

INEF Report

Institut für Entwicklung und Frieden der
Gerhard-Mercator-Universität - Gesamthochschule- Duisburg
zur wissenschaftlichen Begleitung der
Stiftung Entwicklung und Frieden

**Die globalen Währungs- und Finanzmärkte nach der
Asienkrise: Reformbedarf und politische Hemmnisse**

Heribert Dieter

Heft 41/1999

**Gerhard-Mercator-Universität
Gesamthochschule Duisburg**

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung.....	4
2. Die Asienkrise: Ursachen auf nationaler und internationaler Ebene.....	8
2.1. Die Krise: Extern oder intern induziert?	8
2.1.1. Das Trilemma der Währungspolitik	8
2.1.2. Panik auf den Finanzmärkten	10
2.1.3. Die makroökonomische Situation	13
2.1.4. Die Interpretation von Leistungsbilanzsalden	16
2.2. Zehn Gründe für den Ausbruch und die Vertiefung der Krise	17
2.2.1. Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen und Deregulierung der Finanzsysteme	18
2.2.2. Ungenügend vorbereitete nationale Finanzsysteme	19
2.2.3. Wenig ausgeprägtes Verständnis für Risiken bei Schuldnern und Gläubigern	21
2.2.4. Die ungelösten Probleme in Japan.....	22
2.2.5. Die neue Marktmacht von Spekulanten.....	25
2.2.6. Institutionelle Investoren und deren pro-zyklisches Verhalten	27
2.2.7. Das pro-zyklische Verhalten von Rating-Agenturen.....	28
2.2.8. Die einseitige, Investoren begünstigende und die Krise verschärfende Politik des IWF	30
2.2.9. Das Fehlen einer regionalen Macht, die die Spirale des Zusammenbruchs hätte aufhalten können	31
2.2.10. Das Fehlen einer regionalen Institution, die eine gemeinsame Strategie zur Bewältigung der Krise hätte entwickeln können	32
3. Charakteristika des globalen Währungs- und Finanzsystems	34
3.1. Währungsordnung	34
3.2. Finanzmärkte	35
3.3. Konsequenzen der Einführung des Euro	39

4. Optionen für Reformen.....	41
4.1. Ein neues Währungssystem.....	41
4.2. Ansätze zur Re-Regulierung der nationalen und internationalen Finanzmärkte	43
4.2.1. Chancen einer Tobinsteuer	44
4.2.2. Globale Regime zur Re-Regulierung von Finanzmärkten	45
4.2.3. Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik zur Stabilisierung von Kapitalströmen	47
4.3. Die Beschränkung von Leistungsbilanzsalden.....	51
5. Hemmnisse für Reformen.....	55
5.1. Amerikanischer Unilateralismus.....	55
5.2. Cui bono? Der “Wall Street Treasury Complex” und Re-Regulierung	56
5.3. Konflikt oder Kooperation zwischen Europa und Amerika?.....	59
5.3.1. Die Verwundbarkeit der US-Ökonomie.....	60
5.3.2. Barrieren der Kooperation zwischen den USA und Europa.....	64
6. Drei Pfade der künftigen Entwicklung der Weltwirtschaft	65
Literatur:	67

Der Autor:

Heribert Dieter, geb. 1961, Dr. rer. pol., Studium der Politikwissenschaft und der Volkswirtschaftslehre an der Freien Universität Berlin und der australischen Nationaluniversität, Canberra. 1993-1997 Referent in der Zentralstelle für Wirtschafts- und Sozialpolitik der Deutschen Stiftung für internationale Entwicklung, Berlin. Seit Januar 1998 wissenschaftlicher Mitarbeiter im Institut für Entwicklung und Frieden (INEF).

Zusammenfassung:

Im Herbst des Jahres 1999, zwei Jahre nach Beginn der Asienkrise, sind deutliche Zeichen des wirtschaftlichen Aufschwungs zu verzeichnen. Vor allem Südkorea und Thailand erholen sich relativ rasch, während eine Überwindung der Krise in Indonesien gegenwärtig noch nicht erkennbar ist.

Die Asienkrise, vom amerikanischen Präsidenten als größte Wirtschaftskrise seit 1945 bezeichnet, hat die strukturellen Fehlentwicklungen in der Weltwirtschaft deutlich gemacht. Am Beispiel der Asienkrise wird klar, in welchen Bereichen die gegenwärtige Weltwirtschaftsordnung besondere Defizite aufweist.

In diesem INEF-Report werden vor allem drei Punkte untersucht: Ein Rückblick auf die Asienkrise, die wichtigsten Problemfelder der Währungs- und Finanzmärkte sowie Chancen und Grenzen von Reformen. Die Analyse der Asienkrise zeigt, daß sie nicht vorwiegend von den Ländern selbst verursacht war, sondern in erster Linie auf externe Gründe zurückzuführen ist.

Es wird deutlich, daß vor allem politische Hemmnisse einer Reform der Weltfinanzordnung entgegenstehen. Insbesondere in

den USA ist die Bereitschaft zu einer Neuordnung der Finanzmärkte kaum vorhanden, nicht zuletzt deshalb, weil amerikanische Akteure am stärksten von der gegenwärtigen Ordnung profitieren. Trotzdem können sich Entwicklungs- und Schwellenländer durch Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik vor Finanzkrisen schützen.

Eine zentrale Frage dieses INEF-Reports ist die Untersuchung des Verhältnisses der USA und der EU vor dem Hintergrund einer möglichen Finanzkrise in Amerika. Die beiden bedeutendsten Akteure der Weltwirtschaft vernachlässigen ihre Kooperation und laufen Gefahr, in einen schleichenden Konflikt zu geraten. Dafür verantwortlich ist nicht nur der amerikanische Unilateralismus und die damit einhergehende „hegemoniale Illusion“, in der sich die USA gegenwärtig befinden. Ebenso wie die USA ihre Bedeutung im Moment stark überschätzen, versäumt die EU die entschlossene Formulierung eigener Positionen. Die Entwicklung einer stimmigen Außenwirtschaftspolitik, die auch gegenüber den USA konsequent vorgetragen wird, ist eines der drängendsten Probleme europäischer Außenpolitik. Ein Element dieser Strategie könnte die Verlagerung des IWF-Sitzes von Washington in die Eurozone, z.B. nach Paris, sein.

1. Einleitung

Im Juli 1997 begannen die Krisen südost- und ostasiatischer Volkswirtschaften.¹ Die Freigabe des Wechselkurses des thailändischen Baht am 2. Juli 1997 markiert den Beginn der größten Wirtschaftskrise seit dem Zweiten Weltkrieg. Anders als beispielsweise in Brasilien Ende des Jahres 1998/Anfang 1999 oder in der Russischen Föderation im Sommer 1998 haben wir es im Fall der Asienkrise damit zu tun, daß vergleichsweise solide wirtschaftende Ökonomien überraschend mit den negativen Konsequenzen von Deregulierung und Globalisierung konfrontiert worden sind. Die Asienkrise war mehr als eine Wirtschaftskrise, die eine Reihe von Ökonomien in einer bestimmten Region der Welt erfaßt hat. Sie ist auch nicht zu vergleichen mit den früheren Schuldenkrisen: In Asien führten zum einen vor allem private Investitionsentscheidungen in die Krise, zum anderen war das Ausmaß der Panik in Asien erheblich größer.² Die Asienkrise war die bisher tiefste Krise des neoliberalen, auf Deregulierung und Entstaatlichung setzenden Modells, das heute weltweit dominiert.

Wenngleich die Asienkrise Mitte des Jahres 1999 zumindest in einigen Ländern, vor allem Thailand und Südkorea, zumindest auf den ersten Blick überwunden scheint, bleiben eine Reihe von Punkten offen. Zunächst ist die Asienkrise für die Menschen der Region, trotz der sich heute abzeichnenden wirtschaftlichen Erholung,

nicht folgenlos geblieben. Dies gilt in besonderem Maß für Indonesien, das sich in einer Periode anhaltender politischer und sozialer Spannungen befindet. Zweitens ist unklar, warum die Krise, die mehr oder weniger überraschend ausbrach, nun ebenso überraschend ihr Ende fand. Erklärungen, die strukturelle Probleme in den asiatischen Volkswirtschaften als krisenverursachend identifizierten, müßten nun auch in der Lage sein, die wundersame Überwindung dieser strukturellen Defizite innerhalb kurzer Zeit zu begründen.

Naheliegender sind Ansätze, die eine externe Induzierung der Krise wie auch der wirtschaftlichen Erholung in den Mittelpunkt stellen: Während der panikartige Abzug von Kapital im Jahr 1997 die Krise verursachte, führt der heute feststellbare Rückfluß von Kapital sowohl zu wirtschaftlichem Wachstum als auch zu einer deutlichen Erholung der Wechselkurse asiatischer Währungen.

Es zeigt sich daher, daß wir Ende der 90er Jahre mit systemischen Schwächen unserer heutigen Weltwirtschaftsordnung konfrontiert sind. Die weitgehend unregulierten internationalen Finanzmärkte erweisen sich als krisenanfällig und extrem zyklisch. Phasen starker Zuflüsse von Kapital wechseln mit Perioden panikartigen Abzugs von Kapital. Dies führt in den betroffenen Ländern sowohl bei Kapitalzuflüssen und noch mehr bei raschem Abzug von Kapital zu tiefen Anpassungskrisen. Ein wirtschaftliches Ordnungsmodell, das in erster Linie auf weitere Deregulierung und marktförmige Lösungen setzt, erscheint deshalb insbesondere für Entwicklungs- und Schwellenländer nicht geeignet und birgt zudem erhebliche Risiken für die Stabilität der Weltwirtschaft.

1) Obwohl es sich nicht um eine einzelne Krise handelt, werde ich den Oberbegriff „Asienkrise“ in diesem Beitrag verwenden.

2) Allerdings war der Beitrag privater Kreditaufnahmen im Ausland auch den Schuldenkrisen in Lateinamerika, z.B. in Chile 1982/83, zum Teil erheblich.

Während eine Neuformulierung der Ordnung der Weltwirtschaft und eine maßvolle Re-Regulierung vor allem der internationalen Finanzmärkte dringend geboten erscheint, sind die Chancen für die Realisierung eines solchen politischen Projektes gegenwärtig eher schlecht: Allenfalls in Europa, nicht aber in den Vereinigten Staaten findet die Forderung nach einer neuen Weltwirtschaftsordnung und dem Ausbau der bestehenden multilateralen Institutionen eine gewisse Unterstützung.

Die Einführung des Euro könnte diese Situation auf mittlere Sicht allerdings verändern: Das Ende der Phase der Hochkonjunktur in den USA und die Anpassung der überbewerteten Aktienkurse auf ein realistischeres Niveau wird in den kommenden Jahren möglicherweise nicht nur zu einer Rezession in den USA führen, sondern könnte unter Umständen eine schwere weltweite Finanzkrise nach sich ziehen. Der Zeitpunkt einer deutlichen Korrektur der Aktienkurse ist zwar kaum zu prognostizieren, aber nahezu sicher ist, daß der gegenwärtige Boom, man könnte ihn auch als spekulative Blase bezeichnen, nicht mehr allzu lange anhalten wird. Bereits heute sind eine Reihe von Schwächen der US-Ökonomie zu erkennen, wenngleich die durch rasant gestiegene Aktienkurse beflügelte Binnen- nachfrage dies gegenwärtig zu überdecken vermag.

Wahrscheinlich werden die USA sich künftig aber verstärkt um internationales Kapital bemühen müssen: Falls Anleger den Dollar nicht mehr als alleiniges Weltgeld betrachten und zunehmend auf den Euro zurückgreifen, wird dies die USA zwingen, ihre gegenwärtig stark steigenden Defizite in der Leistungsbilanz zu reduzie-

ren. Wenn die Vereinigten Staaten selbst mit den negativen Folgen des heutigen Systems konfrontiert wären, könnte dies zu sinkender Unterstützung des neoliberalen Modells und zur Forderung nach partieller Re-Regulierung der Weltfinanzmärkte führen.

Für die weitere Entwicklung der globalen Währungs- und Finanzmärkte sind zwei Aspekte von Bedeutung:

– Gegen Ende der 90er Jahre zeigte sich vermehrt die strukturelle Krisenanfälligkeit globalisierter, deregulierter Finanzmärkte. Insbesondere die Krisen der früheren „Wirtschaftswunderländer“ Ostasiens fordern ein Umdenken in Bezug auf die Gestaltung von Finanzmärkten und den damit befaßten internationalen Organisationen, in erster Linie des Internationalen Währungsfonds (IWF).

– Auffällig ist die Entwicklung der Europäischen Union zu einer die Hegemonie der USA mittelfristig ernsthaft gefährdenden Konkurrenz. Dies manifestiert sich insbesondere in der Einführung des Euro am 1. Januar 1999. Erstmals seit dem Zweiten Weltkrieg entwickelt sich ein Rivale für das Weltgeld Dollar. Auch in der Handelspolitik ist eine wachsende Rivalität der EU und der USA deutlich zu erkennen. Dies belegen nicht nur die bilateralen Handelskonflikte, sondern vor allem die Versuche der USA und der EU, durch Projekte der regionalen Integration, in erster Linie Freihandelszonen und Zollunionen, Regionen des Südens und des Ostens an sich zu binden. Ein markantes Beispiel für diese Konkurrenz ist das Buhlen um den Mercosur: Sowohl die USA als auch die EU haben Verhandlungen über die Schaffung einer Freihandelszone vereinbart.³

3) Die EU hat 1999 nach jahrelangen Verhandlungen die Einrichtung einer

In diesem Beitrag soll aber weniger der Welthandel, sondern in erster Linie die globalen Währungs- und Finanzmärkte untersucht werden. Ich werde zunächst einen Rückblick auf die Asienkrise liefern. Dazu wird die wirtschaftliche Entwicklung der späteren Krisenländer kurz umrissen werden, bevor ich zehn Gründe vorstellen werde, die den Ausbruch und die Verschärfung der Asienkrise möglich gemacht haben.

Die Asienkrise hat uns vor Augen geführt, welche Gefahren von der gegenwärtigen Struktur des heutigen Währungs- und Finanzsystems ausgehen. Der Wandel der globalen Finanzmärkte hat die Finanzkrisen der jüngeren Vergangenheit erst ermöglicht. Deshalb steht die Betrachtung der Charakteristika des heutigen Systems und Optionen für Reformen im Mittelpunkt der folgenden Kapitel.

Dabei werden ausgewählte Aspekte der aktuellen Entwicklung betrachtet. Eine wesentliche Veränderung der internationalen Finanzmärkte stellt die Einführung des Euro dar, die daher knapp diskutiert werden.

Ein Resultat der Asienkrise ist, daß zahlreiche Beobachter nunmehr eine Neuordnung der Weltfinanzmärkte fordern. Es liegen heute eine Reihe von Vorschlägen zur Stabilisierung des internationalen Währungssystems und zur Re-Regulierung von internationalen Finanzmärkten vor. Im vierten Abschnitt

dieses Beitrags werde ich sowohl die Vorschläge für ein neues Währungssystem als auch die Möglichkeiten zur Stärkung der Finanzmärkte auf nationaler und auf internationaler Ebene vorstellen. Reformen durch nationale oder regionale Maßnahmen haben zwar durchweg eine geringere Reichweite als neue globale Regime, sie haben aber den entscheidenden Vorteil, zügig realisierbar zu sein.

Mit einer raschen Realisierung von Reformvorschlägen auf internationaler Ebene ist hingegen kaum zu rechnen. Dafür sind die zu erwartenden Widerstände von Seiten der USA zu groß. Verantwortlich dafür sind eine Reihe von Punkten, die ich im fünften Abschnitt vorstellen werde. Zum einen hat sich die Politik der USA in den 90er Jahren gewandelt von einem „unilateral globalism“ hin zu „global unilateralism“ (vgl. Huntington 1999). Zum anderen profitieren in den USA eine Reihe einflußreicher Akteure von der Deregulierung der internationalen Finanzmärkte, und diese Akteure haben kein Interesse an einem neuen internationalen Regime, das ihre Handlungs- und Profitmöglichkeiten einschränken würde.

Die mangelnde Bereitschaft der USA, eine Reform der Weltfinanzmärkte zu unterstützen, hat aber zudem auch Auswirkungen auf das transatlantische Verhältnis. In Verbindung mit der Verwundbarkeit der US-Ökonomie, die an Hand von zwei Beispielen untersucht werden wird, erwächst ein erhebliches Krisenpotential: Amerikanischer Unilateralismus und wirtschaftliche Schwäche führen zu einer gefährlichen Konstellation. Eine Krise der US-Ökonomie könnte die bereits vorhandenen Spannungen in den transatlantischen Wirtschaftsbeziehungen

Freihandelszone mit Südafrika vereinbart. Während die bisherigen Handelsprojekte der EU mit den mittelosteuropäischen Ländern, der Türkei und den Ländern des Mittelmeerraums noch eine regionale Dimension hatten, ist die Freihandelszone mit Südafrika eindeutig ein interregionales Integrationsprojekt und stellt damit einen neuen Typ der supranationalen wirtschaftlichen Zusammenarbeit dar.

zu einem größeren Konflikt eskalieren lassen.

Zu befürchten ist daher, daß die USA und die EU in einen Dauerkonflikt geraten, der mit dem Eintreten einer Wirtschaftskrise in den USA rasch an Brisanz gewinnen könnte. Zur Verhinderung eines transatlantischen Wirtschaftskrieges, der die gesamte Weltwirtschaft empfindlich treffen würde, erscheint die Schaffung einer nicht-militärischen Institution der transatlantischen Zusammenarbeit dringend geboten. Gegenwärtig realistisch ist dies hingegen nicht.

Es wäre allerdings unangemessen, lediglich den USA den Vorwurf einer unilateralen Politik zu machen und dabei die Politik der EU nicht zu berücksichtigen. Die wichtigste außenwirtschaftspolitische Herausforderung für die EU in den kommenden Jahren dürfte die Stabilisierung des Verhältnisses zu den USA sein. Hier erscheint es notwendig, daß die EU ihre Interessen klarer definiert und ihre Handlungsfähigkeit stärkt, ohne dabei ihre Kooperationsfähigkeit zu verlieren. Gelingt dies nicht, erscheint ein eher pessimistisches Szenario der weltwirtschaftlichen Entwicklung wahrscheinlich.

2. Die Asienkrise: Ursachen auf nationaler und internationaler Ebene

In den letzten Jahren des 20. Jahrhunderts zeigt sich die Weltwirtschaft krisenanfällig und instabil. Deutlichstes Beispiel ist die Krise der ostasiatischen Volkswirtschaften, die Asienkrise. Die Region, die bis zum Ausbruch der Krise eine beeindruckende wirtschaftliche Dynamik aufwies, sah sich beinahe über Nacht mit einer tiefen Wirtschaftskrise konfrontiert. Diese ist weniger Ausdruck von Versäumnissen der nationalen Wirtschaftspolitik,

sondern reflektiert die konzeptionellen Schwächen der heutigen Weltwirtschaftsordnung (vgl. Dieter 1998; Stiglitz 1998a, Wade 1998).

Zentral für das Verständnis der Probleme des heutigen globalen Währungs- und Finanzsystems sind die Zusammenbrüche der Währungen der von der Asienkrise betroffenen Länder und die Umkehrung von privaten Kapitalzuflüssen in die Schwellenländer insgesamt.

2.1. Die Krise: Extern oder intern induziert?

2.1.1. Das Trilemma der Währungspolitik

Die Asienkrise ist sowohl eine Währungs- als auch eine Finanzkrise. Am Anfang stand in den betroffenen Ländern die Währungskrise, die Kreditkrisen folgten. Man könnte daher die Asienkrise zunächst als Währungskrise charakterisieren und damit auf den ersten Blick relativ leicht mit dem „trilemma of international finance“ erklären. Nobelpreisträger Robert Mundell hat in den 60er Jahren auf dieses Problem aufmerksam gemacht. Die Geldpolitik nationaler Notenbanken steht vor dem Problem, daß gleichzeitig drei verschiedene Ziele angestrebt werden:

- Erstens streben Volkswirtschaften nach einer unabhängigen Geldpolitik, die eine Reaktion auf Phasen der wirtschaftlichen Schwäche wie auch der Überhitzung der Ökonomie ermöglichen sollte. Die Notenbank einer Volkswirtschaft sollte also in die Lage versetzt werden, auf eine Rezession mit einer deutlichen Zinssenkung reagieren zu können. Umgekehrt sollte eine Notenbank auf Überhitzungserscheinungen in einer Ökonomie mit Zinserhöhungen reagieren können.

- Zweitens streben Volkswirtschaften nach stabilen Wechselkursen ihrer Währung. Stabile Wechselkurse erleichtern nicht nur den internationalen Handel, sondern auch internationale Finanztransaktionen, da die Wirtschaftssubjekte über eine stabilere Kalkulationsbasis verfügen. Umgekehrt stellen stark schwankende Wechselkurse für international operierende Unternehmen entweder ein Risiko, oder, bei Wechselkurssicherung durch Derivate, Kosten dar.

- Drittens schließlich streben Volkswirtschaften nach voller Konvertibilität ihrer Währung, d.h. nach der Abschaffung von Kapitalverkehrsbeschränkungen: Sowohl die Ein- als auch die Ausfuhr der Währung sollte uneingeschränkt möglich sein (vgl. auch Krugman 1999, S. 60).

Das Problem ist nun, daß maximal zwei der drei oben genannten Ziele gleichzeitig erreicht werden können. Die wirtschaftspolitischen Akteure müssen sich entscheiden zwischen

- flexiblen Wechselkursen, verbunden mit phasenweise erratisch schwankenden Kursen,

- oder festen Kursen, die eine unabhängige Geldpolitik der Zentralbank, d.h. eine konjunkturabhängige Zinspolitik, unmöglich machen. Die zinspolitischen Entscheidungen der Zentralbank zielen dann nur auf die Verteidigung des Wechselkurses,

- oder Kapitalverkehrskontrollen, die eine Verbindung von festen Wechselkursen und flexibler Zinspolitik ermöglichen, aber eine Reihe von anderen Nachteilen aufweisen (vgl. Krugman 1999, S.60f; Tietmeyer 1999a, S. 1).

