblich erschwert: Meßprobleme, Interdependenzen und Erkenntnisinteressen.

Schon das rein "technische" Thema der **Meßprobleme** wiegt dabei schwer. Es hat wiederum drei Aspekte:

Erstens betrifft es die generelle Erfäßbarkeit und Vergleichbarkeit von Bestimmungsgrößen, wie gerade für den Bereich der Wirtschaftspolitik. Zwar ist das Versagen wirtschaftspolitischer Institutionen teilweise offensichtlich (vgl. Beiträge in Menkhoff und Reszat, 1998), doch wie will man dies im Vergleich der Länder untereinander und mit den anderen Ansätzen abwägen?

Zweitens gibt es viele Daten nicht in einer Form, wie man sie sich für empirische Untersuchungen wünscht. So sind Statistiken zur Struktur der Schulden, die in Asien oft sehr kurzfristig waren, nur auf halbjährlicher Basis verfügbar. Allein schon deshalb werden sie in Studien, die ansonsten auf Monatsbasis arbeiten, nicht aufgenommen.

Drittens gibt es (z. T. aufgrund dieser Meßprobleme) insgesamt nur wenige empirische Untersuchungen, die einen wenigstens impliziten Vergleich konkurrierender Ansätze anstreben, und überdies sind diese Vergleiche häufig unzureichend. Insbesondere variieren auch die konkret verwendeten Indikatoren erheblich, so daß die Ergebnisse nicht direkt vergleichbar sind.

Neben die Meßprobleme treten außerdem **inhaltliche Interdependenzen**. Es klang bei der Skizzierung der jeweiligen Erklärungsansätze bereits an, daß Elemente

ineinandergreifen. Läßt man einmal die schwer operationalisierbare Krise der nationalen Wirtschaftspolitiken außer Betracht, so ergeben sich Verursachungsketten zwischen Nachfrageeinbruch, Vermögenspreisdeflation und Bankenkrise. Die Erklärungsansätze greifen demzufolge ineinander, und Ursache bzw. Folge erscheinen als Frage des jeweiligen Standpunkts.

Dies leitet unmittelbar zum dritten hier anzusprechenden "Hindernis" bei der Formulierung eines schlüssigen wirtschaftspolitischen Konzepts über, den jeweiligen **Erkenntnisinteressen**. In die Debatte sind häufig Institutionen verwickelt, die von den Erklärungsansätzen berührt werden. Dies kann man exemplarisch an drei Institutionen verdeutlichen:

Der Internationale Währungsfonds sieht die Verantwortung für die Krise bei den nationalen Regierungen und meint, stark verkürzt, diese hätten die Rezepte des IWF nur nicht konsequent genug implementiert (IMF 1998).

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, die u. a. Initiativen zur internationalen Harmonisierung der Bankenaufsicht koordiniert, analysiert etwa in ihrem letzten Jahresbericht (1998) ausführlich Probleme, die sich aus mangelnder Funktionsfähigkeit der nationalen Bankenaufsicht ergeben.

In den jeweiligen Ländern dagegen gibt es lautstarke Kritiker internationaler Institutionen, nicht zuletzt der internationalen Finanzmärkte. Der malaysische Premier ist da wohl besonders prominent. Andere halten sich nach außen zwar zurück, aber denken ganz ähnlich, daß "die Ausländer" die Situation unnötig verschärft hätten.

Damit ist klar, daß es nicht eine einzige, weitgehend akzeptierte Interpretation der Asienkrise gibt und wohl auch nicht geben kann. Vielmehr akzentuieren die hier vorgestellten Erklärungsansätze jeweils verschiedene Elemente.

Im Kernbereich allgemein geteilter Überzeugungen steht dabei die Auffassung, daß die Finanzmärkte wesentlich zu der Krise beigetragen haben, weshalb häufig von einer Finanzkrise Asiens gesprochen wird. Strittig sind auch nicht die Schwächen der nationalen Institutionen, die unzweifelhaft vorliegen. Umstritten ist vielmehr, ob und inwieweit internationale Finanzmärkte zu der Krise beigetragen haben. In diesem Punkt kommen die betroffenen Länder nicht zuletzt aus Interessenpositionen heraus manchmal zu schlecht weg. Dies mag für sich genommen schon ärgerlich sein, erhält aber zusätzlich dadurch Brisanz, daß dann natürlich auch unzulängliche wirtschaftspolitische Konsequenzen abgeleitet werden, was an zwei Beispielen verdeutlicht werden soll.