Berücksichtigt man also diese Erkenntnisse, könnte man zu dem Schluß kommen, die Krisenländer Ostasiens hätten grundlegende Erkenntnisse der

Volkswirtschaftslehre nicht berücksichtigt und wären deshalb in eine Krise geraten. Doch damit macht man es sich zu einfach: Richtig ist, daß es in den späteren Krisenländern wirtschaftspolitische Fehleinschätzungen gab. Richtig ist auch, daß eine gewisse Anpassung der Wechselkurse angemessen erschien, da die Währungen der späteren Krisenländer an den Dollar gekoppelt waren und dieser insbesondere gegenüber dem Yen im Wert gestiegen war. Falsch ist es indessen, nur auf das Problem des Wechselkursregimes zu achten. Selbst wenn feste Wechselkurse auf Dauer bestimmte Nachteile aufweisen, so ist unstrittig, daß völlig flexible Wechselkurse für Entwicklungs- und Schwellenländer erhebliche Nachteile aufweisen (vgl. auch Abschnitt 3).

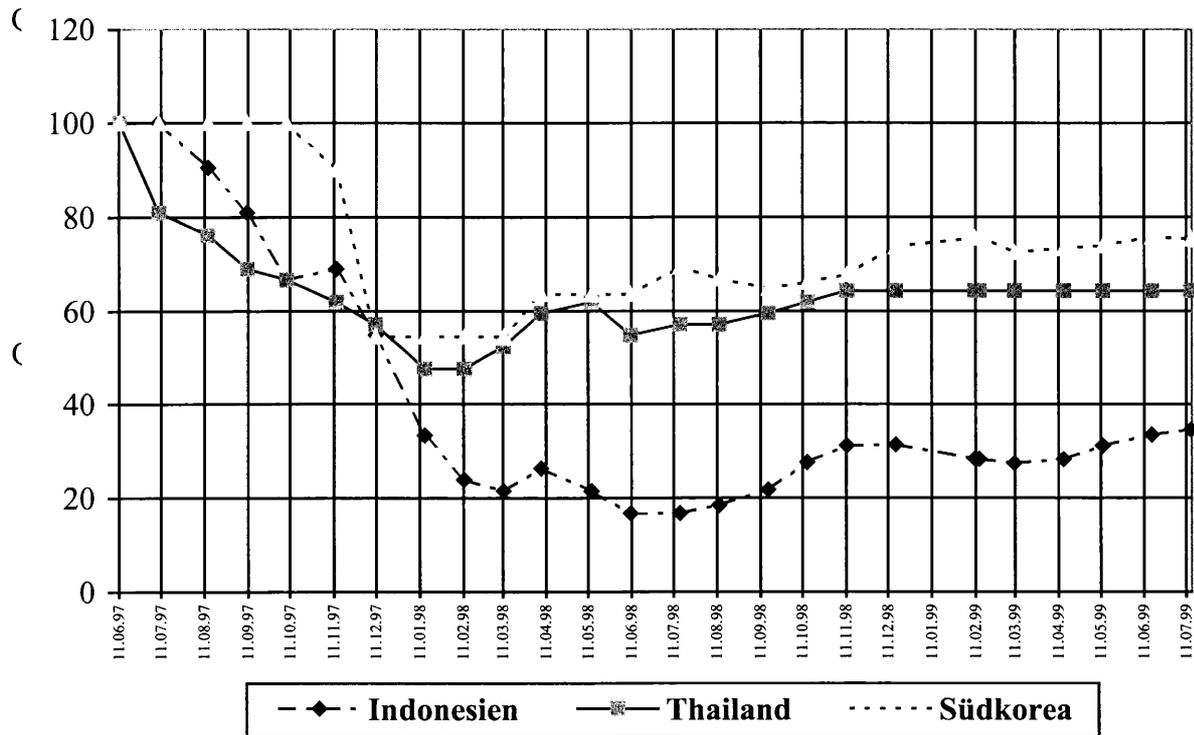
Es ist zudem nicht zutreffend, von einem einheitlichen Währungsregime in den asiatischen Krisenländern auszugehen. Beispielsweise hatte Indonesien den Kurs der Rupie regelmäßig an die unterschiedliche Inflationsratenentwicklung in den USA und Indonesien angepaßt („crawling peg“). Die Rupie wurde gegenüber dem US-Dollar zwischen 1990 und 1997 jedes Jahr um 3% – 5% abgewertet. Während der Wechselkurs des thailändischen Baht im gleichen Zeitraum stabil war, entwickelte sich der koreanische Won gegenüber dem US-Dollar uneinheitlich: Der leichten Abwertung zwischen 1990 und 1994 folgte eine nominelle Aufwertung von 6% von 1994 bis zum Sommer 1995, an die sich eine Abwertung um etwa 11% bis Anfang 1997 anschloß (vgl. DIW 1998, S. 454).

Es gilt zu bedenken, daß wir es in Südost- und Ostasien nicht mit einer Anpassung der Wechselkurse zu tun hatten, sondern mit panischen Reaktionen.

2.1.2. Panik auf den Finanzmärkten

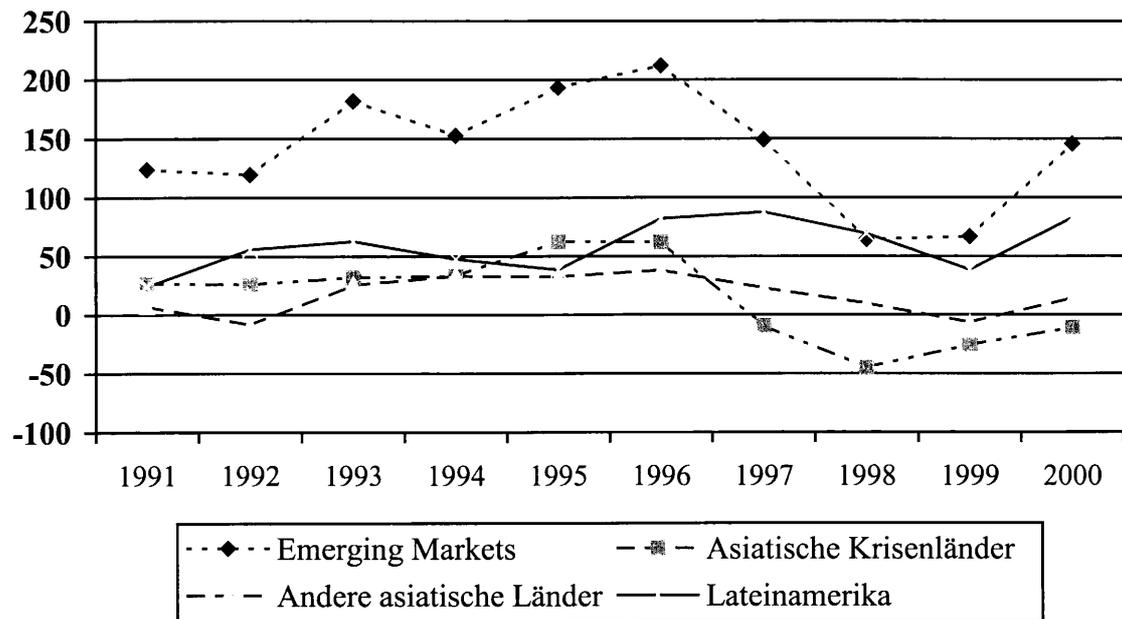
Folgende Entwicklungen bedürfen einer Erklärung:

Schaubild 1: Entwicklung des Wechselkurses zum US-Dollar von Juni 1997 bis Juli 1999



Quelle: The Economist, verschiedene Ausgaben.

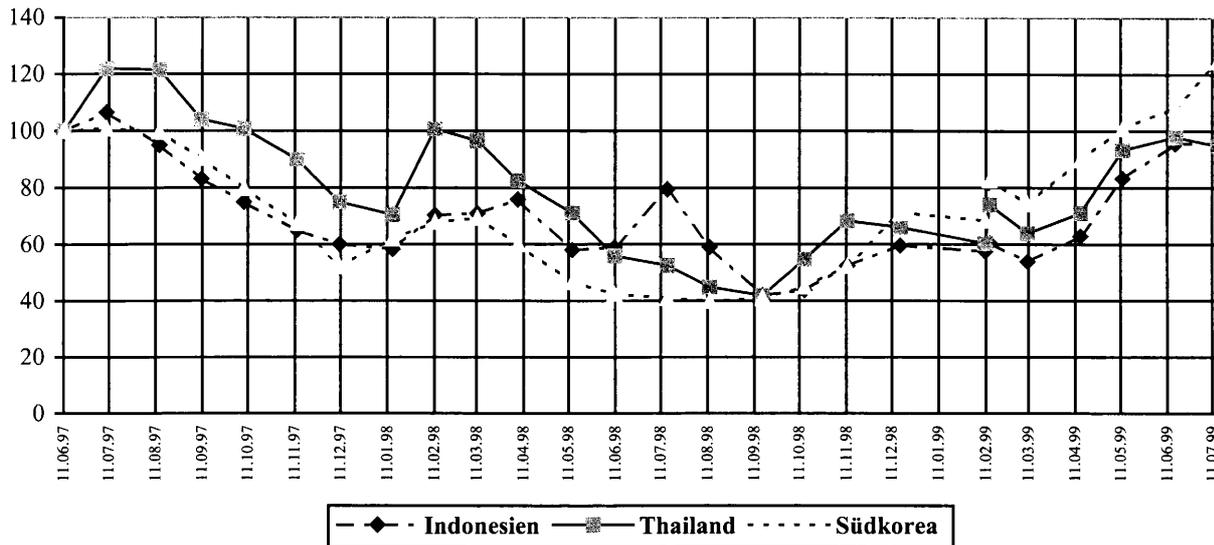
Schaubild 2: Private Nettokapitalflüsse in Entwicklungs- und Schwellenländer¹ von 1991 bis 2000 in Mrd. US-Dollar (1999 und 2000: Schätzung)



- 1) Entwicklungs-, Transformations- und Schwellenländer, einschl. Südkorea, Singapur, Taiwan und Israel.
- 2) Asiatische Krisenländer: Südkorea, Indonesien, Malaysia, Philippinen und Thailand.

Quelle: IMF, World Economic Outlook, May 1999, S. 40f.

Schaubild 3: Entwicklung der Aktienindices der Krisenländer von Juni 1997 bis Juli 1999



Quelle: The Economist, verschiedene Ausgaben.

Man wird die beiden in Schaubild 1, 2 und 3 dargestellten Entwicklungen schwerlich als Anpassungen an neue Rahmenbedingungen oder notwendige Korrekturen bezeichnen können. Sowohl bei der Entwicklung des Außenwertes der Währungen der asiatischen Krisenländer als auch bei der dramatischen Trendwende bei den Kapitalströmen haben die internationalen Finanzmärkte sich als zumindest phasenweise von Panik und prozyklischem Verhalten geprägt erwiesen. Nach der Freigabe der Wechselkurse in Südost- und Ostasien wurden die Währungen der betroffenen Länder in konfuser Hektik verkauft. Die indonesische Rupie, eine Währung, die im Verlauf der vergangenen 20 Jahre nur mäßige Inflationsraten aufwies und die von der indonesischen Zentralbank gegenüber dem US-Dollar regelmäßig abgewertet

worden war, verlor innerhalb eines Jahres mehr als 80 Prozent ihres Wertes gegenüber dem US-Dollar. Keine Volkswirtschaft kann einen solchen Schock ohne eine tiefe Krise überwinden. Ähnlich problematisch ist die Entwicklung der privaten Kapitalströme. Während bis 1996 sehr hohe Nettokapitalzuflüsse in alle „emerging markets“ zu verzeichnen waren, gingen die Nettozuflüsse 1997 und 1998 dramatisch zurück.⁴ Im Falle der asiatischen Krisenländer waren per Saldo Kapitalabflüsse zu verzeichnen. Ebenso wie der dramatische Verfall einer Währung stellen erratisch schwankende Kapitalzu- und -abflüsse Entwicklungs- und Schwel-

4) Der Economist sprach nicht mehr von „emerging“, sondern von „submerging markets“. Inzwischen ist von „re-emerging markets“ die Rede.

lenländer vor kaum lösbare wirtschafts-
politische Probleme. Vergleichbar volatil
war die Entwicklung der Börsen. Susan
Strange bemerkt zu diesem Thema:

*„Why mad? Because to my mind it was ,
and is, ‚wildly foolish‘ – the dictionary
synonym for mad – to let the financial
markets run so far ahead, so far beyond
the control of state and international
authorities. We recognise insanity, or
madness in a man or woman, by erratic,
unpredictable, irrational behaviour that is
potentially damaging to the sufferers
themselves or to others. But that is exactly
how financial markets have behaved in
recent years. They have been erratically
manic at one moment, unreasonably
depressive at others. The crises that have
hit them have been unpredicted and, to*

*most observers, surprising. Their beha-
viour has seriously damaged others. Their
condition calls urgently for treatment of
some kind.“ (Strange 1998, S. 1)*

2.1.3. Die makroökonomische Situation

Die Asienkrise ist durch die
unangemessene Nervosität der Investoren
in den ersten Wochen nach Beginn der
Krise charakterisiert. Zu fragen ist, ob vor
Ausbruch der Krise Fehlentwicklungen zu
verzeichnen waren, die einer deutlichen
Korrektur bedurft hätten. Betrachten wir
dazu die makroökonomische Entwicklung
bis zum Ausbruch der Krise.

Tabelle 1: Daten zur makroökonomischen Entwicklung seit 1983

	Indonesien	Malaysia	Philippinen	Südkorea	Thailand
Reales Wachstum des BIP p.a. in % 1983-89	5,5	5,4	1,1	9,6	8,1
Reales Wachstum des BIP p.a. in % 1990-95	8,0	8,8	2,3	7,8	9,0
Reales Wachstum des BIP p.a. in % 1996	8,0	8,6	5,7	7,1	6,4
Reales Wachstum des BIP p.a. in % 1997 ^a	5,0	7,0	4,3	6,0	0,6
Inflationsrate p.a. in % 1983-89	8,1	2,0	15,4	3,8	3,1
Inflationsrate p.a. in % 1990-95	8,7	3,5	10,8	6,6	5,0
Inflationsrate p.a. in % 1996	7,9	3,5	8,4	4,9	5,9
Inflationsrate p.a. in % 1997 ^a	8,3	3,7	5,2	4,3	6,0
Salden der öffentlichen Haushalte in % des BIP 1996	+1,4	+4,2	-0,4	+0,5	+1,6
Salden der öffentlichen Haushalte in % des BIP 1997 ^a	+2,0	+1,6	-0,9	+0,2	-0,4
Leistungsbilanzsaldo in % des BIP 1990-95	-2,5	-6,2	-4,1	-1,4	-6,7
Leistungsbilanzsaldo in % des BIP 1996	-3,3	-4,9	-4,7	-4,9	-7,9
Leistungsbilanzsaldo in % des BIP 1997	-1,8	-4,8	-5,2	-1,8	-2,0
Leistungsbilanzsaldo in % des BIP 1998 ^a	+2,5	+6,5	-1,5	+12,9	+10,7
Leistungsbilanzsaldo in % des BIP 1999 ^a	+2,7	+4,6	-0,7	+7,9	+9,9
Sparquote in % des BIP 1996	28,8	36,7	19,7	33,3	33,1

a) Schätzungen

Quellen: IMF, World Economic Outlook, Interim Assessment, December 1997, S. 49-51; IMF, World Economic Outlook, October 1998, S. 64; BIS 1998a, S. 34; SVR 1998, S. 20.

In der Tabelle 1 sind die wichtigsten makroökonomischen Daten der asiatischen Krisenländer aufgeführt. Bei der Betrachtung des BIP fällt einerseits die sehr unterschiedliche Entwicklung in den 1980er Jahren auf, andererseits das sich auf vergleichbar hohem Niveau bewegende Wachstum des letzten Vorkrisenjahres 1996. Zwar hatte sich die wirtschaftliche Entwicklung sowohl in Thailand als auch in Südkorea ein wenig verlangsamt; absolut betrachtet sind BIP-Zuwächse von 7,1 bzw. 6,4 Prozent aber sehr beachtlich. Joseph Stiglitz, Chef-Ökonom der Weltbank, hat darauf hingewiesen, daß keine Region der Welt über einen längeren Zeitraum hinweg so rasch gewachsen ist und eine so deutliche Abnahme von Armut zu verzeichnen hatte wie Südost- und Ostasien (vgl. Stiglitz 1998a, S. 5).

Auch bei der Analyse der Preisentwicklung bleiben die Erfolge der fünf Länder eindrucksvoll. Die in den 80er Jahren aufgetretenen hohen Inflationsraten in Indonesien und den Philippinen konnten deutlich reduziert werden. Die Inflationsraten waren 1996 und 1997 zwar höher als in westlichen Industrieländern, keinesfalls aber besorgniserregend hoch.

Die Entwicklung der öffentlichen Haushalte ist 1996 und 1997 noch erheblich beeindruckender. Indonesien, Malaysia und Thailand wiesen 1996 z.T. deutliche Überschüsse in den öffentlichen Haushalten auf. Selbst 1997 konnten Indonesien, Malaysia und Südkorea Überschüsse realisieren, während der Fehlbetrag in Thailand mit 0,4% des BIP sehr gering ist. Am Rande sei bemerkt, daß, abgesehen von Luxemburg und Irland, 1997 kein Land der Europäischen Union eine derart solide Fiskalpolitik vorweisen konnte. Die späteren Krisenländer blieben, darauf sei zur Illustration hingewiesen, weit unter der

im Vertrag von Maastricht genannten Marke für die öffentliche Neuverschuldung von 3,0% des BIP.

Die wichtigsten makroökonomischen Daten der asiatischen Krisenländer wiesen vor der Krise keine besorgniserregenden Werte auf, worauf auch Stiglitz hinweist:

„The East Asian crisis, particularly, differs from many previous crises in that many of the macroeconomic fundamentals were so strong in the affected countries. They had high savings rates, government surpluses or small deficits, low inflation, and low levels of external debt relative to other developing regions“ (Stiglitz 1998a, S. 5).

Weniger positiv war die Entwicklung der Leistungsbilanzen in den fünf Ländern. Insbesondere Thailand wies in den 90er Jahren durchweg sehr hohe Fehlbeträge in der Bilanz der laufenden Posten auf. Erst die Krise sorgte 1997 für eine deutliche Abnahme des Fehlbetrags auf 2,0% des BIP. Andererseits zeigen aber weder Indonesien noch Südkorea vor der Krise dramatische Defizite. Zudem ist gerade die Leistungsbilanz ein zwar häufig verwendeter, zugleich aber besonders schwierig zu interpretierender Indikator. Insbesondere bei offenen, deregulierten Finanzmärkten ist keineswegs geklärt, welche Kausalitäten gelten: Bewegungen in der Kapitalbilanz können verantwortlich sein für Defizite in der Leistungsbilanz.

Es besteht keine Veranlassung, die Leistungsbilanzdefizite als entscheidend für den Ausbruch der Krise anzusehen. Mit der Ausnahme von Thailand bewegten sich die Fehlbeträge in einem akzeptablen Rahmen. Dies wird auch im Vergleich mit zwei OECD-Ländern der Region deutlich. Sowohl Neuseeland als auch Australien wiesen in den 90er Jahren hohe Leistungsbilanzdefizite auf, ohne daß dies zu Turbulenzen geführt hätte. Neuseelands

Fehlbeträge beliefen sich auf 2,7% (90-95), 5,5% (1996) und 5,8% (1997), die Zahlen für Australien lauten 4,2% (90-95), 3,7% (96) und 3,6% (1997) (vgl. IMF 1997b, S. 168).

Sehr auffällig ist der dramatische Wandel der Leistungsbilanzsalden seit 1997. Lediglich die Philippinen weisen 1998 und 1999 noch Fehlbeträge in der Bilanz der laufenden Posten auf, während Südkorea und Thailand enorme Überschüsse in der Leistungsbilanz zu verzeichnen haben. Dies reflektiert aber nur zum Teil realwirtschaftliche Veränderungen. Ganz wesentlich für den Wandel der Leistungsbilanzsalden ist, daß nach Ausbruch der Krise ein Nettoabfluß von Kapital aus den Krisenländern erfolgte (vgl. dazu Schaubild 2).

2.1.4. Die Interpretation von Leistungsbilanzsalden

An dieser Stelle erscheint es mir wichtig, kurz über die Interpretation von Leistungsbilanzsalden nachzudenken. Die Zahlungsbilanz einer Volkswirtschaft besteht aus der Leistungsbilanz, in der Handels- und Dienstleistungsbilanz zusammengefaßt werden, sowie der Kapitalverkehrsbilanz und der Devisenbilanz. In der Kapitalverkehrsbilanz werden die Ex- und Importe von Kapital erfaßt, in der Devisenbilanz die Forderungen und Verbindlichkeiten der Zentralbank. Wenn sich die Devisen-reserven der Zentralbank also nicht ändern, so entspricht einem Defizit in der Leistungsbilanz ein Überschuß in der Kapitalverkehrsbilanz: Zum Ausgleich der Zahlungsbilanz wird Kapital importiert. Umgekehrt gilt, daß einem Überschuß in der Leistungsbilanz ein Defizit in der Kapitalverkehrsbilanz entspricht.

Spannend ist nun die Frage nach den Kausalitäten. Hier gehen die meisten Interpretationen von Zahlungsbilanzen davon aus, daß die Leistungsbilanz über die Kapitalbilanz entscheidet. Anders gesagt: Die Kapitalbilanz wird als das „passive resultierende Element“ der Zahlungsbilanz betrachtet. Diese Interpretation trifft aber nicht immer zu: Leistungsbilanzdefizite sind nicht allein Ausdruck nationaler Wirtschaftspolitik und Ergebnis der Entscheidungen von inländischen Akteuren. Im Zeitalter deregulierter, globalisierter Finanzmärkte reflektieren Defizite in der Leistungsbilanz nämlich *auch* die Entscheidungen von internationalen Investoren, die Kapital in eine Volkswirtschaft importieren. So auch in Asien: Die Region wurde, trotz bereits hoher Sparquoten, von ausländischem Kapital überflutet, was zu einer Überhitzung der betroffenen Ökonomien beitrug.

Der deutsche Ökonom Wolfgang Stützel hat sich bereits in den 50er Jahren mit diesem Thema beschäftigt. Stützel bemerkte zum Verhältnis von Kapitalzuflüssen und Leistungsbilanzsalden:

„Woher rührt es, daß das, was im Binnenverkehr selbstverständlich ist, daß nämlich Entstehen und Höhe von „Leistungsbilanzsalden“ wesentlich von der Finanzierungsseite her determiniert sind, im internationalen Verkehr mit anscheinend derselben Selbstverständlichkeit völlig außer Betracht gelassen wird?“ (Stützel 1958, S. 129)

Stützel stellte fest, daß diese sehr spezielle Interpretation von Leistungsbilanzsalden weit verbreitet sei und in der OEEC, der Vorläuferorganisation der OECD, der Weltbank und dem Währungsfonds vertreten werde. Er bemerkte, daß hinter jener Tradition der Außenwirtschafts-

theorie, die ein Rangverhältnis zwischen güterwirtschaftlichen und finanziellen Bestimmungsgründen für die Art und Höhe von Außenwirtschaftssalden sieht, das alte Modell der reinen Goldumlaufwährung stehe: Dort war Leistungsbilanzsaldo gleich Goldbewegung (Stützels 1958, S. 178).

Daß diese Lesart auch noch heute Relevanz hat, zeigt nicht zuletzt die Asienkrise. Die Leistungsbilanzdefizite vor Ausbruch der Asienkrise wurden als Versäumnisse der nationalen Wirtschaftspolitik charakterisiert, während die Verbesserung seit 1998 als wirtschaftlicher Erholungsprozeß bezeichnet wird. Tatsächlich ist aber zugleich ein Rückgang der Importe und ein Abzug von Kapital aus den Krisenländern zu verzeichnen: Die Kapitalverkehrsbilanzen wiesen nach 1997 keine Überschüsse, d.h. einen Zufluß von Kapital, sondern Defizite auf. Entsprechend wandelten sich die Leistungsbilanzen. Welche Faktoren nun einen stärkeren Einfluß auf den Wandel der Leistungsbilanzsalden hatte, ist allerdings unklar.

Anzumerken wäre noch, daß Stützels Arbeit zu einer Zeit veröffentlicht wurde, als Kapitalverkehrskontrollen auch in den westlichen Industrieländern weit verbreitet waren. Ende der 90er Jahre ist der Import und Export von Kapital in den wenigsten Ländern beschränkt, und dennoch wird an der Interpretation der Kapitalbilanz als „passiv Resultierende“ festgehalten, ein bemerkenswerter Vorgang.

2.2. Zehn Gründe für den Ausbruch und die Vertiefung der Krise

Eine Reihe von Faktoren trugen zum Ausbruch und zur Verschärfung der Asienkrise bei. Ich möchte zehn Punkte vorstellen, die dafür von Relevanz sind.

Interne Faktoren spielen in meiner Analyse eine untergeordnete Rolle, da sie meines Erachtens die Krise nur bedingt erklären können. Allerdings erklärt kein Faktor alleine die Krise, sondern die Summe der Ursachen ist für die Tiefe der Krise verantwortlich.

Bei der Bewertung der Asienkrise liegen zwei sich grundsätzlich unterscheidende Ansätze vor. Der IWF, insbesondere der stellvertretende geschäftsführende Direktor des IWF, Stanley Fischer, hat die Krise als vorwiegend hausgemacht, als ‚mainly homegrown‘, beschrieben. Die von mir geteilte Gegenposition zielt hingegen eher auf die externen Faktoren ab. Gegenüber den Ansätzen, die ein erhebliches Maß an Verschulden bei der nationalen Wirtschaftspolitik diagnostiziert, sind nämlich drei Vorbehalte anzumerken:

- Warum sind die Fehlentwicklungen, wenn sie denn so wichtig waren, nicht vor Ausbruch der Krise identifiziert worden?
- Weshalb sind die gleichen Modelle, die die spektakulären Wachstumserfolge der vergangenen 30 Jahre ermöglichten, plötzlich für den größten Finanzkrach seit 1929 verantwortlich?
- Warum hat es einen Ansteckungseffekt in der gesamten Region gegeben, von dem beispielsweise auch sehr solide wirtschaftende Ökonomien wie Singapur betroffen waren?

Erklärungen, die lediglich auf die Versäumnisse der nationalen Wirtschaftspolitik bauen, können keine überzeugenden Antworten auf diese drei Fragen liefern.⁵ Allerdings haben diese Krisener-

5) Selbst der bisherige Bundesbankpräsident Tietmeyer stellte inzwischen fest, daß nur noch „marktwirtschaftliche Dogmatiker“ ausschließlich eine falsche Politik der betroffenen Staaten als krisenverursachend betrachten würden (vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung, 30.4.1999, S. 19).

klärungen durchaus eine Funktion: Bei einem vorwiegend auf Fehler der nationalen Wirtschaftspolitik basierenden Erklärungsmuster muß weder das weltwirtschaftliche Ordnungsmodell noch die Politik der multilateralen Institutionen, insbesondere des IWF, in Frage gestellt und möglicherweise in Zukunft neu gestaltet werden.

2.2.1. Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen und Deregulierung der Finanzsysteme

In den 80er Jahren hatten die späteren Krisenländer eine große Zurückhaltung in Hinblick auf die Abschaffung der Kapitalverkehrskontrollen gezeigt. In den 90er Jahren hingegen setzten sich die Befürworter einer Liberalisierung der Kapitalmärkte durch. Das zentrale Argument war die Steigerung der Effizienz der Finanzsysteme, d.h. konkret niedrigere Finanzierungskosten für inländische Kreditnehmer. Im Falle Südkoreas war die Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen die Voraussetzung für den Eintritt in die OECD.⁶ Der IWF und die Weltbank sowie die einheimischen Unternehmen, die sich eine Senkung ihrer Kreditkosten erhofften, waren die wichtigsten Akteure, die die Liberalisierung befürworteten (vgl. Wade 1998, S. 5).

Im Rückblick läßt sich feststellen, daß die Steigerung der Effizienz erkaufte wurde mit einer Zunahme der Instabilität und Volatilität. Die Liberalisierung machte die späteren Krisenländer verwundbar gegen-

über spekulativen Attacken auf ihre Währung (vgl. Krugman 1999, S. 72f).

Die Deregulierung der Finanzmärkte machte die verstärkte Kreditaufnahme im Ausland erst möglich. In den letzten zehn Jahren vor der Krise wurde beispielsweise in Thailand eine Vielzahl von Deregulierungsmaßnahmen im Finanzsektor durchgeführt, unter anderem die Reduzierung der Auflagen für Nicht-Banken. Die Kreditaufnahme im Ausland wurde gestattet. Vergleichbar war die Entwicklung in Korea: Auch dort wurden Zinskontrollen und andere Regulierungen abgeschafft, die Finanzmärkte wurden geöffnet und der interne Wettbewerb verstärkt (vgl. Stiglitz 1998a, S. 6).

Ein direkter Zusammenhang zwischen Deregulierung und Spekulation fällt in Thailand auf. Vor der Deregulierung galten dort Restriktionen in Bezug auf die Vergabe von Bankkrediten an den Immobiliensektor. Die thailändische Regierung wollte Kredite in produktive Investitionen lenken, zudem wurden die Gefahren eines kreditfinanzierten Immobilienbooms deutlich gesehen. Die Liberalisierung des thailändischen Finanzmarktes, erneut mit dem Argument der Effizienzsteigerung, führte dann zum Immobilienboom mit der Folge der Steigerung der Volatilität (vgl. Stiglitz 1998a, S. 6).

Eine interessante Parallele, die in Europa wenig diskutiert wird, zeigt sich bei der Betrachtung Australiens und Neuseelands. Beide Länder begannen in den 80er Jahren ihre Finanzmärkte zu deregulieren: Kapitalverkehrskontrollen wurden 1983 in Australien und 1984 in Neuseeland abgeschafft. Zugleich wurden ausländische Banken zugelassen. Die Konsequenzen waren dramatisch.

Zunächst war ein Zufluß von Kapital zu verzeichnen, was zu einem Aufwertungs-

⁶) Allerdings hat die OECD die Form der Liberalisierung des Kapitalverkehrs nicht entscheidend beeinflusst. Die Liberalisierung des kurzfristigen Kapitalverkehrs war eine Entscheidung der koreanischen Regierung.

druck auf den australischen Dollar führte. Zugleich lag das Zinsniveau deutlich über dem Zinsniveau beispielsweise in Deutschland oder der Schweiz. In dieser Situation entschieden sich zahlreiche australische und neuseeländische Kreditnehmer, Fremdwährungskredite aufzunehmen. Bankmanager, selbst von den neuen Freiheiten überwältigt, empfahlen beispielsweise australischen Farmern, ihre Mährescher mit einem auf Schweizer Franken lautenden Kredit zu finanzieren. Als es dann zu einem deutlichen Kursverlust der Währungen kam, war der ursprünglich so billige Kredit wegen des Währungsverfalls plötzlich sehr teuer geworden. Bereinigt wurde diese durch Deregulierung induzierte Finanzkrise durch den australischen und neuseeländischen Finanzkrach der späten 80er Jahre: Die meisten der neuen Glücksritter, als Beispiel sei Alan Bond genannt, verloren ihren schnell gewonnenen Reichtum.⁷ Einige Banken und Nicht-Banken, zum Beispiel die Bausparkasse „Pyramid“ oder die „Tricontinental Bank“ gingen Konkurs, ohne daß es in diesen Fällen einen umfassenden staatlich finanzierten Anlegerschutz gegeben hat (vgl. Kelly 1994).

Insgesamt gesehen stieg nach der Deregulierung die Außenverschuldung stark an: Die Bruttoaußenverschuldung stieg in Australien von A \$ 35,7 Mrd. (1983) auf A \$ 191,3 Mrd. (1992), in Neuseeland stieg die Außenverschuldung von NZ \$ 17,4 Mrd. (1984) auf NZ 62,1

Mrd. im Jahr 1992 (vgl. Dieter 1998, S. 36ff).

2.2.2. Ungenügend vorbereitete nationale Finanzsysteme

Betrachten wir den zweiten Punkt, die ungenügende Vorbereitung der inländischen Finanzsysteme auf die Öffnung und Deregulierung. Die Abschaffung der Kapitalverkehrskontrollen führt natürlich nur dann zu einer Steigerung der Effizienz, wenn damit auch eine Steigerung des Wettbewerbs verbunden ist. Die Erfahrungen anderer Länder haben die Risiken der Deregulierung ohne ausreichende Vorbereitung der inländischen Akteure und der nationalen Finanzsysteme deutlich gezeigt. Beispielsweise machten die Schuldenkrisen Lateinamerikas in den frühen 1980er Jahren klar, daß eine hohe private Außenverschuldung eine Volkswirtschaft in eine sehr prekäre Lage bringen kann. Chile machte die Erfahrung, daß Privatisierung und Deregulierung des Finanzsektors zu einer Zunahme der Risiken für den Staat führen können: Am Ende der Reformen mußte der chilenische Staat die Haftung für zahlungsunfähige Banken übernehmen, obwohl die chilenische Regierung regelmäßig darauf hingewiesen hatte, sie werde keine Garantien für den Finanzsektor gewähren (vgl. Diaz-Alejandro 1985, S. 8).

Der IWF vertrat die bereits damals unzutreffende Position, eine zu hohe Kreditaufnahme im Ausland durch private Akteure könne es, sofern keine staatlichen Garantien gegeben werden, per Definition nicht geben, unterstellte mithin eine gewisse Unfehlbarkeit privater Akteure bzw. unterschätzte die Bereitschaft von Gläubigern, auf die Regierungen der Schuldnerländer Druck auszuüben (vgl. Diaz-Alejandro 1985, S. 9).

⁷) Alan Bond symbolisiert den Aufstieg und Fall der Deregulierungsprofiteure. 1983 gewann eine von ihm gesteuerte Segelyacht den „America's Cup“, ein Erfolg, der Bond fast zum australischen Nationalhelden machte. Anfang der 90er Jahre wanderte der inzwischen entzauberte frühere Schildermaler wegen Bilanzmanipulationen ins Gefängnis.

Es mag also aus Sicht der individuellen privaten Schuldner angemessen sein, auf billigere Kredite von internationalen Finanzmärkten zurückzugreifen, aber für die gesamte Volkswirtschaft kann das kollektive Verhalten von privaten Akteuren zur Finanzkrise führen. Stanley Fischer hat sich Anfang der 90er Jahre, als er noch keine leitende Position im IWF innehatte, zu den Risiken *privater* Außenverschuldung geäußert. Er meinte damals:

"... domestic firms should not be given unrestricted access to foreign borrowing, particularly non-equity financing. In both Chile and Argentina, the lenders in essence forced the government to take over the debt of failing private borrowers. The argument was that the credit of the country would be impaired unless the government stood behind its domestic firms. It might have been expected that the lenders' interest in being repaid would be sufficient for them to exercise due caution in lending. But there is much evidence of unwise lending that imposes externalities on other firms and the government of a country. For this reason, governments should monitor even private sector borrowing, and may sometimes have to limit such borrowing" (Stanley Fischer: *Issues in International Economic Integration*, Bangkok: 1991, S. 20; zitiert nach Gruen 1991, S. 13).

Auch in der Asienkrise haben wir es mit dem kollektiven Fehlverhalten privater Akteure zu tun. Staatliche Kreditnehmer spielten eine untergeordnete Rolle. Erst mit dem Ausbruch der Krise traten staatliche Akteure, ähnlich wie in Lateinamerika in den frühen 80er Jahren, in den Vordergrund. Private Akteure waren auch in Asien nicht in der Lage, die von ihnen ausgelöste Krise ohne staatliche Unterstützung zu bewältigen. Die Deregulierung

der nationalen Finanzsysteme führte zu einer Steigerung der Effizienz, aber auch zu einer größeren Anfälligkeit gegenüber einer Panik (vgl. Krugman 1999, S. 72f).

Im Ergebnis führte die Anhäufung von kurzfristiger Verschuldung im Ausland, die nicht von Kurssicherungsgeschäften begleitet wurden, zu einem Zustand der Verwundbarkeit der asiatischen Ökonomien. Kapitalabflüsse, und die von ihnen verstärkten Abwertungen der Währungen und fallende Kurse für Aktiva, verschärften den Druck auf die einheimische Wirtschaft. Dieser Teufelskreis hat sich weiter verstärkt, als die Probleme im Finanzsektor zu einer Verknappung von verfügbaren neuen Krediten im Inland führte, womit die reale Ökonomie direkt unter Druck geriet und die Wirtschaftsleistung zurückgehen mußte (vgl. Stiglitz 1998a, S. 5f).

An dieser Stelle darf der Hinweis auf die ungenügende Bankenaufsicht in den späteren Krisenländern nicht fehlen. Gleichwohl haben die Bankaufsichtsbehörden in den Gläubigerländern ebenfalls keine überzeugende Arbeit geleistet. Betrachtet man beispielsweise den Kredit eines thailändischen Unternehmens bei der Deutschen Bank, dann erfahren die thailändischen Kreditaufsichtsbehörden nichts von diesem Kredit, wohl aber das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen in Berlin. Dort hat man aber keinen Anlaß für eine Warnung gesehen: Die Stabilität der Deutschen Bank war sicherlich zu keinem Zeitpunkt gefährdet.

Die Forderung nach einer Verbesserung der Bankenaufsicht als Maßnahme zur Krisenprävention greift aber nicht nur deshalb zu kurz. Die Kreditkrisen waren zu einem wesentlichen Teil eine Folge der Währungskrisen, und diese Währungskrisen sind weder von einer Bankaufsichts-

behörde noch von anderen Akteuren leicht zu prognostizieren.

Zudem hätte auch eine gute Bankenaufsicht an den Problemen in Asien nichts geändert: Solange Anreize bestehen, sich im Ausland zu verschulden, weil das dortige Zinsniveau niedriger ist, werden Banken, Nicht-Banken und Unternehmen dies auch tun. Eine effektive Bankenaufsicht müsste zur Verhinderung dieser Entwicklung Maßnahmen zur Regulierung verfügen können. So wäre es denkbar, daß die Bankenaufsicht vorschreibt, Kreditaufnahmen im Ausland in ausländischer Währung mit der Pflicht von Kursicherungsgeschäften zu verbinden. Dies hätte aber Effizienzverluste zur Folge und würde als eine Behinderung des freien Kapitalverkehrs angesehen werden können.

Schließlich wird im Zusammenhang mit der mangelnden Vorbereitung der nationalen Finanzsysteme häufig auf dort mangelnde Transparenz verwiesen. Dies Argument führt aber ins Leere. Denn es erscheint, vor dem Hintergrund der Erfahrungen mit Finanzkrisen in OECD-Ländern, völlig abwegig, von höherer Transparenz, d.h. besseren Informationen über einzelne Akteure des Finanzsektors, eine größere Stabilität des Finanzsektors insgesamt zu erwarten. Schweden und Finnland gehören weltweit zu den „transparentesten“ Volkswirtschaften, und sie sind dennoch in den Jahren 1990 und 1991 in schwere Finanzkrisen geraten. Auch die britische Finanzkrise von 1990 und das amerikanische „Savings & Loans“ Debakel der 80er Jahre belegen, daß Transparenz allein keinen Schutz vor Finanzkrisen bietet (vgl. auch Stiglitz 1998b, S. 14).

2.2.3. Wenig ausgeprägtes Verständnis für Risiken bei Schuldnern und Gläubigern

In Asien, so hatte es zumindest den Anschein, haben nicht nur Wirtschaftspolitiker, sondern ganze Gesellschaften die Risiken ihrer Aktivitäten ignoriert. Obwohl dies aus heutiger Sicht unverstündlich erscheint, darf der wirtschaftliche Hintergrund dieser Fehleinschätzungen nicht übersehen werden. Die späteren Krisenländer hatten, wie wir bereits gesehen haben, ein beeindruckendes wirtschaftliches Wachstum erlebt. Innerhalb einer Generation hatte man beispielsweise in Indonesien erstaunliche Fortschritte bei der Armutsbekämpfung verzeichnen können. Südostasien feierte sich als eine Region, die dem Westen überlegen zu sein schien. Der frühere Premierminister Singapurs, Lee Kuan Yew, bezeichnete Australien und Neuseeland als den „poor white trash of the Pacific“. Seine Analyse der USA war nur wenig freundlicher.

Das hohe Wachstum in der Region führte zur Selbstgefälligkeit. Zudem mögen einige Akteure Wirtschaftskrisen nur noch aus Geschichtsbüchern gekannt haben: Vor der gegenwärtigen Krise war das letzte Jahr mit realen Wachstumsraten von weniger als 5 Prozent 1985 in Indonesien, 1980 in Südkorea und 1972 in Thailand.

Aber es wäre falsch, nur bei den Schuldnern Sorglosigkeit und mangelndes Verständnis für Risiken zu konstatieren. Die westlichen Gläubiger konnten zwar annehmen, daß sie mit hoher Wahrscheinlichkeit auch im Krisenfall relativ wenige Kredite würden abschreiben müssen, da die Erfahrungen früherer Schuldenkrisen gezeigt hatten, daß IWF und Weltbank für einen sehr weitgehenden Gläubigerschutz

sorgen würden. Dennoch haben die westlichen Banken durch die leichtfertige Vergabe von Krediten die Krise mitverursacht, worauf auch Stiglitz hinweist:

*„Thus, if the borrowers in East Asia are to blame, so too are the developed-country lenders. And to the extent that the foreign banks were **marginal** lenders, they deserve even more of the blame: foreign lenders to Korea's highly leveraged firms ... knew that these enterprises' debt-equity ratios were far higher than any financial analyst would have called prudent. Yet supposedly well-managed banks, supervised by supposedly sophisticated regulatory authorities, made these loans“* (Stiglitz 1998b; S. 14, Hervorhebung im Original).

Vom Vorwurf der leichtfertigen Kreditvergabe sind nicht nur international operierende Großbanken, sondern auch deutsche Landesbanken betroffen. Die Bayerische Landesbank verlor in der Asienkrise immerhin DM 1,3 Mrd., davon DM 800 Millionen durch ungesicherte und bankseitig unkontrollierte Aktivitäten der Niederlassung in Singapur (vgl. Der Spiegel, 32/1999, S. 17).

2.2.4. Die ungelösten Probleme in Japan

Japan trägt ein erhebliches Maß an Verantwortung für die Asienkrise. Der Grund ist, daß die ungelösten Probleme des japanischen Finanzsektors zu einem massiven Kapitalexport führten, der im Ergebnis zur Destabilisierung der asiatischen Krisenökonomien beitrug.

Japans eigene Finanzkrise weist von ihrer Entwicklung her Parallelen zu Südostasien auf. In beiden Fällen wurde ein spekulativer Boom von Immobilien- und Aktienmärkten in Gang gesetzt. Der entscheidende Unterschied ist, daß ausländische Akteure in Japan keine Rolle spielten: Die

Spekulationsblase war weitgehend hausgemacht. Letzten Endes schaukelten sich die Werte von Immobilien und von Aktien gegenseitig hoch: Überbewertete Immobilien wurden als Sicherheiten für Kredite gegeben, um dann an der Börse zu spekulieren.⁸ Die Exzesse waren spektakulär. Ein Beispiel: Bei der Privatisierung von 'Nippon Telegraph and Telephone' (NTT) betrug der Ausgabepreis das 250-fache der jährlichen Gewinnerwartungen (vgl. Wood 1988, S. 58).

Auch die japanische Spekulationsblase platzte letztlich, und zwar Anfang der 90er Jahre.⁹ Der Nikkei-Aktienindex fiel von seinem Höchststand von nahezu 40.000 auf unter 20.000 und hat sich seitdem einige Male der 14.000er Marke genähert.¹⁰

Ebenso fielen die Immobilienpreise in Japan; sie sind aber noch immer nicht so niedrig, wie man es nach einer Immobilienkrise vermuten könnte. Der Grund dafür ist, daß die japanische Regierung in den vergangenen Jahren stets versucht hat,

8) Begünstigt wurde die sich wechselseitig begünstigende Spekulation durch eine Spekulationssteuer in Japan. Dort mußte eine 80%ige Steuer auf den Wertzuwachs gezahlt werden, wenn eine Immobilie vor Ablauf von zehn Jahren den Besitzer wechselte. Immobilienbesitzer haben dann Wertzuwächse nicht realisiert, sondern die Immobilien mit dem aktuellen Wert beliehen und an der Börse spekuliert (vgl. Wood 1988, S. 75). Die als Maßnahme zur Behinderung von Immobilienspekulation gedachte Steuer hat also das Gegenteil des gewünschten Effektes gehabt, da nur ein geringer Teil der Immobilien den Besitzer wechselte, sich zugleich aber eine Inflation der (Buch-)Werte entwickelte.

9) An Warnungen hat es im Falle Japans allerdings nicht gefehlt: Wood warnte schon 1988 vor einem Zusammenbruch und meinte, das herdenhafte, pro-zyklische Verhalten japanischer Investoren würde die Krise noch verstärken (vgl. Wood 1988, S. 78f).