---

### Die Rolle der internationalen Finanzmärkte

---

Als erstes Beispiel mag die Bankenaufsicht dienen. Es steht außer Frage, daß diese in den Krisenländern schwach bis faktisch nichtexistent war. Eine funktionierende Aufsicht gilt aber als ordnungspolitisch notwendiger Bestandteil von effizienten Finanzmärkten. Insofern scheint es äußerst sinnvoll, diese Institutionen aufzubauen.

Abgesehen davon, daß dies ein sehr langwieriger Prozeß ist, der es erforderlich macht, eine "Übergangszeit" zu gestalten, sollte man sich allerdings auch der unangenehmen Frage stellen, wieso denn die durchaus beaufsichtigten Banken der Industrieländer so tief in die Krise verwickelt waren. Hätten nur asiatische Banken leichtfertig Kredite vergeben, so würde eine Regulierung nach Industrieländerstandards möglicherweise das gesamte Problem an der Wurzel packen. Wie aber soll man damit umgehen, daß bereits "effizient" regulierte Institutionen ihren asiatischen Konkurrenten unbedingt Marktanteile abjagen wollten und dabei dieselben Risiken eingegangen sind? Abb. 2 zeigt die Nettokapitalzuflüsse in die Krisenländer, die primär von ausländischen Finanzinstitutionen kanalisiert wurden. Ist die gesamte Regulierung unzureichend oder liegt die Ursache des Problems vielleicht doch an anderer Stelle? Wieweit spielt hier Herdenverhalten eine Rolle, wieweit die Hoffnung, im Krisenfall durch den IWF freigekauft zu werden?

Ein zweites Beispiel liefert die Forderung nach mehr Transparenz makroökonomischer Daten. Wiederum ist dieses Argument geradezu eine Selbstverständlichkeit, denn falsche oder unzureichende Informationen können höchstens zufällig zu vernünftigen Entscheidungen führen. Mehr Transparenz ist also sinnvoll, doch sollte man sich mit dieser Feststellung nicht begnügen. Warum waren denn die ausländischen Banken bereit, Milliardenkredite zu vergeben, wenn es an Informationen mangelte? Ist das Transparenzthema in Wirklichkeit ein marginales Problem oder haben die Investoren unverantwortlich gehandelt?

---

## Resümee

---

Zusammenfassend ist zu sagen, daß es zwar in den asiatischen Krisenländern, für jeden erkennbar, ein Finanzdebakel gab. Dies bedeutet allerdings noch nicht, daß tatsächlich die dortigen Finanzinstitutionen die Quelle des Problems waren. Es läßt sich vielmehr gut begründen, daß auch andere Faktoren eine wichtige Rolle gespielt haben. Insofern ist vor einfachen Lösungen zu warnen, die nur auf die rasche Stärkung asiatischer Finanzinstitutionen abzielen. Zwar hat dies den Vorteil, daß man das Übel diagnostizieren und eine Lösung anbieten kann, doch ist diese Einfachheit noch kein Gütesiegel. Es besteht sogar die Gefahr, daß tieferliegende Schwachstellen ausgeblendet werden. Etwas provozierend formuliert ist in der Asienkrise die Krise der asiatischen Banken das geringere Problem im Vergleich mit dem Verhalten der Finanzinstitutionen aus Industrieländern.

---

### Literatur

**Bank for International Settlements** (1998): 68th Annual Report. Basel

**International Monetary Fund (IMF)** (1998): International Capital Markets, September. Washington

**Lukas Menkhoff** (1999): Die Rolle finanzieller Globalisierung in der Asienkrise. Arbeitspapier, RWTH Aachen

**Lukas Menkhoff, Beate Reszat** (Hg.) (1998): Asian Financial Markets Structures, Policy Issues and Prospects. Baden-Baden, Nomos

---

**Dr. Lukas Menkhoff** ist an der RWTH Aachen Professor für Volkswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Geld, Kredit und internationale Finanzmärkte.

---

**E+Z Entwicklung und Zusammenarbeit,  
herausgegeben von der Deutschen Stiftung für internationale Entwicklung (DSE)  
Redaktionsanschrift:  
E+Z Entwicklung und Zusammenarbeit, Postfach 100 801, D-60008 Frankfurt**