10) Der Höchststand des Nikkei-Index belief sich auf 38.915 im November 1989.

die binnenwirtschaftlichen Folgen der Krise gering zu halten. Ziel war es, die Krise zu überwinden, ohne umfangreiche Zusammenbrüche von Firmen, sowohl im Bau- wie im Finanzsektor, in Kauf zu nehmen. Damit dieses Ziel erreicht werden konnte, mußte versucht werden, die Preise von Aktien und Immobilien auf einem relativ hohen Niveau zu halten, um zu verhindern, daß überschuldete Unternehmen zum Notverkauf von Aktiva gezwungen werden würden und damit eine Entwertung von Aktiva auf breiter Basis in Gang gesetzt werden könnte.¹¹

Seit dem Ende des spekulativen Booms zu Beginn der 90er Jahre ist der Finanzsektor das zentrale Problem der japanischen Wirtschaft. Schätzungen über den Umfang der notleidenden Kredite und der unterkapitalisierten Pensionsansprüche reichen von US-Dollar 630 Mrd., die vom japanischen Finanzministerium Ende 1997 genannte Summe, bis zu einem Betrag von US-Dollar 2000 Milliarden. Bereits die vom Finanzministerium genannte Zahl entspricht 15 Prozent aller Ausleihungen japanischer Banken oder stattlichen 16 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Das Mittel zur Überwindung der Krise ohne eine starke Belastung der japanischen Wirtschaft war der historisch einmalig niedrige Zinssatz der japanischen Zentralbank. Der Diskontsatz wurde im April 1995 von 1,75 auf 1,0 Prozent gesenkt und beträgt seit September 1995 nur 0,5 Prozent, hat also eher den Charakter einer Bearbeitungsgebühr.¹² Damit waren für die

japanischen Banken und Unternehmen eine Reihe von Vorteilen verbunden. Sie konnten sich im Inland zu sehr geringen Kosten mit Kapital versorgen und damit sehr aggressiv auf Auslandsmärkten aktiv werden. Zudem wurden mit diesen niedrigen Zinsen die Aktien- und Immobilienmärkte stabilisiert: Bei einem derart niedrigen Zinssatz - zehnjährige Staatsanleihen erreichen in Japan Mitte 1998 eine Rendite von brutto 1,68 Prozent, real gerade noch 1,1 Prozent - haben japanische Anleger kaum andere Möglichkeiten zur Erhöhung der Renditen als die Börse bzw. Investitionen im Ausland (vgl. Schnabl/Starbatty 1998). Ebenso werden Investitionen in Immobilien vom niedrigen Zinsniveau begünstigt.

Für Japans Unternehmen haben die niedrigen Zinsen einen zweifach positiven Effekt. Zum einen können japanische Unternehmen bei diesen Zinssätzen Investitionen sehr leicht finanzieren. Zum anderen hatten die Zinssenkungen Auswirkungen auf den Wechselkurs des Yen und damit die internationale Wettbewerbsfähigkeit japanischer Unternehmen: Im April 1995 erreichte der Yen ein Rekordhoch gegenüber dem US-Dollar von 79,75 Yen pro Dollar. Bis Mitte Juli 1998 fiel der Yen, auch dank der Niedrigzinspolitik der japanischen Zentralbank, um etwa 75 Prozent auf 140 Yen pro Dollar. Selbst während der im Sommer 1999 zu verzeichnenden Phase der relativen Stärke des Yen lag der Kurs mit Yen 110 pro US-Dollar weit unter dem Höchststand von 1995.

Japans Banken profitierten natürlich in gleicher Weise: Sie konnten sich im Inland

11) Japanische Banken beispielsweise halten Aktien als Teil ihres Eigenkapitals. Wenn diese Aktien unter einen bestimmten Wert gefallen wären, wäre die Eigenkapitalbasis zu schmal geworden und die Probleme der Banken hätten sich verschärft.

12) Die Zinsen in Japan sind seither weiter gefallen. Anleihen der japanischen Regierung

mit zwei Jahren Laufzeit werden im September 1999 mit 0,4% p.a. verzinst, der Zinssatz für Drei-Monatsgeld ist auf 0,03% p.a. gefallen (vgl. The Economist, 28.8.1999, S. 85).

billig mit Liquidität versorgen und traten auf den Märkten als aggressive Anbieter von Kapital auf. Dabei verdienten sie zum einen an der Zinsdifferenz zwischen Inland und Ausland und zum anderen profitierten sie längere Zeit vom sinkenden Wechselkurs des Yen gegenüber dem Dollar (vgl. Wade 1998, S. 8).¹³

Die Kosten dieser Politik werden dem Ausland aufgebürdet: Leistungsbilanzüberschüsse und Defizite in der Kapitalverkehrsbilanz, d.h. der Export von Kapital, haben für das Ausland in zweifacher Weise negative Konsequenzen: Erstens resultiert der Kapitalexport aus Japan heraus in größerer Instabilität der Finanzmärkte, auch weil ein erheblicher Teil dieser Kapitalexporte nicht langfristig, sondern nur kurzfristig gebunden ist. Zweitens bedingen die Leistungsbilanzüberschüsse Japans Leistungsbilanzdefizite in anderen Ländern. Wenn man unterstellt, daß in Zeiten liberalisierter Kapitalmärkte Kapitalimporte nicht die Folge, sondern die Ursachen von Leistungsbilanzdefiziten sein könnten, so wird deutlich, daß Japans Wirtschaftspolitik in den 90er Jahren in erheblichem Maße für Instabilität gesorgt und zum Entstehen der Asienkrise beigetragen hat. Japans Defizite in der Kapitalverkehrsbilanz bedeuten letztlich nichts anderes als ein fehlendes Interesse auf Seiten japanischer Anleger an Direkt- und Portfolioinvestitionen in Japan.

Im Kern reflektiert der anhaltende Kapitalexport Japans die Fähigkeit japanischer Akteure, eine kostspielige Sanierung des Finanzsektors immer weiter zu verschieben. Statt der Abschreibung notleidender Kredite in größerem Maßstab wurde ein

Krisenexport betrieben. Japans Politik und Notenbank haben also versucht, sich die Kosten der Sanierung seines maroden Finanzsystems vom Ausland finanzieren zu lassen.¹⁴ Es erscheint angemessen, diese Politik zugleich als fehlgeschlagen und gegenüber dem Ausland, insbesondere den asiatischen Nachbarländern, als verantwortungslos zu charakterisieren.

Fiskalpolitisch hat die japanische Regierung ihr Pulver ebenfalls erfolglos verschossen: Seit 1993 wurden sechs Konjunkturprogramme mit einem Umfang von US-Dollar 650 Mrd. aufgelegt. Das einzige Ergebnis dieser Politik, in Ermangelung eines ernsthaften Versuches zur Sanierung des Finanzsektors, ist die Steigerung der öffentlichen Gesamtverschuldung von 1991 bis 1998 von 59 auf 98 Prozent des BIP.

Über die Asienkrise hinaus ist Japans Geldpolitik lehrreich. Die Situation in Japan belegt zum einen, daß auch eine moderne Ökonomie in eine Liquiditätsfalle geraten kann.¹⁵ Zum anderen hat sich in Japan gezeigt, daß die Annahme, expansive Fiskalpolitik könne das Eintreten einer Liquiditätsfalle verhindern, viel zu optimistisch ist (vgl. Krugman 1999, S. 69). Zwar wurden von der japanischen Wirtschaftspolitik Fehler bei der Bekämpfung der Krise gemacht, aber

13) In der Regel wurden die Kreditverträge in US-Dollar abgeschlossen. Bei fallendem Yen ergeben sich bei Rückzahlung höhere Beträge in Yen.

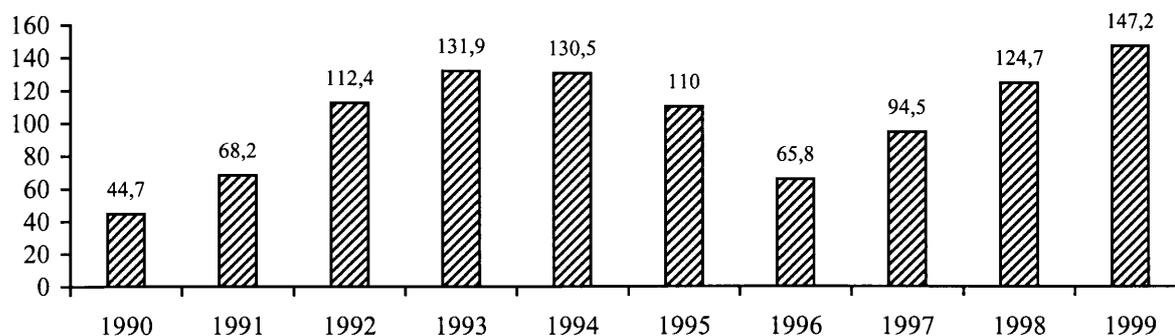
14) Higgott weist darauf hin, daß japanisches Kapital zur Schaffung von Überkapazitäten beigetragen hat, ohne die Rolle eines ‚market of last resort‘ zur Aufnahme der Güter zu spielen (vgl. Higgott 1998b, S. 6).

15) Eine Liquiditätsfalle beschreibt einen Zustand, in welchem die Wirtschaftssubjekte eine vollkommene Liquiditätspräferenz zeigen. Expansive Geldpolitik der Zentralbank zeigt in einer Liquiditätsfalle keine positiven Wirkungen, eine Zunahme von Investitionen und Konsum bleibt aus (vgl. Gabler Wirtschaftslexikon, Bd. 6, S. 157).

es wäre vermessen, zu glauben, daß sich diese Fehler nicht auch anderenorts wiederholen können. Die Annahme, eine Wiederholung einer langanhaltenden Wirtschaftskrise könne heute durch expansive Geldpolitik vermieden werden, trifft

möglicherweise nicht zu (vgl. auch Abschnitt 3).

Schaubild 4: Entwicklung der Leistungsbilanz Japans von 1990 bis 1999 (in Mrd. US-Dollar)



Quelle: OECD 1998a, S. 275. Daten für 1998 und 1999 sind Schätzungen der OECD.

2.2.5. Die neue Marktmacht von Spekulanten

Zu Beginn der Krise wurde sehr viel über den Einfluß von Spekulanten auf die Währungskrisen gesprochen. Vor allem der malaysische Premierminister Mahathir Mohamad bezichtigte Spekulanten, gegen die Währungen der Krisenländer spekuliert zu haben, und nannte dabei mehrfach den Namen von George Soros. Im Jahr 1998 erneuerte Mahathir seine Kritik, vermied es aber, erneut von einer Verschwörung zu sprechen.

"They do not work in concert of course. Nor do they enter a conspiracy. But they do behave like herds. Thus when one of the more important members swing in one direction, the other will follow. The effect is not unlike acting in concert" (Mahathir 1998).

Zu fragen ist, ob Mahathirs Kritik einen realen Kern hat. Haben also international

operierende Spekulanten eine neue Dimension der Marktmacht erreicht?

Zum besseren Verständnis dieses Sachverhalts ist es wichtig, die Methoden der Spekulation gegen eine Währung zu kennen. Die zugrunde liegende Formel ist recht simpel: Erwartet ein Spekulant die Abwertung einer Währung, beispielsweise des thailändischen Baht, dann muß er sich in dieser Währung verschulden. Das Geld wird dann in eine andere Währung, zum Beispiel US-Dollar, gewechselt. Nach der Abwertung der Währung kann der Kredit mit nur einem Teil der US-Dollar getilgt werden. Wichtig ist bei diesem Verfahren, daß der Spekulant eine offene Position besitzt, also keine Aktiva in der abwertungsgefährdeten Währung hält.

Diese Art der Spekulation ist nur bei offenen Kapitalmärkten möglich. Nur wenn es keine Kapitalverkehrskontrollen gibt, können sich Spekulanten in der anzugreifenden Währung verschulden. Ohne diesen Hebel ist die Spekulation

gegen eine Zentralbank, die über nennenswerte Devisenreserven verfügt, nicht realisierbar. Natürlich ist es möglich, daß inländische Geldvermögensbesitzer das Vertrauen in die eigene Währung verlieren und versuchen, ihre Geldvermögen in andere Währungen umzuwechseln. Der Hebel der inländischen Akteure ist jedoch, solange Kapitalverkehrskontrollen existieren, sehr viel kürzer als diejenigen ausländischer Akteure.

Aber auch ohne Kapitalverkehrskontrollen kann die Spekulation gegen eine Währung durch ein Kartell von Kreditgebern unterbunden werden. Lehrreich ist hier der Fall Hongkong. Die Spekulation gegen den Hongkong-Dollar scheidet bislang auch deshalb, weil die dortigen Banken keine großen Kredite an ausländische Akteure vergeben und die inländischen Sparer nicht in andere Währungen flüchten. Stuart Gulliver, Schatzkanzler der Hong Kong Bank, meint dazu:

“The reality is, you can defend against speculative attack because speculators have to borrow Hong Kong dollars to sell them. It’s a very limited market. You can only borrow from two or three banks, and they are not going to support their own destruction“ (Financial Times, 11.8.1998, S. 4).

Paul Krugman hat sich seit dem Beginn der Krise in Asien mehrfach mit der Frage der Spekulation beschäftigt. Er kam aber zu dem Ergebnis, daß eine Spekulation gegen eine Währung nur dann möglich ist, wenn fundamentale Probleme die Verteidigung eines Wechselkurses unmöglich machen. Krugman meinte:

“Even in models with self-fulfilling features, it is only when fundamentals – such as foreign exchange reserves, the government fiscal position, the political commitment of the government to the

exchange regime – are sufficiently weak that the country is potentially vulnerable to speculative attack“ (Krugman 1998a, S. 6).

Dieses Argument kann aber weder auf einer theoretischen Ebene überzeugen noch ist es empirisch überprüfbar. Krugman gibt keinen Hinweis auf die notwendige Höhe der Devisenreserven und macht auch nicht klar, welche fiskalische Position ohne Risiko sei. Darüber hinaus ist die Verwendung eines nicht meßbaren Indikators, der Verpflichtung („commitment“) einer Regierung, sehr unpräzise. Ohne einen genaueren Hinweis auf die Höhe der Devisenreserven und ohne eine Definition von Verpflichtung ist ein solcher Erklärungsansatz untauglich.

Nach dem Ausbruch der Asienkrise müssen wir unsere Vorstellungen von der Marktmacht von Spekulanten und der Bedeutung einer soliden Fiskal- und Geldpolitik möglicherweise revidieren. Wir haben gesehen, daß selbst Länder mit fiskalischen Überschüssen und hohen Währungsreserven, im Falle Thailands mehr als US-Dollar 40 Mrd., von Spekulanten erfolgreich attackiert werden können. Claus Köhler hat seiner Analyse der Spekulation gegen Währungen in Ostasien darauf hingewiesen, daß die positiven makroökonomischen Entwicklungen in den späteren Krisenländern als Anlaß für die Spekulation dienten und nicht als positive Bilanz gewertet wurden:

„Die Spekulation hat in der Struktur makroökonomischer Größen in den Entwicklungs- und Schwellenländern nicht Bedingungen für ein stabiles und hohes Wachstum gesehen, sondern sie hat diese Struktur zum Anlaß ihrer spekulativen Attacken genommen“ (Köhler 1998, S. 199).

Gelegentlich findet sich in der Literatur der Hinweis, die asiatischen Krisenländer hätten den angemessenen Zeitpunkt für die Aufgabe des festen Wechselkurses zum US-Dollar verpaßt. Wäre dies geschehen, hätten die Zentralbanken der asiatischen Länder nur rechtzeitig die Bindung an den Dollar aufgegeben, hätte es demnach keine Asienkrise gegeben.

Allerdings hält dieses Argument einer genauen Überprüfung nicht stand. Solange nämlich Kapital in eine Ökonomie strömt, kann die Freigabe des Wechselkurses sogar zu einer völlig unerwünschten *Aufwertung* der Währung führen. Beispiele dafür sind Australien im Jahr 1983 und Tschechien im Jahr 1997. Auch in Asien führte der Zustrom von Kapital über einen längeren Zeitraum hinweg, faktisch bis zum Ausbruch der Krise, zu einem Aufwertungsdruck.

2.2.6. Institutionelle Investoren und deren pro-zyklisches Verhalten

Ein weiterer Punkt, den wir beim Nachdenken über die Gründe der Asienkrise berücksichtigen müssen, ist die zunehmende Bedeutung von institutionellen Investoren, zu denen Pensionsfonds, Versicherungen und Investitionsfonds zu rechnen sind. Nach Zahlen der Bank für internationalen Zahlungsausgleich hielten institutionelle Investoren im Jahr 1995 Anlagen im Wert von über US-Dollar 20.950 Mrd., während die gesamte Wirtschaftsleistung der G-7 Länder im Jahr 1994 sich lediglich auf US-Dollar 17.150 Mrd. belief. Jede der drei Kategorien institutioneller Investoren hält etwa ein Drittel der gesamten Anlagen. Nach Ländern gesehen sind die Unterschiede jedoch deutlicher. Die Hälfte der Investitionen, US-Dollar 10.500 Mrd.,

wird von amerikanischen Firmen gehalten, gefolgt von japanischen (US-Dollar 3.035 Mrd.) und britischen (US-Dollar 1.790 Mrd.) institutionellen Investoren (vgl. BIS 1998a, S. 84).

An dieser Stelle möchte ich keine detaillierte Analyse der Arbeit von institutionellen Investoren liefern. Dennoch ist der Hinweis auf die Veränderungen der vergangenen Dekade wichtig. Vor allem in den USA haben institutionelle Investoren sehr stark an Bedeutung gewonnen (vgl. auch Punkt 3.2.).

Der Bedeutungszuwachs institutioneller Investoren hat die internationalen Finanzmärkte verändert. In den 90er Jahren haben institutionelle Investoren die Banken als wichtigste Quelle von Kapitalflüssen in Entwicklungsländer abgelöst (vgl. Garten 1999, S. 80). Institutionelle Investoren haben aber die internationalen Finanzmärkte nicht stabilisiert, sondern im Gegenteil zu mehr Volatilität beigetragen haben. Diese neuen Akteure ziehen nämlich das von Ihnen verwaltete Kapital rascher aus einem bestimmten Land oder einer Region ab (vgl. Garten 1999, S. 80). Verantwortlich dafür sind auch die Anreizstrukturen für Fondsmanager. Die Sorge vor einer falschen Investitionsentscheidung und die Beschränkungen, denen insbesondere die Manager von Pensionsfonds unterliegen, haben in der Tendenz eher zu Herdenverhalten als zu einem Selbstaussgleich der Märkte geführt. Die Bank für internationalen Zahlungsausgleich hat dies ebenfalls festgestellt:

“The fear that underperformance, even if it could be 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. Managers’ incentive to follow each other’s

trading strategies closely is further strengthened when the evaluation is performed against a peer universe" (BIS 1998a, S. 91).

2.2.7. Das pro-zyklische Verhalten von Rating-Agenturen

In engem Zusammenhang mit dem Verhalten der institutionellen Investoren steht der wachsende Einfluß der privaten Rating-Agenturen. Im Idealfall sollten Rating-Agenturen in der Lage sein, problematische wirtschaftliche Entwicklungen zu erkennen und davor zu warnen. Bedauerlicherweise ist dies nicht der Fall. In der Asienkrise versäumten die Rating-Agenturen auf die brisante Entwicklung hinzuweisen um dann, als sich jeder Zeitungsleser über die wirtschaftlichen Probleme in Asien informieren konnte, die Bewertungen der Krisenländer in rascher Folge zurückzunehmen.

Die beiden großen Agenturen zur Bewertung von Kreditrisiken, „Moody's“ und „Standard & Poor's“, haben die Asienkrise nicht prognostiziert. „Standard & Poor's“ hat die Bewertungen im Falle Südkoreas noch im Mai 1997 angehoben. Nachdem aber die Asienkrise ausgebrochen war, nahmen die beiden Rating-Agenturen ihre Bewertungen in rascher Folge zurück (vgl. Tabelle 2; vgl. auch Stiglitz 1998a, S. 7). Im Ergebnis haben diese privaten Akteure weder auf Risiken hingewiesen noch haben sie eine Panik verhindert, im Gegenteil: Die Rating-Agenturen haben die pro-zyklische Tendenz der internationalen Finanzmärkte noch verstärkt. Nach Ausbruch der Krise breitete sich ein „irrationaler Pessimismus“ (Joseph Stiglitz) aus, der weder von den Rating-Agenturen noch von anderen wichtigen Akteuren gebremst wurde.

Dabei gilt es festzuhalten, daß die wichtigsten Daten den Investoren bekannt waren. Vor allem die ungünstigen Schulden-Eigenkapitalquoten und die schwachen Finanzsysteme waren keine unbekanntes Größen. Das Versagen der Rating-Agenturen unterstreicht, daß sämtliche Systeme zur Risikovorsorge, sowohl von privaten Investoren als auch von Regierungen, nicht funktionierten (vgl. Garten 1999, S. 80).

Inzwischen hat sich auch der IWF zu den Kritikern der Rating-Agenturen gesellt. Der IWF stellte fest, daß die raschen Abwertungen der Kreditwürdigkeit von asiatischen Schuldern die Krise verschärften und den Abfluß von Kapital verstärkten. Die Rating-Agenturen hätten, so der IWF, in Panik reagiert und damit eine ohnehin schwierige Situation weiter verschlechtert (vgl. Financial Times, 9.9.1999, S. 4). Der IWF sprach sich daher auch gegen eine Ausweitung der Rolle von Rating-Agenturen, wie es beispielsweise die BIZ getan hat, aus (vgl. Financial Times, 9.9.1999, S. 4). Bedauerlich an dieser richtigen Analyse durch den IWF ist vor allem, daß bis zur Realisierung dieser Erkenntnis zwei Jahre vergingen. Zudem drängt sich der Eindruck auf, daß der IWF mit dieser Kritik auch von eigenen Fehlern ablenken möchte (vgl. auch Punkt 2.2.8.).

Tabelle 2: Entwicklung der Bewertungen durch Moody's und Standard & Poor's für langfristige, in ausländischer Währung denominierte Schulden

	Moody's			Standard & Poor's		
	Bewertung	Stufe	Datum	Bewertung	Stufe	Datum
Indonesien	Baa3 ↓	4-	14.3.1994	BBB- ↓	10	20.7.1992
				BBB ↑	9	18.4.1995
				BBB- ↓	10	10.10.1997
	Ba1 ↓	5+	21.12.1997	BB+ ↓	11	31.12.1997
	B2 ↓	6	9.1.1998	BB ↓	12	9.1.1998
				B ↓	15	27.1.1998
Südkorea	B3 ↓	6-	20.3.1998	B- ↓	16	11.3.1998
	A2 ↓	3	18.11.1988	A+ ↓	5	1.10.1988
	A1 ↑	3+	4.4.1990	AA- ↑	4	3.5.1997
				A+ ↓	5	24.10.1997
	A3 ↓	3-	27.11.1997	A- ↓	7	25.11.1997
	Baa2 ↓	4	10.12.1997	BBB- ↓	10	11.12.1997
	Ba1 ↓	5+	21.12.1997	B+ ↓	14	22.12.1997
			BB+ ↑	11	18.2.1998	
Thailand	A2 ↓	3	1.8.1989	A- ↓	7	26.6.1989
	A3 ↓	3-	8.4.1997	A ↑	6	29.12.1994
	Baa1 ↓	4+	1.10.1997	A- ↓	7	3.9.1997
	Baa3 ↓	4-	27.11.1997	BBB ↓	9	24.10.1997
	Ba1 ↓	5+	21.12.1997	BBB- ↓	10	8.1.1998

↓ = Abwertung; ↑ = Aufwertung. Die Stufen geben die Ordnungsnummer im Raster der jeweiligen Agentur an.¹⁶ Bewertungen in Kursivschrift kennzeichnen Bewertungen mit sehr hohem Risiko (noninvestment grade).
Quelle: BIS 1998a, S. 127.

16) Die beiden Agenturen verwenden unterschiedliche Kategorien. Moody's verwendet ein zehnstufiges Raster: Aaa (1), Aa (2), A (3), Baa (4), Ba (5), B (6), Caa (7), Ca (8), C (9), D (10). Zusätzlich werden innerhalb von Kategorien die Ziffern 1 bis 3 verwendet. 1 bis 4 gilt als „investment grade“, 5 und 6 als „noninvestment grade“, 7 bis 10 als „default grade“. Standard & Poor's verwendet ein einundzwanzigstufiges Raster: AAA (1), AA+ (2), AA (3), AA- (4), A+ (5), A (6), A- (7), BBB+ (8), BBB (9), BBB- (10), BB+ (11), BB (12), BB- (13), B+ (14), B (15), B- (16), CCC+ (17), CCC (18), CCC- (19), CC (20), C (21). 1 bis 10 gilt als „investment grade“, 11 bis 16 gilt als „noninvestment grade“, 17 bis 21 als „default grade“ (vgl. IMF, World Economic Outlook, December 1998, S. 20).

2.2.8. Die einseitige, Investoren begünstigende und die Krise verschärfende Politik des IWF

Die Politik des internationalen Währungsfonds wurde in diesem Beitrag bereits mehrfach angesprochen. An dieser Stelle möchte ich ausführlicher begründen, warum ich das Engagement des IWF in den asiatischen Krisenländern als gescheitert betrachte. Im Wesentlichen sind es drei Punkte, die dem IWF vorzuwerfen sind:

- Die fiskalpolitischen Empfehlungen des Fonds waren falsch. Auch ohne eine Präferenz für keynesianische Fiskalpolitik ist in einer Wirtschaftskrise zumindest eine neutrale Fiskalpolitik zu fordern. Der IWF hingegen hat, mitten in der Krise, Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen verordnet. Diese Politik hat historische Vorbilder: In den USA war es in der großen Depression Herbert Hoover, der eine solche Politik verfolgte, in Deutschland Reichskanzler Heinrich Brüning. Die Tatsache, daß der IWF seine Empfehlungen im Verlauf der Krise änderte und schließlich sogar eine anti-zyklische Fiskalpolitik empfahl, belegt weniger die Lernfähigkeit des IWF, sondern zeigt, wie falsch die ursprünglichen Maßnahmen waren.

- Die zinspolitischen Empfehlungen des IWF waren ebenfalls unangemessen. Der IWF riet zu drastischen Zinserhöhungen zur Verteidigung der rasch sinkenden Wechselkurse. Dabei hat der IWF unterstellt, daß zinspolitische Maßnahmen ausreichen, um die Wechselkurse zu verteidigen. In Entwicklungs- und Transformationsländern ist aber, dies zeigen die Erfahrungen der letzten Jahre sehr deutlich, eine Verteidigung des Wechsel-

kurses lediglich mit zinspolitischen Maßnahmen nicht möglich. Gleichwohl müssen die negativen Konsequenzen einer massiven Zinserhöhung von der inländischen Wirtschaft getragen werden. Für inländische Unternehmen steigen in einer solchen Situation nicht nur die Kosten von Fremdwährungskrediten, sondern auch von Krediten in inländischer Währung. Diese Robkur haben auch zahlreiche asiatische Unternehmen nicht überlebt. Eine problematische Entwicklung, worauf auch Peter Nunnenkamp hingewiesen hat.¹⁷

- Schließlich hat der IWF die Auswirkungen seiner Empfehlungen auf die internationalen Finanzmärkte nicht angemessen berücksichtigt. Die Forderungen nach umfassenden Wirtschaftsreformen mußte die Panik der internationalen Investoren noch verstärken. Während, wie wir gesehen haben, bis zum Ausbruch der Krise niemand am wirtschaftlichen Erfolg der asiatischen Schwellenländer zweifelte, sorgte in der Konfusion des Jahres 1997 jede schlechte Nachricht für eine Selbstverstärkung der Panik.

Gerade der letzte Punkt, die Forderung nach einer umfassenden Strukturreform, könnte in den asiatischen Krisenländern noch geraume Zeit in Erinnerung bleiben. Die Demütigungen durch den IWF haben gewiß nicht dazu geführt, daß sich die Akteure in den betroffenen Ländern wie Partner des Westens gesehen haben. In westlichen OECD-Ländern wäre ein Maßnahmenpaket, wie es Südkorea verordnet worden war, wohl kaum durchsetzbar

17) Er konstatiert, daß die harte, unsinnige Politik des IWF zu unnötigen Pleiten geführt habe: „...more Asian firms and banks could have survived the crisis, if the IMF had not insisted on harsh austerity measures“ (Nunnenkamp 1998, S. 68).

gewesen. Jeffrey Garten betont, der Westen habe zu hohe Forderungen gestellt: „*The wholesale and immediate restructuring that is being asked of Asian economies would be totally unacceptable in the West – the equivalent of demanding that, say, the United States cut expenditures, raise taxes, change its banking regulations and restructure its Fortune 100 companies*” (Garten 1999, S. 91).

Der IWF war darauf fixiert, Gläubiger zu schützen und das Vertrauen der Investoren zurückzugewinnen. Dabei wurde aber ein wichtiges Charakteristikum privater Finanzströme übersehen. Diese verhalten sich in der Tendenz eher pro-zyklisch, nicht anti-zyklisch. In einer von Instabilität geprägten Situation, in der eine schlechte Nachricht die nächste jagt und positive Nachrichten Mangelware sind, wird privates Kapital kaum attrahiert werden können, unabhängig vom gewählten Zinssatz (vgl. Wade 1998, S. 15).

Dem IWF allein können die Vorwürfe aber nicht gemacht werden. Paul Krugman stellt fest, daß nach dem Ausbruch der Asienkrise sowohl einzelne Länder als auch die internationale Gemeinschaft sich fast genauso verhielten wie sich die Akteure in der großen Depression verhalten hatten (vgl. Krugman 1999, S. 66).

2.2.9. Das Fehlen einer regionalen Macht, die die Spirale des Zusammenbruchs hätte aufhalten können

Schließlich hat keine regionale Macht die Ausbreitung der Krise zu verhindern versucht. Den konstruktivsten Beitrag leistete sicherlich China, das seine Währung nicht abwertete und damit einen Beitrag zur Stabilisierung der Region leistete. China fiel dies auch relativ leicht, da es noch über umfassende Kapitalver-

kehrskontrollen verfügt und mit Devisenreserven von US-Dollar 140 Mrd. möglicherweise sogar einen festen Wechselkurs ohne Kapitalverkehrskontrollen hätte verteidigen können.

Der Beitrag Chinas in der Asienkrise wird bislang häufig unterschätzt. Zwar ist es ohnehin bemerkenswert, daß sich China mit Kredithilfen direkt an Stützungsmaßnahmen beteiligte.¹⁸ Für die Unternehmen in der Region war es jedoch von sehr großer Bedeutung, daß China sich nicht an der Abwertungsspirale beteiligte, sondern den Wechselkurs konstant hielt. Die Gefahr, bei einer stärkeren Abwertung die gerade erst eingedämmte Inflation wieder zu entfachen, sprach gewiß für eine Beibehaltung des gegenwärtigen Wechselkurses. Zudem war die chinesische Währung 1994 bereits massiv, von 5,7 auf 8,7 Renminbi pro US-Dollar, abgewertet worden.

Versagt hat allerdings Japan. Die politische Schwäche Japans zeigte sich sehr deutlich im Herbst 1997, als ein asiatischer Währungsfonds ins Gespräch gebracht wurde. Der „Asian Monetary Fund“ (AMF) sollte mit einem Kapital von US-Dollar 100 Mrd. ausgestattet werden und mehrere Funktionen ausüben: Die bereitgestellten Mittel sollten gegen Währungsspekulation eingesetzt werden, als Liquiditätshilfen bei akuten Zahlungsbilanzproblemen dienen und zugleich langfristig angelegte Restrukturierungsmaßnahmen finanzieren helfen. Der AMF sollte ein weniger einheitliches, weniger striktes Programm anbieten als der IWF. Politisch ist der AMF als Versuch eines eigenständigen Weges zu sehen: Er beinhaltet,

18) China steuerte eine Milliarde US-Dollar zur Rettungsaktion für Thailand bei. An den Hilfspaketen für Indonesien und Südkorea beteiligte sich China jedoch nicht direkt.

ähnlich wie der „East Asian Economic Caucus“ (EAEC) ein Element des ‚Thinking East Asian‘, also der bewußten Abgrenzung vom Westen und dessen Werten (vgl. Dieter/Higgott 1998).

Die japanische Regierung hat offenbar ernsthaft und nicht nur symbolisch versucht, den AMF zu installieren. In außenpolitisch interessierten Kreisen in Japan wurde die Einschätzung vertreten, die Unterstützung des AMF biete Japan die Chance, die ökonomische Dominanz der Region durch eine politische Initiative zu ergänzen.

Der Vorschlag zur Schaffung eines AMF wurde im Rahmen der Jahrestagung von IWF und Weltbank im September 1997 in Hongkong auf Druck der USA und des IWF aufgegeben. Die USA fürchteten, auf einen AMF weniger Einfluß zu haben als auf den IWF, eine sehr plausible Einschätzung. Und auch der IWF selbst hatte allen Grund, sich gegen den ersten regionalen Fond zur Wehr zu setzen, da dies mittelfristig möglicherweise die vollständige Regionalisierung des IWF nach sich gezogen hätte. Das Versagen Japans in Bezug auf den AMF nahm den Eliten der Region die Chance, eine Alternative zur IWF-Politik zu entwickeln: Gerade in einer Zeit, als Ostasien eine entschlossene politische Führung dringender benötigt hätte denn je, versank die japanische Regierung, abgesehen von dem erfolglosen Versuch der Schaffung eines AMF, in Apathie (vgl. dazu auch Wade 1998, S. 16).¹⁹ Zwar hat Japan seit Anfang 1998 eine Reihe von Aktivitäten entwickelt und auch größere

Beträge zur Überwindung der Krise bereitgestellt. Entscheidend für die Bewertung der Politik Japans ist jedoch, daß der mögliche Beitrag zur Verhinderung einer tiefen Krise unterblieb und die späteren Maßnahmen Japans deshalb nur noch als krisenmildernd angesehen werden können.

2.2.10. Das Fehlen einer regionalen Institution, die eine gemeinsame Strategie zur Bewältigung der Krise hätte entwickeln können

Schließlich fehlte auch eine regionale Institution, die eine gemeinsame Strategie zur Bewältigung der Krise hätte formulieren können. Die asiatisch-pazifische Wirtschaftsgemeinschaft APEC hat in der Krise keine eigenen Pläne vorgelegt. Vielmehr wurde das Vorgehen des IWF im Rahmen der APEC-Jahrestagung im November 1997 ausdrücklich unterstützt. Erst im Vorfeld der Jahrestagung 1998, die in Malaysia stattfand, wurde auf australische Initiative hin versucht, einen APEC-Beitrag zur Krisenbewältigung zu formulieren. Aber selbst wenn dieser Plan realisiert worden wäre, hätte er kaum noch sinnvolle Ergebnisse hervorbringen können. Dafür kam die australische Initiative einfach zu spät.

Es zeigt sich inzwischen allerdings, daß die APEC selbst durch ihre Inaktivität in der Asienkrise Schaden genommen hat. In Verbindung mit dem Konflikt in Ost-Timor hat sich insbesondere unter den asiatischen Ländern eine APEC-Müdigkeit entwickelt. Wenngleich der APEC-Gipfel in Neuseeland im September 1999 äußerlich relativ ruhig verlief und, anders als in Kuala Lumpur ein Jahr zuvor, keine Turbulenzen offen erkennbar waren, so war die Atmosphäre des gesamten Gipfels

19) Garten weist darauf hin, daß westliche Regierungsvertreter einer Fehleinschätzung unterlegen seien. Sie hätten angenommen, daß Japan die Federführung für die Stützungsaktion in Thailand übernehmen würde, ähnlich wie dies die USA in Mexiko getan hatten (vgl. Garten 1999, S. 79).

doch deutlich weniger optimistisch als bei früheren Gipfeln. Insbesondere die Abwesenheit des indonesischen Präsidenten fiel ins Auge. Die FAZ vermeldete, eine Spaltung der APEC sei vorerst abgewendet worden (vgl. FAZ, 10.9.1999, S. 14)

Allerdings wird die Rolle der APEC in der Krise von einigen Beobachtern auch positiv gesehen. Vor dem Hintergrund protektionistischer Tendenzen in den asiatischen Krisenländern sei es ein Erfolg der APEC gewesen, daß von der Asienkrise keine protektionistische Welle ausgegangen sei und daß am Ziel der Handelsliberalisierung festgehalten werde (vgl. Harris 1999). Diese Position verkennt aber, daß es vor allem die stetige Handelspolitik der amerikanischen Regierung war, die eine Wende hin zum Protektionismus verhindert hat. Die Rückgänge der Importe in nahezu allen asiatischen Ländern, einschließlich Japans, im Jahr 1998 legen eher die Vermutung nahe, daß Handelsliberalisierung in asiatischen Ländern nach wie vor einen recht geringen Stellenwert besitzt.

Als Zwischenergebnis läßt sich festhalten, daß die Asienkrise nur durch das gleich-

zeitige Wirken von einer Reihe von Faktoren erklärt werden kann. Keine Einzelursache hätte ausgereicht, um eine schwere Wirtschaftskrise mitsamt der gravierenden politischen und sozialen Konsequenzen auszulösen. Gleichwohl wäre es ungerechtfertigt, aus dieser Gegebenheit zu schliessen, daß die Asienkrise nur zufällig entstand und deshalb eine Wiederholung, in anderen Teilen der Welt oder auch erneut in Ostasien, ausgeschlossen werden kann. Das Gegenteil scheint zuzutreffen: In der deregulierten und liberalisierten Weltwirtschaft hat insgesamt die Krisenanfälligkeit zugenommen.

In den betroffenen Ländern Südost- und Ostasiens ist, wie bereits erwähnt, im September 1999 ein deutlicher, allerdings in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich ausfallender Erholungsprozeß zu verzeichnen. Besonders ins Auge fällt Südkorea, das nach Prognosen der asiatischen Entwicklungsbank (ADB) bereits 1999 wieder mit einem als spektakulär zu bezeichnenden Wachstum von 8% rechnen kann.

Tabelle 3: Wachstum des BIP in Asien 1997 bis 2000 (in % p.a.)

	1997	1998	1999	2000
Südkorea	5,5	-5,8	8,0	6,0
China	8,8	7,8	6,8	6,0
Indonesien	4,9	-13,2	2,0	4,0
Malaysia	7,7	-7,5	2,0	3,9
Philippinen	5,2	-0,5	3,0	4,5
Thailand	-1,3	-9,4	3,0	5,0

Quelle: Financial Times, 15.9.1999, S. 4, nach Zahlen der ADB.

3. Charakteristika des globalen Währungs- und Finanzsystems

Die Asienkrise hat, wie wir gesehen haben, die Schwächen des globalen Währungs- und Finanzsystems gezeigt. Im Folgenden möchte ich, über die bereits skizzierten Punkte hinaus, einige Problemfelder des heutigen Systems sowie mögliche Reformen untersuchen. Besonderes Augenmerk liegt dabei auf der Frage, inwieweit das heutige System auch eine große Wirtschaftskrise der USA oder der EU verkraften könnte und in welchem Verhältnis diese beiden Akteure sich gegenwärtig befinden.

3.1. Währungsordnung

Seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs war die Währungsordnung einem erheblichen Wandel unterworfen. Die Entwicklung ist als Übergang von einem System stabiler, fixierter Wechselkurse zu einem System von instabilen, stark schwankenden Kursen zu charakterisieren. Abgesehen von einer einmaligen Aufwertung der D-Mark im Jahr 1961 waren die Wechselkurse zwischen Dollar, D-Mark und Yen von 1949 bis 1971 stabil.

Dieses System, beschlossen in Bretton Woods im US-Bundesstaat New Hampshire, garantierte Wechselkursstabilität durch eine Reihe von Maßnahmen. Der Internationale Währungsfonds unterstützte die Zentralbanken der beteiligten Länder durch kurzfristig eingeräumte Kredite bei Liquiditätsproblemen. Die Zentralbanken garantierten einen engen Wechselkurskorridor von $\pm 1\%$ des Leitkurses. Die Kurspflege war dabei allein Aufgabe der entsprechenden Notenbank, nicht jedoch der ameri-

kanischen Zentralbank. Die teilnehmenden Notenbanken hatten sich verpflichtet, auch mit Zinsinstrumenten den Kurs zu stabilisieren, ohne die binnenwirtschaftlichen Konsequenzen einer möglicherweise unerwünschten Zinserhöhung in Betracht zu ziehen (vgl. Herr 1999).

Seit dem Ende von Bretton Woods, das 1971 modifiziert wurde und 1973 endgültig zusammenbrach, haben sich mehrere Währungsblöcke entwickelt: Vor allem lateinamerikanische Länder koppelten ihre Währungen an den Dollar, während in Europa mit der D-Mark an der Spitze die Europäische Währungsschlange entstand. Diese wurde 1979 durch das Europäische Währungssystem (EWS) ersetzt. Der Yen hat sich hingegen nicht zu einer regionalen Leitwährung zu entwickeln vermocht.

Charakteristisch für die Jahre seit dem Ende von Bretton Woods sind heftige Schwankungen der Wechselkurse. Besonders die durch massive Zinserhöhungen in den USA hervorgerufene Stärke des US-Dollar zu Beginn der 80er Jahre führte weltweit zu massiven ökonomischen Problemen. Aber auch ohne diese Ausnahmesituation - der US-Dollar kostete 1985 bis zu DM 3,47, was heute einem Kurs von US-Dollar 0,56 pro 1,00 Euro entsprechen würde - blieben die Bewegungen zwischen den großen Währungen sehr volatil. Beispielsweise wertete die D-Mark zwischen 1969 und 1979 gegenüber dem Dollar um 54% auf, um von 1980 bis 1985 gegenüber dem Dollar um 61% zu fallen. Diese Wechselkursverschiebungen zwischen den großen Währungen stellen jeweils negative Schocks für die Weltwirtschaft dar. Betroffen waren selbstredend auch diejenigen Länder, die ihre Währungen an die eine oder andere

Währung gekoppelt hatten (vgl. Herr 1999).

Problematisch ist in dem gegenwärtigen System vor allem, daß die USA einer Veränderung des Dollar-Wechselkurses relativ gelassen zusehen können. Die USA sind heute zwar sehr hoch im Ausland verschuldet und nehmen infolge der enormen Leistungsbilanzdefizite alljährlich neue Schulden im Ausland auf, aber diese Schulden sind in Dollar denominated. Zudem sorgt die relativ niedrige Exportquote der USA für ein relativ geringes Interesse der amerikanischen Wirtschaftspolitiker an einem den Export stimulierenden niedrigen Außenwert des Dollar.

Gelegentlich wird das Argument vorgebracht, die stark schwankenden Wechselkurse seien im Kern unproblematisch, jedenfalls vorteilhafter als fixierte Wechselkurse. Dies trifft aber nicht zu. Wechselkursschwankungen haben gleich mehrfach negative Auswirkungen auf Volkswirtschaften:

- Die Möglichkeit der Aufwertung einer Währung stellt für Vermögensbesitzer und Spekulanten zugleich einen Anreiz zur Verlagerung in diese Währung dar. Dazu gehört natürlich zugleich, daß abwertungsgefährdete Währungen unter Druck geraten.
- Wechselkursschwankungen destabilisieren internationale Kreditbeziehungen. Ein Verfall des Außenwertes der eigenen Währung gegenüber der Währung, in der der Kredit denominated ist, bewirkt einen Anstieg der Verschuldung ausgedrückt in eigener Währung. Je nach Heftigkeit des Währungsverfalls kann dies eine Vervielfachung der Kreditsumme bedeuten.
- Die reale Ökonomie, in erster Linie der Warenhandel, ist von Wechselkursschwankungen betroffen. Durch die Veränderungen der Import- und Exportpreise

ergeben sich Verschiebungen auf den unterschiedlichsten Ebenen. Beispielsweise können von Abwertungen inflationäre Entwicklungen ausgelöst werden. Veränderungen der Wechselkurse haben massive Auswirkungen auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen, um ein weiteres Beispiel zu nennen.

3.2. Finanzmärkte

Die Krisen der späten 90er Jahre haben erneut deutlich gezeigt, daß unregulierte Finanzmärkte zumindest phasenweise nicht in der Lage sind, die ihnen zugeordnete "Servicefunktion" für Produktion und Handel überzeugend wahrzunehmen. Dieses regelmäßig zu verzeichnende Marktversagen legt wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Beschränkung dieser Instabilitäten nahe (vgl. Abschnitt 4.2.).

An dieser Stelle sollen die wichtigsten Probleme der gegenwärtigen Ordnung umrissen werden. Dabei ist auffällig, daß die Deregulierungsmaßnahmen der letzten zwei Jahrzehnte nicht nur zu mehr Volatilität geführt haben, sondern auch die Autonomie nationaler Wirtschaftspolitik im allgemeinen und der Zentralbanken im besonderen erheblich beeinträchtigt haben. Wenn Banken in ausländischer Währung denominatede Kredite aufnehmen, berauben sie die inländische Zentralbank der Fähigkeit, als „lender of last resort“ zu fungieren, da die Zentralbank nur über begrenzte Devisenreserven verfügt und kein ausländisches Geld schöpfen, sprich drucken, kann (vgl. Eichengreen 1998, S. 6).

Die Aufgabe des Systems fester Wechselkurse im Jahre 1973 und die sich daran anschließende, allmähliche Deregulierung der Finanzmärkte, die allerdings

erst in den 80er und 90er Jahren in Entwicklungsländern zum Tragen kam, basierte auf der Überlegung, daß Finanzmärkte effizient seien und Informationen richtig und angemessen verarbeiten würden. Wir müssen aber heute fragen, ob die Annahme, Finanzmärkte seien, ausreichende Informationen vorausgesetzt, effizient, in dieser Form noch zu halten ist. Finanzmärkte sind, so der empirische Befund, allein in Ausnahmefällen informations-effizient und tendieren zu übertriebenen Preisreaktionen (vgl. Filc 1998, S. 29).

Die gegenwärtige Weltwirtschaftsordnung berücksichtigt diese Erkenntnis aber nicht. Die großen Finanzorganisationen, vor allem IWF und Weltbank, fordern weiterhin eine stärkere Deregulierung und Liberalisierung des Kapitalverkehrs (vgl. z.B. Fischer 1998b, S. 9f). Krisen werden nicht als Versagen der Märkte, sondern als von der nationalen Wirtschaftspolitik verursacht („mainly homegrown“, Fischer 1998a, S. 2) charakterisiert.

Allerdings wächst gegenwärtig die Kritik an dieser Situation. Beispielsweise hat der Chef-Ökonom der Weltbank, Joseph Stiglitz, den von IWF und Weltbank jahrelang propagierten Konsens von Washington jüngst überraschend deutlich kritisiert.²⁰ Stiglitz bemängelt vor allem die zu starke Orientierung auf Preisstabilität sowie die Vernachlässigung von

Wachstum und Stabilität der Produktion. Zudem wurde völlig übersehen, daß die Stärkung der Institutionen des Finanzsektors für die Stabilität einer Ökonomie von zentraler Bedeutung ist (vgl. Stiglitz 1998b, S. 1). Im Ergebnis führte das Befolgen der Empfehlungen des Konsens von Washington nicht zu den erhofften Ergebnissen: Zahlreiche Länder liberalisierten, privatisierten und stabilisierten ihre Ökonomien, aber Wirtschaftswachstum stellte sich nicht ein (vgl. Stiglitz 1999, S. 9).

Bienefeld hat auf die Parallelen zur Liberalisierungsphase der 1920er hingewiesen. Die Forderungen von damals ähneln denen von heute: Vier Punkte galten als unerlässlich: Ausgeglichene Staatshaushalte, unabhängige Zentralbanken, freier Kapitalverkehr sowie die Wiedereinführung des Goldstandards (vgl. Bienefeld 1999, S. 1). Bis auf die Wiedereinführung des Goldstandards gleichen sich die wirtschaftspolitischen Vorschläge. Dies ist kein Zufall: Damals wie heute stehen aber hinter diesen Forderungen ökonomische Interessen (vgl. auch Abschnitt 5.2.).

Das zentrale Problem der internationalen Finanzmärkte ist, daß es keine wirksame globale Regulierung internationaler Finanztransaktionen gibt, obwohl die Finanzmärkte sehr viel stärker integriert sind als Gütermärkte und Kapital sehr viel mobiler ist als andere Produktionsfaktoren. Zudem sind die gegenwärtigen Mechanismen nicht nur unzureichend, sie sind auch asymmetrisch, da sie einseitig die Schuldner, nicht jedoch die Gläubiger disziplinieren. In nationalen Finanzmärkten findet sich eine sehr viel stärkere Kontrolle der Gläubigerseite. Dort werden Gläubiger beim Konkurs eines Schuldners an den Kosten der Umschuldung beteiligt,

20) Das mit dem Etikett „Konsens von Washington“ versehene Maßnahmenbündel zielt insgesamt auf die Erwirtschaftung von Leistungsbilanzüberschüssen, die wiederum dazu dienen, den Schuldendienst gegenüber ausländischen Gläubigern leisten zu können. Die wichtigsten Elemente sind die Reduzierung der Inflationsrate, die Verringerung des Haushaltsdefizits, die Korrektur von Preisverzerrungen, Privatisierungen, Deregulierung, die Liberalisierung des Außenhandels sowie die Erhöhung des Realzinsniveaus (vgl. Altvater/Mahnkopf 1996, S. 190f).

während bei internationalen Schuldenkrisen in der Regel eine vollständige Bedienung der Schulden erwartet wird.

In den 90er Jahren war ein Bedeutungszuwachs von bestimmten, global operierenden Akteuren zu verzeichnen. Dazu sind vor allem institutionelle Investoren und die großen, international operierenden Rating-Agenturen zu rechnen. Wie wir am Beispiel der Asienkrise gesehen haben, trugen diese privaten Akteure aber nicht zu einer Stabilisierung der Weltwirtschaft bei, sondern sind vielmehr selbst Ursache der heutigen Probleme.

Zu institutionellen Investoren werden Pensionsfonds, Versicherungen und Investitionsfonds gerechnet. Im Jahr 1995

verfügten institutionelle Investoren über Kapitalanlagen in Höhe 20.950 Milliarden US-Dollar. Setzt man diese Zahl in Relation zur Wirtschaftsleistung der großen Industrieländer, wird deutlich, über welche enormen Finanzmittel institutionelle Investoren heute verfügen: Das BIP der G-7 Staaten belief sich im Jahr 1994 auf insgesamt 17.150 Milliarden US-Dollar. Auffällig ist vor allem, wie rasch seit 1987 die Anlagen von Investmentgesellschaften in den USA und Kanada gewachsen sind. Dort stiegen die Anlagen von Investitionsgesellschaften von 1987 bis 1996 um 405% (USA) bzw. 868% (Kanada) (vgl. Tabelle 4).

Tabelle 4: Bestand der Anlagen von Investitionsgesellschaften von 1987 bis 1996 (in Mrd. US-Dollar)

	1987	1990	1993	1996
USA	770	1.069	2.075	3.539
Japan	305	336	455	420
Deutschland	42	72	79	134
Frankreich	204	379	484	529
Italien	51	42	65	129
Großbritannien	68	89	131	188

Quelle: BIS 1998a, S. 85.

Eine besondere Rolle spielen die sogenannten Hedge-Fonds. Dabei handelt es sich um weitgehend unregulierte Investitionsgesellschaften, die in der Regel nicht als Publikumsgesellschaften, sondern als private Gesellschaften („limited partnerships“) organisiert sind. Daher bestehen kaum Veröffentlichungspflichten. Die

mangelnde Regulierung der Hedge-Fonds ist zudem Ausdruck dessen, daß diese Kapitalsammelstellen häufig von „offshore“-Finanzzentren aus betrieben werden.

Über die Bedeutung von Hedge-Fonds wird gegenwärtig intensiv debattiert. Es erscheint falsch, die Bedeutung der Hedge-

Fonds nur an ihrem Eigenkapital zu messen. Beispielsweise betrachtet Beate Reszat die Hedge-Fonds als weniger bedeutend, weil diese nur ein Kapital von US-Dollar 100 Mrd. verwalten würden, nur ein geringer Teil der rd. US-Dollar 21.000 Mrd., die institutionelle Investoren insgesamt bewirtschaften (vgl. Reszat 1999, S. 64). Eine solche Einschätzung unterschätzt aber, daß Hedge-Fonds in der Regel mit hochspekulativen Instrumenten arbeiten sowie durch massive Kreditaufnahmen ihre Bedeutung für Finanzmärkte steigern können. Der Zusammenbruch des „Long-Term Capital Mangement“ Fonds (LTCM) in den USA unterstreicht diese These: LTCM verfügte lediglich über ein Eigenkapital von US-Dollar 4 Mrd., beschaffte sich damit aber US-Dollar 120 Mrd. an Krediten, die wiederum zur Aktivitäten in Derivaten im Gesamtvolu-men von US-Dollar 1000 Mrd. verwendet wurden (vgl. The Independent, 15.10.1998, Thursday Review).

LTCM ist heute ein Beispiel für die Fehlentwicklungen bei den unregulierten Hedge-Fonds. Wir verdanken es dem Beinahe-Zusammenbruch von LTCM, daß wir überhaupt etwas mehr über Hedge-Fonds wissen. Ohne die von der amerikanischen Zentralbank geleitete Rettungsaktion wären die Aktivitäten von LTCM genauso intransparent geblieben wie die anderer Hedge-Fonds.

LTCM wurde nicht durch öffentliche Gelder gestützt, aber die amerikanische Zentralbank koordinierte die Bereitstellung privaten Kapitals. Die Financial Times kritisierte dies und bezeichnete den Vorgang als Beleg für „Crony Capitalism“, Vetternwirtschaft, in westlichen Ländern (vgl. Financial Times, 3./4. October 1998; vgl. auch Punkt 5.2.).

Hedge-Fonds bedürfen freier Bankzonen, um unreguliert arbeiten zu können. Ein bekanntes Beispiel für freie Bankzonen sind die Cayman-Inseln, eine unter britischer Verwaltung stehende Inselgruppe. Die Cayman-Inseln sind heute der fünftgrößte Bankenplatz der Welt, nach New York, London, Tokyo und Hong Kong. Mehr als 575 Banken und 20.000 Treuhandgesellschaften sind dort registriert. Auch LTCM hatte nominell seinen Sitz auf den Cayman-Inseln, wenngleich die 150 Mitarbeiter nicht in der Karibik, sondern in Connecticut arbeiteten.

Die Liberalisierungen der Finanzmärkte in den vergangenen Jahrzehnten, nicht zuletzt die Erfolge von Hedge-Fonds, haben einigen Akteuren einen enormen Vermögenszuwachs beschert. Zugleich aber wuchsen die Risiken für die Weltwirtschaft und die Gefahren für die reale Ökonomie. Es bestehen aus meiner Sicht kaum Zweifel daran, daß die Krisen der vergangenen Jahre keine Ausnahmen, sondern eher der Normalfall gewesen sind. Vor allem die Gefahr neuer, möglicherweise sehr großer Finanz- und Wirtschaftskrisen zwingt zum Nachdenken über Re-Regulierung der Weltwirtschaft. Dabei werden staatliche Akteure eine entscheidende Rolle spielen müssen. Darauf zu vertrauen, daß Finanzmärkte sich selbst stabilisieren, erweist sich mehr und mehr als Illusion. Joseph Stiglitz, Chef-Ökonom der Weltbank, hat auf die Bedeutung von staatlicher Aufsicht und angemessenen ordnungspolitischen Anreizen hingewiesen:

„But left to themselves, financial markets will not become deep, efficient, or robust. The government plays an essential role, both in directly overseeing and regulating the financial system and also in establishing the correct incentives to encourage

prudential and productive behaviour“ (Stiglitz 1998a, S. 2).

3.3. Konsequenzen der Einführung des Euro

Die Einführung des Euro wird die globalen Finanzmärkte in den kommenden Jahren weiter erheblich verändern. Europa wird dabei zunächst wahrscheinlich eine Reihe von Vorteilen nutzen können, während die USA auch negative Konsequenzen hinnehmen müssen.

- Die USA werden einen Teil des Seignorage-Vorteils verlieren. Bislang war mit dem Status des Dollar als Weltgeld der Vorteil verbunden, daß die US-Notenbank Banknoten ausgegeben hat und diese weltweit gehalten wurden, ohne daß dafür Zinsen gezahlt werden mußten.
- Die Eurozone ist, ähnlich wie zuvor Japan und die USA, relativ immun gegenüber externen Schocks. Die Außenhandelsquote der Ökonomien der Eurozone ist auf etwa 10% gesunken, da der Handel innerhalb der Zone nunmehr als Binnenhandel zu charakterisieren sein dürfte.²¹
- Dementsprechend ist die Bedeutung des Außenwertes des Euro, beispielsweise gegenüber dem Dollar, von geringerer Brisanz als in der Vergangenheit. Zu dieser

Entwicklung dürfte auch beitragen, daß in den kommenden Jahren mit einer deutlichen Zunahme des Anteils von in Euro fakturierten Handels zu rechnen ist.

Es ist vor diesem Hintergrund zu erwarten, daß Europa sich durch die Einführung des Euro gegenüber den USA emanzipieren können wird und die USA an Bedeutung verlieren werden, worauf auch Ernst-Otto Czempiel hingewiesen hat:

„Währungs- und wirtschaftspolitisch wird Euroland genauso stark sein wie die USA; es wird deren ökonomische Hegemonie beenden und den Amerikanern die Gleichberechtigung aufzwingen. Damit einher geht ein spürbarer Machtverlust der USA“ (Czempiel 1999, S. 13; vgl. auch Huntington 1999, S. 45).

Die Einführung des Euro wurde von einigen Beobachtern, gerade in Deutschland, vorwiegend unter ökonomischen Gesichtspunkten diskutiert. Die binnenwirtschaftlichen Konsequenzen des Euro, genannt sei hier beispielsweise die Reduzierung der Kosten für innereuropäischen Handel, sind jedoch bei der Betrachtung der Rolle Europas in der Welt von nachrangiger Bedeutung. Wichtiger ist, daß Europa sich mehr und mehr als vollständige Hegemonialmacht und damit als Konkurrent der USA zu etablieren versucht.

Die Einführung des Euro ist also im Kern ein politisches, kein rein ökonomisches Projekt, und dieses Projekt der europäischen Integration wird in den kommenden Jahren nahezu zwangsläufig für eine Zunahme der Spannungen mit den USA führen (vgl. Pfaff 1998, S. 1; vgl. auch Punkt 5.3.). Die Einführung des Euro macht die Entstehung eines ernstzunehmenden Widersachers der USA nur nach außen deutlich, ist aber nicht zu trennen

21) Generell stellt sich die Frage, wie lange die EU außenwirtschaftspolitisch noch als Summe von Einzelstaaten gewertet werden sollte. Auswirkungen hätte dies möglicherweise auch auf internationale Organisationen wie den IWF: Dieser hat, gemäß Art. XIII, Abs. 1 der Satzung, seinen Sitz im Land mit den höchsten Anteilen am Kapital des Fonds. Da die 11 Länder der Eurozone inzwischen 23,15% des IWF-Grundkapitals halten und die USA nur 17,72%, erscheint eine Verlagerung des IWF zum Beispiel nach Paris durchaus angemessen (vgl. dazu auch Abschnitt 5).

von den übrigen Fortschritten im europäischen Integrationsprozeß.

Es überrascht, daß in der Diskussion in den ersten Monaten nach Einführung des Euro die Entwicklung des Wechselkurses zum Dollar eine so große Rolle spielte. Der Rückgang des Wechselkurses in den ersten sechs Monaten des Jahres 1998 gegenüber dem Dollar dürfte in der Bilanz für die wenigsten Unternehmen und nur wenige private Verbraucher negative Konsequenzen haben. Im Gegenteil: Für die Unternehmen Europas ist ein niedriger Wechselkurs des Euro eher ein Vorteil, während den USA ein starker Dollar vor allem Nachteile bringt: Amerikanische Unternehmen verschlechtern ihre Position auf dem Weltmarkt, und zugleich wächst das Defizit in der amerikanischen Handels- und Leistungsbilanz weiter an.

In diesem Zusammenhang ist es überraschend, daß heute das hohe Defizit in der amerikanischen Leistungsbilanz als Ausdruck der Stärke der US-Ökonomie gewertet wird (vgl. Spanger 1999, S. 135), während in der Regel Leistungsbilanzdefizite als Ausdruck von mangelnder Konkurrenzfähigkeit, überbewerteter Währung und zu geringer interner Ersparnis gesehen werden. Die EU bzw. die Eurozone verfügt insgesamt über eine deutlich solidere Position in außenwirtschaftlicher Hinsicht. 1999 wird für die EU mit einem Überschuß in der Leistungsbilanz von US-Dollar 100 Mrd. gerechnet, während der Fehlbetrag in der Leistungsbilanz in den USA bis zu US-Dollar 300 Mrd. betragen wird (vgl. Spanger 1999, S. 135). Während Europa Nettogläubiger ist, haben die USA gegenüber dem Ausland eine hohe Verschuldung von mehr als US-Dollar 2000 Mrd. aufgetürmt, die früher oder später zurückgezahlt werden müssen (vgl. Bergsten 1999, S. 26).

Es wäre allerdings falsch, aus dieser hohen Außenverschuldung ein Interesse der USA an stabilen Wechselkursen des Dollar im Allgemeinen und zum Euro im Besonderen ableiten zu wollen. Anders als bei anderen Ländern sind die Außenschulden der USA in der eigenen Währung denominiert. Mithin trägt also der jeweilige Gläubiger das volle Währungsrisiko, verliert also Kapital bei einer Abwertung des Dollar. Für die USA hingegen ist eine Abwertung des Dollar, auch in größerem Maßstab, unproblematisch. Eine Abwertung dürfte nämlich erst dann eintreten, wenn die US-Konjunktur sich deutlich abkühlt. Damit sinkt das Risiko eines abwertungsbedingten Anstiegs der Importpreise, und damit eines Inflationsschubs, deutlich. Mit einem gesunkenen Dollar wäre auch eine erhebliche Verbesserung der Wettbewerbsposition US-amerikanischer Anbieter auf dem Weltmarkt verbunden, eine gerade in einer Rezession besonders willkommene Veränderung.

Anders allerdings die Situation in der übrigen Welt: Eine deutliche Abwertung des Dollar würde das Vermögen von ausländischen Gläubigern, ausgedrückt in Euro oder Yen, dezimieren. Gleichzeitig würden die Exportchancen oder die Exporterlöse zurückgehen: Wenn die währungsbedingten Preisveränderungen weitergegeben werden, sinkt der Absatz in den USA und anderen Ländern des Dollarraums, trägt der Exporteur die Lasten, d.h. hält er die Preise in US-Dollar konstant, sinken die Erlöse ausgedrückt in Euro oder Yen. Mit anderen Worten: Anders als dies heute häufig diskutiert wird, müssen die Länder der Eurozone vor allem eine Phase der Überbewertung des Euro gegenüber dem Dollar fürchten.

4. Optionen für Reformen

4.1. Ein neues Währungssystem

Schon seit den 70er Jahren wird immer wieder eine Neuordnung der Währungsregime diskutiert. Allen Vorschlägen liegt die Überlegung zu Grunde, daß flexible Wechselkurse nicht nur zu erratisch schwankenden Wechselkursen geführt haben, sondern auch zur Instabilität der Finanzmärkte wesentlich beigetragen haben. Wechselkursstabilität hingegen gilt als wachstums- und wettbewerbsfördernd (vgl. Herr 1999).

Unternehmen können bei festen oder nur mäßig schwankenden Kursen besser und effizienter kalkulieren. Stark schwankende Kurse hingegen behindern geradezu den internationalen Wettbewerb. Firmen können zwar zum Schutz vor Wechselkurs-schwankungen

Kurssicherungsgeschäfte abschließen. Aber dieses "Hedging" ist nicht billig und nutzt vor allem den Anbietern dieser Finanzdienstleistung, international operierenden Banken, die daher regelmäßig gegen neue Wechselkursregime Einwände äußern.²²

Recht konkret sind die Vorschläge, die der frühere US-Notenbankpräsident Paul Volcker gemacht hat. Volcker hat sich für einen Währungsmechanismus zwischen den großen Industrieländern ausgesprochen. Nach Vorbild der Europäischen Währungssystems sollte ein Zielzonensystem mit definierten Bandbreiten für Wechselkursschwankungen und international abgestimmten Maßnahmen der

Wirtschaftspolitik beim Erreichen von Grenzwerten eingeführt werden. In die gleiche Richtung zielen Vorschläge des früheren Mitglieds im Bundesbankrat, Claus Köhler, der sich ebenfalls für eine Wechselkursordnung im internationalen System ausgesprochen hat. Köhler schlägt vor, die Wechselkurse durch Kaufkraftparitäten festzulegen und durch gemeinsame Deviseninterventionen zu sichern. Allein schon die Ankündigung gemeinsamen Handelns würde, so Köhler, ausreichen, die Devisenmärkte zu stabilisieren (vgl. Köhler 1998, S. 203).

Die Einführung der einheitlichen europäischen Währung hat einen zusätzlichen Anlaß geliefert, über eine andere Architektur der Weltwährungsordnung nachzudenken. Die Etablierung einer zweiten Reservewährung neben dem US-Dollar hat die Schaffung eines Zielzonensystems zumindest theoretisch erheblich erleichtert. Nicht zuletzt deshalb schloß sich Fred Bergsten, Direktor des amerikanischen 'Institute for International Economics', im Frühjahr 1999 den Forderungen nach einem Euro-Dollar-Wechselkursregime an (vgl. Bergsten 1999, S. 28).

Zwischen Euro und US-Dollar sollte eine relativ schmale Bandbreite des Wechselkurses möglich sein. In den transatlantischen Wirtschaftsbeziehungen sind, nunmehr über einen Zeitraum von einigen Jahren, relativ niedrige Leistungsbilanzsalden, vergleichsweise parallel verlaufende Zinsentwicklungen sowie niedrige Inflationsraten zu verzeichnen, mithin lägen günstige Voraussetzungen für eine Stabilisierung der Wechselkurse vor. Die Europäische Zentralbank und die US-Notenbank, also die beiden größten und mächtigsten Notenbanken der Welt, könnten mit ihrer Interventionsmacht einen nur gering schwankenden Wechselkurs

22) Beispielsweise haben sich sowohl die Deutsche als auch die Dresdner Bank sehr deutlich gegen Zielzonen für Wechselkurse ausgesprochen (*Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 17.12.1998, S. 28).

zumindest bei stabilen makroökonomischen Rahmendaten garantieren.

Beim Erreichen der Grenzwerte, denkbar wären hier wie im "Smithsonian Agreement" von 1971 und im Europäischen Währungssystem bis Juli 1993 Bandbreiten von $\pm 2,25\%$, könnten die Zentralbanken sowohl mit Zinsinstrumenten als auch mit Devisenmarktinterventionen reagieren.²³ Der Einsatz des Zinsinstrumentes würde bedeuten, daß die Zentralbank einer abwertungsgefährdeten Währung die Leitzinsen anheben müßte, während im umgekehrten Fall eine Zinssenkung erfolgen müßte. Durch Operationen auf den Devisenmärkten könnte das Angebot und die Nachfrage direkt beeinflußt werden.

Zu bedenken ist allerdings, daß die Verteidigung des Euro-Dollar-Wechselkurses mit Hilfe von Zinserhöhungen und Zinssenkungen die Unterordnung der nationalen Wirtschaftspolitiken unter das Ziel der Wechselkursstabilisierung erfordern würde. Notenbanken müßten bereit sein, die Zinsen trotz negativer Konsequenzen für die nationale Konjunktur zu erhöhen. Die Durchsetzung einer solchen Politik dürfte sowohl in der EU als auch in den USA zu erheblichen Kontroversen führen.²⁴ Jeffrey Frankel stellt dazu fest, daß die USA nicht bereit

sind, ihre Geldpolitik den Verhältnissen im Ausland unterzuordnen (vgl. Frankel 1999, S. 3).

Vor diesem Hintergrund überrascht es daher kaum, daß das Zielzonenkonzept auf Kritik stößt. Reimund Jochimsen, Präsident der Landeszentralbank in Nordrhein-Westfalen, meint dazu:

„Entscheidend ist nämlich, daß das Zielzonen-Konzepte ein hohes Maß der Kooperationsfähigkeit und an solidarischem Kooperationswillen, und zwar weltweit und zumindest in der makroökonomischen Politik, weitreichende Gemeinsamkeiten bei den wirtschaftspolitischen Vorstellungen und strukturellen Rahmenbedingungen sowie einen weitgehenden konjunkturellen Gleichlauf voraussetzen. Weder gibt es diese in der Gegenwart, noch sind sie auf absehbare Zeit realistisch“ (Jochimsen 1998, S. 22).

Trotz der Probleme der Implementierung ist es reizvoll, eine nachhaltige Stabilisierung der Währungsbeziehungen zu untersuchen. Ein globales Währungsregime müßte auf einem transatlantischen Währungsregime, also zwischen den beiden größten Ökonomien, basieren. Mit einem solchen transatlantischen Mechanismus wären die Währungsmärkte bereits erheblich beruhigter als heute. Im nächsten Schritt könnte der Versuch unternommen werden, in Ostasien zunächst eine Währungsschlange und später eine Währungsunion zu etablieren, die dann, nach einer Übergangsphase, an das transatlantische Währungssystem herangeführt werden könnte. Mit der Realisierung einer ostasiatischen Währungsunion ist aber kaum in weniger als 15 bis 20 Jahren zu rechnen, da in nahezu allen asiatischen Teilnehmerländern heute wichtige Voraussetzungen für ein solches Projekt nicht erfüllt sind. Japans Zentralbank ist ohne die Entschul-

23) Bergsten hingegen schlägt eine sehr weite Zielzone mit einer Schwankungsbreite von ± 15 Prozent eines Kurses von Euro 1,00 = \$ 1,25 – 1,30 vor (Bergsten 1999, S. 32). Der Nachteil einer solch weiten Zielzone wäre, daß Unternehmen weiterhin kostspielige Kursicherungsgeschäfte abschließen müßten.

24) In Europa ist zudem die EZB nicht ohne weiteres in der Lage, Wechselkurspolitik zu betreiben. Zumindest für formelle Vereinbarungen über Wechselkurse ist nicht die EZB, sondern der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister, in dem alle EU-Mitgliedsländer vertreten sind, zuständig (vgl. Spanger 1999, S. 136).

derung des Finanzsektors zu einer sinnvollen währungspolitischen Kooperation nicht in der Lage, da die Stabilisierung des inländischen Finanzsystems und die Rettung der überschuldeten japanischen Banken für die Zentralbank bis auf weiteres Priorität haben muß. Ähnlich problematisch ist die Situation in China: Auch dort ist der Finanzsektor so fragil, daß die Zentralbank dem Ziel der Abschaffung von Kapitalverkehrskontrollen bei gleichzeitiger Stabilisierung der Wechselkurse keine Priorität einräumen kann. Ohne diese beiden Akteure macht Währungs Kooperation in Ostasien aber bis auf weiteres keinen Sinn.

Zu berücksichtigen ist, daß eine Zielzone für den Wechselkurs zwischen Dollar und Euro nicht vergleichbar wäre mit dem Fixkurssystem, wie es von 1945 bis 1971 galt. Denn das damalige System basierte auf der **einseitigen** Fixierung von Wechselkursen. Für die Stabilität des Wechselkurses der D-Mark zum Dollar trug allein die Deutsche Bundesbank die Verantwortung. Die amerikanische „Federal Reserve“ hingegen garantierte ein festes Umtauschverhältnis von US-Dollar zur Feinunze Gold. Für die Amerikaner wäre jedwede Form der währungspolitischen **Zusammenarbeit** deshalb tatsächlich Neuland.

Für Entwicklungs- und Schwellenländer wäre die Stabilisierung der Währungsmärkte ein großer Vorteil. Bereits ein stabiler Wechselkurs zwischen Dollar und Euro würde für kleinere Ökonomien erhebliche Vorteile bringen. Diese Volkswirtschaften könnten ihre Währungen an die beiden Leitwährungen binden und hätten dadurch einen Stabilitätsgewinn. Allerdings bestehen auch ohne die Schaffung eines neuen, großen Wechselkursregimes für kleinere

Länder Möglichkeiten, sich vor den Risiken der Spekulation gegen die eigene Währung zu schützen. Insbesondere ist hier an die Beschränkung der Kreditaufnahme von Ausländern im Inland zu denken. Spekulanten müssen sich in der abwertungsgefährdeten Währung verschulden, wenn die Spekulation erfolgreich sein soll. Hier bietet sich an, die Vergabe von Krediten an ausländische Kreditnehmer einzuschränken. Dies würde den Hebel ausländischer Spekulanten verkürzen. Selbstredend ist dies kein perfektes Instrument. Die Spekulation von Inländern wäre damit nicht eingeschränkt. Auch ist zu bedenken, daß die Einschränkungen der Kreditvergabe umgangen werden können. Aber es steht außer Frage, daß, solange es keine globalen Regulierungen zur Stabilisierung des Währungssystems gibt, auch nationale Maßnahmen mit geringerer Reichweite ihre Berechtigung haben.

4.2. Ansätze zur Re-Regulierung der nationalen und internationalen Finanzmärkte

Die Neugestaltung der internationalen Finanzmärkte ist eines der wichtigsten Themen der heutigen außen- und außenwirtschaftspolitischen Debatte geworden. Alt-Bundeskanzler Helmut Schmidt forderte Anfang September 1998 eine Initiative zur Stabilisierung der Weltwirtschaft. Dabei ging es ihm weniger um die Stabilisierung von Wechselkursen als von Kreditbeziehungen. Schmidt schlug Maßnahmen zur Dämpfung des Zuflusses von Kapital sowie eine Ausweitung der Kompetenzen von Bankaufsichtsbehörden in Industrieländern vor (vgl. Schmidt 1998).

Zahlreiche andere Beobachter haben als Reaktion auf die Finanzkrisen der letzten Jahre vor allem Maßnahmen auf nationaler

Ebene vorgeschlagen. Diese Forderungen nach der Verbesserung der Transparenz von Finanzsystemen und der Verbesserung der Bankenaufsicht sind zwar zunächst plausibel, werden aber den Erfahrungen der 90er Jahre nur bedingt gerecht. Drei Faktoren sind es, die dabei nicht berücksichtigt werden:

Erstens werden Nicht-Banken bei einer Verbesserung der Bankenaufsicht nicht erfaßt. Mit dem Begriff "Nicht-Banken" sind sekundäre (paramonetäre) Finanzierungsinstitute gemeint, also Kapitalsammelstellen, die keinen vollständigen Bankbetrieb betreiben. Dazu gehören zum Beispiel Bausparkassen, Kapitalanlagegesellschaften und Finanzmakler. Je weniger reguliert Finanzsysteme sein werden, desto größer könnte der Einfluß von Nicht-Banken werden. Sollte eine verschärfte Bankenaufsicht nur für klassische Banken, nicht aber für Nicht-Banken gelten, wäre dies zum einen ein Wettbewerbsnachteil für die Banken und zum anderen wäre deshalb zu erwarten, daß die Nicht-Banken Marktanteile gewinnen würden. Eine Verbesserung der Bankenaufsicht muß also auch Nicht-Banken berücksichtigen.

In allen Finanzkrisen der 90er Jahre hatten Kredite zwischen ausländischen Banken und privaten Kreditnehmern aus den Krisenländern einen erheblichen Anteil an der gesamten Kreditsumme. Bei solchen Krediten, beispielsweise zwischen der Deutschen Bank auf der einen Seite und einem indonesischen Unternehmen auf der anderen Seite, gibt es natürlich keine Interventionsmöglichkeit für die indonesische Bankenaufsicht, selbst wenn sie effizient wäre. Sie erfährt nichts von diesem Kredit. Die einzige Bankenaufsicht, die in diesem Fall intervenieren könnte, wäre das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen in Berlin. Es versteht sich

von selbst, daß diese Behörde nicht in die Geschäftspolitik der Deutschen Bank eingreifen würde, solange keine Gefahr für die Stabilität der gesamten Bank bestünde. In keiner Krise der letzten Jahre hat diese Gefahr bestanden, so daß es unrealistisch erscheinen muß, die Bankenaufsichten der Geberländer stärker in Pflicht nehmen zu wollen. Würden Bankenaufsichten bereits bei sehr geringen Risiken intervenieren, würde dies zudem einen Wettbewerbsnachteil für die betroffenen Banken bedeuten.

Durch eine verbesserte Bankenaufsicht dürften zudem Währungskrisen nicht verhindert werden. Es ist nämlich niemals auszuschließen, daß Wirtschaftssubjekte ihre Erwartungen ändern und Risiken, die heute als tragbar erachtet werden, morgen als übergroß erscheinen. Bei der gegenwärtigen Struktur des internationalen Währungssystems sind Instabilitäten der internationalen Finanzströme durch bessere Bankenaufsicht nicht zu verhindern. Bei Verschuldung in Auslandswährung und massiven Abwertungen der inländischen Währung wird jedes Bankensystem schwach, und daran kann auch die beste Bankenaufsicht nichts ändern.

4.2.1. Chancen einer Tobinsteuer

Bei der Diskussion um die neue Architektur der internationalen Finanzmärkte wird immer wieder eine sogenannte Tobin-Steuer gefordert. James Tobin hat schon 1978 angeregt, alle Devisentransaktionen mit einer Steuer zu belegen, um etwas "Sand" in das überaus schnelle Getriebe der internationalen Kapitalströme zu streuen. Mit großer Wahrscheinlichkeit würde eine Tobin-Steuer die kurzfristige, kleine Spekulation behindern. Währungskrisen hingegen, die von massiven Abwertungen, wie zuletzt in Brasilien, gekenn-

zeichnet sind und vor allem Schwellen- und Transformationsländer treffen, lassen sich durch eine Tobin-Steuer wahrscheinlich nicht effizient bekämpfen.

Wir haben es bei der Spekulation gegen Währungen mit mindestens zwei Formen zu tun. Einmal die „kleine Spekulation“, die mit geringen Veränderungen des Wertes einer Währung mit flexiblem Wechselkurs arbeitet. Diese Spekulation dürfte im Großen und Ganzen nicht zu Währungskrisen führen, allein schon deshalb, weil ein ohnehin flexibler Kurs von Notenbanken nur gestützt, nicht aber verteidigt wird. Anders jedoch bei der großen Spekulation, die den festen Wechselkurs einer Währung zu attackieren versucht. Hier sind innerhalb weniger Tage Gewinne von 20 bis 30% möglich, und gerade bei diesem für Entwicklungsländer besonders schwierigen Fall würde eine Tobin-Steuer keine Verbesserung bringen. Nur bei einem sehr hohen Steuersatz wäre eine Verhinderung der großen Spekulation möglich. Damit würde aber auch der internationale Handel zum Erliegen gebracht werden. Bei einem Steuersatz von 0,1 bis 0,25 % würde hingegen nur die kleine Spekulation, nicht aber die große, massiv vorgetragene Spekulation, wie in Ostasien, behindert werden.

Generell sind Maßnahmen zur Behinderung bzw. Verteuerung des internationalen Kapitalverkehrs, beispielsweise die Tobin-Steuer, zwar theoretisch elegant, können aber nicht besonders einfach in die Praxis umgesetzt werden. Es ist nämlich denkbar, daß sich die Transaktionen international operierender Akteure weiter in freie Bankzonen verlagern würden. Zwar könnte Kapital beim Verlassen und Wiedereintreten in nationale Finanzmärkte besteuert werden, aber außerhalb dieser Zeit blieben Transaktionen unbesteuert.

Auch der Vorschlag, die Mitgliedschaft im Internationalen Währungsfonds mit der Verpflichtung zur Erhebung der Tobin-Steuer zu verbinden, würde das Problem freier Bankzonen nicht verhindern. Sehr kleine Länder könnten rasch geneigt sein, auf die IWF-Mitgliedschaft zu verzichten, um gewisse Einnahmen aus der Einrichtung eines unregulierten Finanzplatzes zu erzielen. Wollte man die Tobin-Steuer auch nur halbwegs funktionstüchtig machen, müßte man zudem alle freien Bankzonen beseitigen, ein rein völkerrechtlich gesehen unrealistischer Vorgang. Schließlich wird auch die Kreativität und kriminelle Energie von Akteuren auf den internationalen Finanzmärkten unterschätzt: Wir können heute noch gar keine Vorstellung davon haben, mit welchem als innovativ bezeichneten Produkt eine Tobin-Steuer von den ‚smart-kids‘ in der Wall Street oder der Londoner City unterlaufen werden könnte (vgl. Stiglitz 1998a, S. 12).

4.2.2. Globale Regime zur Regulierung von Finanzmärkten

Nach den Erfahrungen der vergangenen Jahre wäre denkbar, auf internationaler Ebene Regulierungen von Kapitalflüssen zu finden. Dabei ist sowohl an die Weiterentwicklung bestehender Strukturen, insbesondere die Bank für internationalen Zahlungsausgleich in Basel (BIZ), als auch an die Schaffung einer neuen Organisation zu denken. Die Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) kann gewiß einen Beitrag zur Stabilisierung des internationalen Finanzsystems leisten. Die BIZ hat schon in der Vergangenheit nützliche Beiträge zur Verbesserung der Transparenz und zur Beschleunigung des Informationsflusses

geleistet. Der 1986 verabschiedete sogenannte Baseler Akkord, der eine Mindestkapitalausstattung von international operierenden Banken vorsieht, hat die Transparenz und Stabilität des internationalen Finanzsystems erhöht.

Das Basler Komitee zur Bankenaufsicht hat an der Verbesserung und Vereinheitlichung von nationalen Bankenaufsichten gearbeitet. Die „Core Principles for Effective Banking Supervision“ sind von der BIZ auf der Jahrestagung von IWF und Weltbank im Oktober 1997 in Hongkong vorgestellt worden. Hinsichtlich der Verbesserungen der BIZ-Statistiken wurden ebenso Neuerungen beschlossen. Diese sind eine wichtige Quelle sowohl für die Beobachtung des Engagements einzelner Gläubiger als auch der Außenverschuldung von Volkswirtschaften. Die BIZ wird künftig versuchen, rascher als bislang und quartalsweise, anstatt wie bisher halbjährlich, zu berichten. Zudem sollten dabei eher unwahrscheinliche Risiken („ultimate risks“) dargestellt werden (BIS 1998a, S. 174).

Die Ausweitung des Mandats der BIZ stößt jedoch an Grenzen. Dies liegt vor allem daran, daß die BIZ die „Zentralbank der Zentralbanken“ ist. Formal ist die BIZ eine Aktiengesellschaft, deren Aktien von den Zentralbanken der Mitgliedsländer gehalten werden. Dies führt zu einem relativ begrenzten Maß an politischer Kontrolle der Handlungen der BIZ. Bis zu einem gewissen Punkt ist die relative Autonomie einer solchen Institution sicher nützlich. Dennoch kann in demokratischen Gesellschaften nicht auf eine parlamentarische Kontrolle verzichtet werden, wenn eine solche Institution politisch eminent wichtige Aufgaben wahrnimmt.

Nicht zuletzt deshalb erscheint ein neues, politisch kontrolliertes Regime wichtig,

über das in den Vereinten Nationen bereits nachgedacht wird. Mitte Juli 1998 wurde dem „Economic and Social Council“ ein Konzept zur Entwicklung einer „World Financial Organisation“ (WFO) vorgestellt. Die vom „Committee for Development Planning“ erarbeitete Idee sieht die Schaffung einer Organisation vor, die auf dem Gebiet der internationalen Kapitalströme eine ähnliche Funktion übernehmen sollte wie sie die Welthandelsorganisation WTO auf dem Gebiet des Warenhandels ausübt. Zugrunde liegt die Überlegung, daß die Schaffung eines globalen Marktes für Kapital nicht begleitet worden sei von der parallelen Entwicklung von global gültigen Regulierungen oder der Schaffung von adäquaten Sicherheitssystemen. Eine WFO könnte einen Beitrag zur Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte dadurch leisten, daß Formen der Regulierung von kurzfristigen Kapitalbewegungen geschaffen werden, die nationale Regulierungen ergänzen, und zudem Richtlinien für die Kreditbeziehungen zwischen privaten Gläubigern und privaten Schuldern verabschiedet werden (vgl. Financial Times, 24.7.1998).

Nach den Vorstellungen des „Committee for Development Planning“ sollen aber in einer WFO nicht nur allgemeine Richtlinien verabschiedet werden, sondern diese Organisation sollte dafür sorgen, daß in einer akuten Krisensituation Schuldner und Gläubiger an einen Verhandlungstisch gebracht werden, um Lösungsmöglichkeiten zu erarbeiten. Zugleich wird auf die Notwendigkeit eines internationalen Regimes für die Regulierung der Zahlungs-unfähigkeit gesamter Volkswirtschaften und den Bedarf zur Schaffung von Verhaltensstandards für die

international operierenden Rating-Agenturen verwiesen.

Nach diesen Vorstellungen sollte eine WFO auch dazu beitragen, den Wettbewerb zwischen Banken unterschiedlicher Länder dadurch auf eine stabilere Basis zu stellen, daß die nationalen Regulierungen vereinheitlicht werden. Zudem sollten Maßnahmen zur Begrenzung von kurzfristigen Kapitalflüssen und zur Überwachung dieser Kapitalströme entwickelt werden, wobei das Hauptaugenmerk auf kurzfristigen Kapitalströmen liegen sollte. Während die Schaffung einer WFO gegenwärtig noch Zukunftsmusik ist und dies zunächst auch bleiben wird, hat eine andere Institution bereits ihre Tätigkeit begonnen: Das maßgeblich von deutscher Seite propagierte „Global Financial Stability Forum“. Die Ziele dieses von der G-7 getragenen Forums sind zunächst eher vage formuliert: Mehr Transparenz, Verbesserung der Finanzmarktaufsicht, Verbesserung des Krisenmanagements (vgl. Tietmeyer 1999a). Im Forum sind eine Reihe von Akteuren aus den G-7 Ländern, unter anderem die BIZ, die OECD, Vertreter der Zentralbanken und der Finanzministerien, nationale Bankaufsichtsbehörden sowie Aufsichtsgremien von Versicherungen vertreten (vgl. Tietmeyer 1999b, S. 3f).

Trotz der zunächst eher unpräzise anmutenden Zielsetzung werden in diesem Forum in den Arbeitsgruppen die gegenwärtig wichtigsten Themen der internationalen Finanzmärkte bearbeitet. Die drei Arbeitsgruppen beschäftigen sich mit „highly leveraged activities and institutions“, wozu in erster Linie Hedge Fonds gehören, sowie mit kurzfristigen Kapitalströmen und freien Bankzonen (vgl. Tietmeyer 1999b, S. 5). Die Berufung des renommierten ehemaligen BIZ-Vorstandes

Andrew Crockett zum Vorsitzenden des Forums dürfte zur Steigerung der Relevanz dieses Gremiums beitragen.

4.2.3. Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik zur Stabilisierung von Kapitalströmen

Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik können nur einen Teil der negativen Konsequenzen volatiler Kapitalströme verhindern. Eine umfassende Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte ist mit Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik nicht zu erreichen. Sie haben dennoch ihre Berechtigung, da mit einer umfassenden Re-Regulierung und Stabilisierung der Weltfinanzmärkte gegenwärtig nicht zu rechnen ist (vgl. Punkt 5).

Das wichtigste Ziel von auf nationaler Ebene ansetzenden Maßnahmen zur Stabilisierung von Kapitalströmen ist die Reduzierung des Anteils nur kurzfristig gebundener Kredite. Sowohl ausländische Direktkredite mit langer Laufzeit als auch ausländische Direktinvestitionen haben sich als relativ unproblematisch erwiesen. Schwer zu handhaben und potentiell gefährlich sind hingegen ausländische Direktkredite mit kurzer Laufzeit. Grundsätzlich solvente Volkswirtschaften können Liquiditätsprobleme bei einem hohen Anteil von Krediten mit kurzen Laufzeiten bekommen. Bei einem Wandel der Erwartungen kann es plötzlich sehr schwierig werden, Kredite umzuschulden. Grundsätzlich möglich sind auch heute Maßnahmen zur Regulierung des Kapitalverkehrs.²⁵ Eine Erfahrung der jüngeren

²⁵ Die Begriffe Kapitalverkehrsbeschränkungen und Kapitalverkehrskontrollen sind synonym verwendbar. Bezeichnet werden damit sämtliche Maßnahmen der staatlichen

Vergangenheit ist, daß Ökonomien mit umfassenden Beschränkungen des Kapitalverkehrs weniger verwundbar sind als Ökonomien mit liberalisiertem Kapitalverkehr: China ist von der Asienkrise vor allem deshalb verschont geblieben, weil ein panikartiger Abzug von Kapital nicht möglich war und weil eine Spekulation gegen die chinesische Währung durch die Kapitalverkehrskontrollen effektiv unterbunden wurde.

Nach den Finanzkrisen der letzten Jahre ist die Debatte um Kapitalverkehrsbeschränkungen, sowohl präventiv als auch zur Eindämmung von Krisen, neu entfacht worden. Barry Eichengreen betrachtet Kapitalverkehrsbeschränkungen zur Verhinderung von Finanzkrisen dann als angemessen, wenn

- Finanzmärkte nur wenig entwickelt sind,
- das Risikomanagement des privaten Sektors nur wenig ausgebildet ist,
- die Fähigkeit der Überwachungsbehörden, insbesondere die Bankenaufsicht, ebenfalls begrenzt ist (vgl. Eichengreen 1998, S. 8).

In der Praxis treffe dies für die Mehrheit der Entwicklungs- und Schwellenländer zu, weshalb dort Kapitalverkehrsbeschränkungen die Regel sein sollten:

„In practise, these last three preconditions, and therefore the argument for capital-inflow taxes or controls, apply to the vast majority of developing countries. For emerging markets, an open capital account should be the exception, not the rule“ (Eichengreen 1998, S. 8).

Die chilenische Regierung hat mit der Einführung einer Bardepotpflicht im Jahr 1991 den Versuch unternommen, Einfluß

zu nehmen auf Kapitalzuflüsse, ohne umfassende Kapitalverkehrsbeschränkungen zu erlassen. Dies bedeutete, daß ein Teil sowohl ausländischer Kredite als auch im Ausland aufgenommener Anleihen einer Bardepotpflicht unterlagen, d.h. zinslos bei der chilenischen Zentralbank hinterlegt werden mußten. Nach Ablauf eines Jahres wurde das Bardepot erstattet. Anfangs belief sich das Bardepot auf 20% der Kreditsumme und wurde 1992 auf 30% erhöht. Im Juni 1998 erfolgte eine Senkung auf 10%, im September 1998 wurde die Bardepotpflicht auf 0% reduziert (vgl. Nadal-De Simone/Sorsa 1999). Die Reduzierung der Bardepotpflicht war die Reaktion auf den Rückgang der Neukredite: In einer Atmosphäre des Rückzugs aus „emerging markets“ war die Verhinderung des Kapitalzuflusses kein Problem mehr.

Trotz der gegenwärtigen Reduzierung der Bardepotpflicht auf 0% ist dieses Projekt nicht als gescheitert zu betrachten. Die flexible Handhabung des Instruments ist eine durchaus angemessene Reaktion auf das sich verändernde Umfeld, d.h. das sinkende Interesse an „emerging markets“. Die Wirtschaftspolitik von Schwellenländern ist ja gerade mit dem Problem konfrontiert, daß privates Kapital immer dann nach (kurzfristiger) Anlage sucht, wenn es in den Schwellenländern am wenigsten benötigt wird.

Neben präventiven Maßnahmen zur Beschränkung des Kapitalzuflusses können auch Maßnahmen zur Eindämmung einer bereits eingetretenen Krise angebracht sein. Die Wiedereinführung von Kapitalverkehrsbeschränkungen ist allerdings ungleich schwieriger als die Beibehaltung und Modifizierung eines existierenden Regimes zur Steuerung von Kapitalströmen. Verantwortlich dafür sind zwei

Wirtschaftspolitik, die den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr einschränken. Dies kann auf unterschiedliche Art und Weise erfolgen.

Gründe. Zum einen kann die administrative Kompetenz zur Durchführung von Kapitalverkehrsbeschränkungen fehlen und kurzfristig nicht ohne weiteres (wieder-) hergestellt werden. Zum anderen verstärkt diese Wiedereinführung die in einer Krise ohnehin regelmäßig zu verzeichnende Panik von Investoren und kann dadurch zur Vertiefung der Krise beitragen. Zudem besteht die Möglichkeit, daß notwendige Reformen des inländischen Finanzsektors gestreckt bzw. völlig ausgesetzt werden (vgl. Eichengreen 1998, S. 9). In Einzelfällen kann die Wiedereinführung von Kapitalverkehrskontrollen sinnvoll sein, wenn damit die nationale Wirtschaftspolitik Handlungsspielräume zurückgewinnen kann. Bei offenen Kapitalmärkten kann nämlich eine angemessene Fiskal- und Geldpolitik, insbesondere eine Politik niedrigerer Zinsen, zu einem weiteren Kapitalabfluß und damit zu einer Schwächung von Währungen führen.

Von einigen Beobachtern wird daher auch der Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen zur Bewältigung von Finanzkrisen als sinnvoll betrachtet. Martin Khor verweist auf die Erfahrungen Malaysias: Dort wurden am 1. September 1998, also mehr als ein Jahr nach Beginn der Krise, vergleichsweise umfassende Kapitalverkehrskontrollen eingeführt. Dazu gehören unter anderem:

- Die Festsetzung des Wechselkurses bei 3,80 Ringgit pro US-Dollar.
- Die Begrenzung des Aktienhandels auf die Börse in Kuala Lumpur. Zugleich müssen ausländische Erwerber von Aktien diese mindestens ein Jahr lang halten.
- Die Beendigung des internationalen Handels in Ringgit durch Nicht-Akzeptanz von in Ringgit denominierten Aktiva nach einer Übergangsfrist von einem Monat.

– Die Ausfuhr von Ringgit wurde für malaysische Staatsbürger auf 1000 Ringgit beschränkt (vgl. Khor 1999, S. 1f).

Für eine abschliessende Bewertung der Maßnahmen Malaysias ist es gewiß zu früh. Auch Khor räumt ein, daß es sich bei den Maßnahmen der malaysischen Regierung um Notfallmaßnahmen gehandelt habe. Zu fragen ist, ob die Politik Malaysias im Ergebnis erfolgreicher war als die Politik des Nachbarlandes Thailand, wo man auf die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen zur Krisenbewältigung verzichtete.

Nach den Finanzkrisen in Asien, Rußland und Brasilien werden Kapitalverkehrskontrollen unterschiedlicher Reichweite und Ausgestaltung wahrscheinlich an Bedeutung gewinnen. Eichengreen hat auf die besonderen Charakteristika von Entwicklungs- und Schwellenländern und deren spezifische Probleme hingewiesen:

„Developing countries have special financial problems. Their monetary and fiscal institutions lack credibility. Their regulators lack administrative capacity. Their financial markets are shallow. They cannot borrow abroad in domestic currency. However much one tries to assume away these problems, the fact of the matter is that these are the defining features of an underdeveloped economy. And as long as they are present, they are arguments for special measures, including capital controls, to limit the risks to the financial system and to free up the use (of) monetary and fiscal policies in a slump” (Eichengreen 1998, S. 12f).

Neben Kapitalverkehrskontrollen sind eine Reihe von Maßnahmen der nationalen Wirtschaftspolitik zur Vermeidung neuer Finanzkrisen vorgeschlagen worden. Für Martin Feldstein ist hohe Liquidität, in erster Linie in Form von Währungs-

reserven der Zentralbank, der Schlüssel zur Verhinderung von Finanzkrisen (vgl. Feldstein 1999, S. 102f). Feldstein schlägt eine auf drei Punkten basierende Strategie zur Verhinderung von Finanzkrisen vor:

- Kurzfristige, in ausländischer Währung denominierte Verschuldung sollte niedrig gehalten werden. Wegen des in der Regel niedrigeren Zinsniveaus greifen Akteure aus Schwellenländern gerne auf die niedrigeren Zinsen auf internationalen Kapitalmärkten zurück. Diese risikoreiche Strategie kann aber, so Feldstein, von Kapitalverkehrsbeschränkungen nur zum Teil verhindert werden.

- Schwellenländer sollten versuchen, hohe Währungsreserven aufzubauen. Dies ist aber ein teurer Prozeß. Zunächst erfordert der Aufbau von Währungsreserven einen Exportüberschuß durch Begrenzung des inländischen Konsums und der inländischen Investitionen. Weiterhin ist der Erhalt von hohen Währungsreserven kostspielig. Erwirbt die Zentralbank Devisen von Exporteuren und gibt dafür inländische Anleihen aus, so ist auf diese Anleihe meist ein sehr viel höherer Zinssatz zu zahlen als die Zinseinnahmen der Devisenreserven ausmachen.²⁶

- Ebenso hilfreich wie hohe Währungsreserven sind rasch verfügbare neue Kredite ausländischer Gläubiger, die präventiv Kreditlinien zur Verfügung stellen sollten. Dies ist aber ein nur schwer zu realisierendes Konzept, da Banken nicht

bereit sind, ungesicherte Kreditlinien einzuräumen. Feldstein schlägt zu diesem Zweck gesicherte Kreditlinien („collateralized credit facility“) vor: Gläubiger sollten eine Sicherheit, z.B. die Verfügungsgewalt über Rohstoffe, erhalten. Bekanntes Beispiel für ein derartiges Verfahren ist die Abtretung von Erlösen aus dem Erdölverkauf an die Gläubiger Mexikos im Rahmen der Umschuldungsvereinbarungen des Jahres 1995 (vgl. Feldstein 1999, S. 102f).

Die Probleme liegen hier vor allem bei der Identifizierung von krisenfesten Sicherheiten. Es kann sich im Grunde nur um sichere Deviseneinnahmen des Staates handeln. Im Falle der staatlichen Ölgesellschaft war genau dieser Fall gegeben. Der Staat kann aber weder die Exporterlöse privater Firmen als Sicherheit anbieten noch haben die künftigen Steuereinnahmen in eigener Währung für ausländische Gläubiger einen ausreichenden Wert, da ein nicht kalkulierbares Währungsrisiko ungedeckt bliebe. Feldsteins Vorschlag der privatwirtschaftlichen Krisenprävention eignet sich daher nur für diejenigen Entwicklungs- und Schwellenländer, die ohnehin kaum mit einer schweren Finanzkrise rechnen müssen. Auch der Vorschlag des Aufbaus hoher Währungsreserven kann zum einen nur von einer Reihe von leistungsfähigeren Ländern umgesetzt werden, zum anderen ist er nur dann auf breiter Front zu realisieren, wenn genügend Ländern zur Hinnahme von Leistungsbilanzdefiziten bereit sein würden. Zudem verhindert die Anhäufung hoher Währungsreserven eine sinnvolle Nutzung von Kapital, da die Reserven nicht für produktive Investitionen verwendet werden können (vgl. Garten 1999, S. 89).

26) Um ein extremes Beispiel zu nennen: Die Differenz zwischen inländischem Zinssatz und dem Zinssatz in den USA machten in Brasilien im August 1999 etwa 15,9% aus. Die brasilianische Zentralbank muß rein rechnerisch für die Devisenreserven in Höhe von \$42,5 Mrd. gegenwärtig pro Jahr \$ 6,76 Mrd. an die Halter auf Real lautender Anleihen zusätzlich zahlen.

Ein neuer Vorschlag zur Stabilisierung der internationalen Finanzarchitektur stammt von zwei britischen Ökonomen, William Buiter und Anne Siebert. Sie schlugen die Einführung einer „universal debt-rollover option with a penalty“, abgekürzt UDROP, vor. Dabei handelt es sich um eine einseitig von Schuldnerseite auszuübende Option: Sämtliche Fremdwährungskredite sollten mit dieser Option versehen werden. Bei Fälligkeit eines Kredits sollte eine automatische Umschuldung möglich sein, wenn der Schuldner es wünscht. Buiter und Siebert schlagen eine Laufzeit der Option von etwa drei bis sechs Monaten vor. Die Ausübung der Option hätte einen bei Aufnahme des Kredits festzulegenden Preis, der wie eine Steuer auf Kreditaufnahmen im Ausland wirken würde. Die Höhe des Preises der Option würde aber von Marktteilnehmern, nicht von der Regierung festgelegt. Die Regierung müßte allerdings dafür Sorge tragen, daß keine Fremdwährungskredite ohne Rollover-Option aufgenommen werden dürfen. Auf internationaler Ebene könnte der IWF Beistandskredite verweigern, wenn Kredit-verträge ohne Rollover-Option vereinbart wurden (vgl. *The Economist*, 1.5.1999, S. 76).

Im Kern trifft der Vorschlag von Buiter und Siebert einen zentralen Punkt: Die Liquiditätsprobleme, die sich im Zuge einer Panik an den Finanzmärkten ergeben können. Mit der Ausnutzung der Option würden die Schuldner Zeit gewinnen, ein erheblicher Vorteil in einer Krise. Zudem könnte die Notwendigkeit, einen Preis für die Option zu finden, die Bereitschaft, Kreditrisiken rechtzeitig zu berücksichtigen, erheblich verbessern. Schließlich ist für die Implementierung dieses Vorschlages kein globaler Konsens notwendig, sondern er kann auch im nationalen Allein-

gang durchgesetzt werden. Denkbar wäre auch, daß es zu einer regionalen Anwendung kommt. Regionale Integrationsprojekte, beispielsweise die Länder des Mercosur, könnten gemeinsam die Verwendung von UDROPs beschließen und würden damit auch ihre Position im Krisenfall stärken.

Der Vorschlag von Buiter und Siebert ist insgesamt sehr reizvoll, weist aber auch Schwachstellen auf. Die Verschiebung der Fälligkeit eines Kredits ist nur dann hilfreich, wenn es sich auf Schuldnerseite um ein Liquiditätsproblem, nicht um ein Solvenzproblem handelt. Mit anderen Worten: Nur bei kurzfristigen Liquiditätsproblemen helfen UDROPs. Zudem belasten UDROPs die Schuldner, da sie für die Kosten der Option aufkommen müssen. Kreditaufnahmen im Ausland verlieren also gegenüber der Verschuldung im Inland an Attraktivität, ähnlich wie bei der Bardepotpflicht à la Chile. Diese Nachteile wiegen aber nicht schwer gegenüber den Vorteilen, die UDROPs versprechen. Zudem würde auch der Wechselkurs entlastet: Es würde verhindert, daß im Falle einer Panik gleichzeitig zahlreiche Schuldner einheimische Währung in Fremdwährung umtauschen müssen, um ihre Kredite zurückzuzahlen. Auch dies wäre ein sehr erwünschter Nebeneffekt von UDROPs.

4.3. Die Beschränkung von Leistungsbilanzsalden

Seit dem Zusammenbruch des Regimes von Bretton Woods im Jahre 1973 und den sich anschließenden Liberalisierungen des Kapitalverkehrs haben Überschüsse und Defizite in den Leistungsbilanzen von nationalen Ökonomien an Bedeutung gewonnen (vgl. Herr 1999). Diese Entwicklung hat insbesondere für Länder mit

Leistungsbilanzdefiziten, z.B. den asiatischen Krisenländern, heftige Anpassungskrisen zur Folge gehabt. Ein radikaler Bruch mit dem gegenwärtigen liberalen Regime wäre die Sanktionierung von Leistungsbilanzüberschüssen, deren Spiegelbild Defizite in der Kapitalverkehrsbilanz, also Kapitalexporte, sind. Vor dem Hintergrund der durch gewaltige Kapitalströme begünstigten Wirtschaftskrisen erscheint es notwendig, sich über Maßnahmen zur Beschränkung von Leistungsbilanzüberschüssen Gedanken zu machen. Akteure auf internationalen Finanzmärkten betrachten bislang nämlich vor allem Defizite in der Leistungsbilanz und bewerten Überschüsse als wünschenswert und sehen sie häufig als Ausdruck wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit an. Dies ist aber eine sehr einseitige Sicht. Denn die Überschüsse und Defizite der Leistungsbilanzen aller Ökonomien gleichen sich, wie in einem System kommunizierender Röhren, gegenseitig aus. Mithin reflektieren die Überschüsse einiger die Defizite anderer Volkswirtschaften.

In Bretton Woods lagen 1944 zwei Modelle für die Architektur des internationalen Finanzsystems vor: Zum einen der von dem Amerikaner Harry Dexter White vorgelegte White-Plan, auf dem unser heutiges System basiert, zum anderen der nie realisierte Keynes-Plan. Die zutreffende Überlegung von John Maynard Keynes war, Länder, die zur dauerhaften Erzielung von Leistungsbilanzüberschüssen tendieren, zu sanktionieren. Keynes hatte vorgeschlagen, daß Leistungsbilanzüberschüsse in einer Clearingstelle verrechnet werden sollten und im Verlauf einer für jedes Land festzulegenden Periode entweder mit Leistungsbilanzdefiziten verrechnet werden sollten oder

verfallen sollten. Damit würde Volkswirtschaften der Anreiz genommen, durch die dauerhafte Erzielung von Leistungsbilanzüberschüssen und damit Kapitalexporten zur Steigerung der Volatilität der Weltwirtschaft beizutragen. Das bis heute wirkende, auf dem White-Plan basierende Modell geht im Gegensatz dazu davon aus, daß sich Leistungsbilanzüberschüsse durch Währungsmechanismen selbst regulieren. Angenommen wird, daß ein Überschuß in der Leistungsbilanz eines Landes zur Steigerung der Nachfrage nach einheimischer Währung führt. Dieser Nachfrageanstieg führt dann, bei flexiblen Wechselkursen, theoretisch zu einem Anstieg des Wechselkurses der einheimischen Währung, was zu einer Verteuerung von Exporten und zu einem Abbau des Leistungsbilanzüberschusses führen würde. Das Problem dabei ist, daß dieser Mechanismus ausgehebelt werden kann, wenn die erzielten Leistungsbilanzüberschüsse nicht in einheimische Währung umgetauscht werden, sondern im Ausland verbleiben, beispielsweise um Aktiva im Ausland zu erwerben.²⁷ Wie dies funktioniert, haben japanische Akteure über Jahre hinweg gezeigt. Überschüsse wurden in den USA, z.B. in US-Staatsanleihen, investiert und dadurch der Wechselkurs des Yen zum US-Dollar auf niedrigem Niveau stabilisiert. Auf diese Art und Weise konnte eine massive Aufwertung des Yen, die zum Ausgleich der Leistungsbilanz beigetragen hätte, vermieden werden.

Um künftig hohe Leistungsbilanzüberschüsse zu verhindern, wäre denkbar, daß die Zentralbanken von Ländern, die

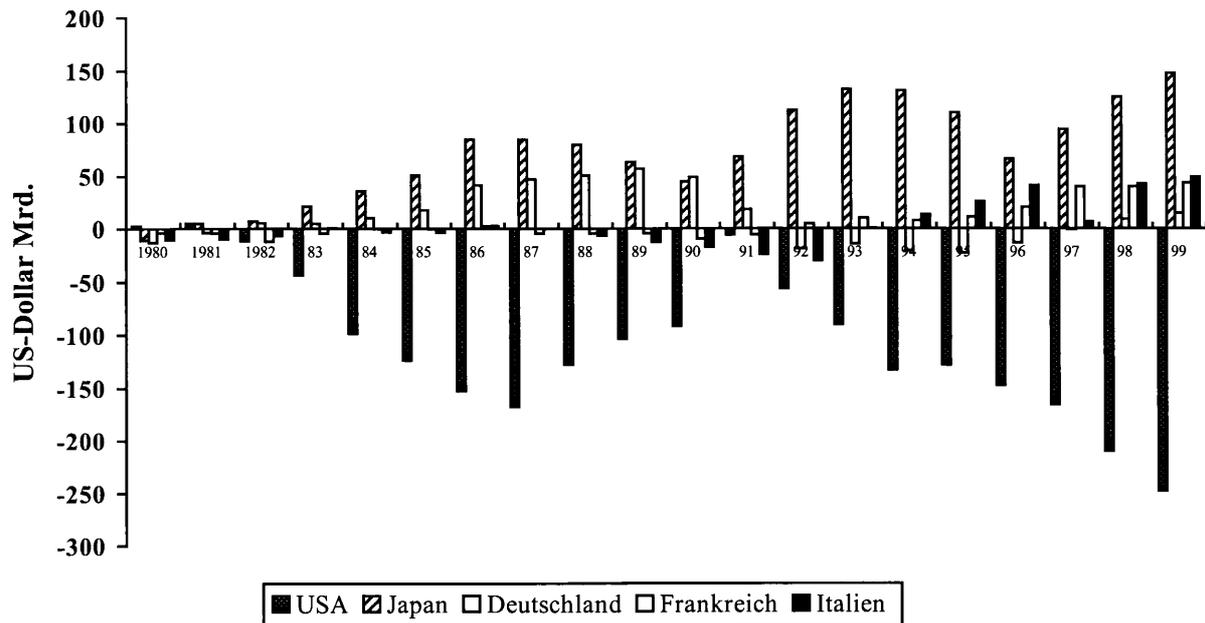
²⁷) Darüber hinaus ist ohnehin die Frage zu debattieren, welche Faktoren letztlich entscheidenden Einfluß auf den Außenwert einer Währung haben.

strukturelle, dauerhafte Überschüsse erzielen, in einem neuen Währungsregime verpflichtet werden, einen kleinen Teil der Überschüsse, zu denken wäre an ein Zehntel, zinslos bei einem zu schaffenden Weltwährungsrat zu hinterlegen. Dieser Weltwährungsrat könnte sowohl bei der Regulierung von Leistungsbilanzsalden als auch bei der Stabilisierung der Wechselkurse eine zentrale Funktion bekommen.

Ähnlich wie Keynes dies vorgeschlagen hatte, könnten die hinterlegten Überschüsse nach einer gewissen Zeit dem Weltwährungsrat zugeführt werden und dessen Eigenkapital bzw. Reserven stärken. Damit würde für die nationale Wirtschaftspolitik ein Anreiz geschaffen, durch geeignete Maßnahmen hohe Leistungsbilanzüberschüsse zu verhindern. Grundsätzlich neu sind solche Vorschläge nicht: In der Europäischen Währungsunion wurde ein vergleichbares System zur Wahrung der Haushaltsdisziplin vereinbart. Auch dort müssen Regierungen von Ländern, die die Defizitgrenzen des Vertrages von Maastricht überschreiten, eine Art Strafe, die der Gemeinschaft zugute kommt, für diese mangelnde Haushaltsdisziplin zahlen.

Keineswegs wäre es nötig, Leistungsbilanzüberschüsse grundsätzlich zu begrenzen. Problematisch sind nur hohe und über Jahre hinweg erzielte Überschüsse, weswegen auch nur diese von Sanktionsmechanismen erfaßt werden würden. Betrachtet man die Daten in Schaubild 4, wird deutlich, daß von den großen Industrieländern gegenwärtig nur Japan von einer Sanktionierung langanhaltender Überschüsse betroffen wäre. Allein 1998 erwirtschaftete Japan einen Überschuß in der Leistungsbilanz von 120 Mrd. US-Dollar, während die USA seit Beginn der 80er Jahre hohe Leistungsbilanzdefizite aufwies. Mit Ausnahme von vier Jahren lag das Leistungsbilanzdefizit seit 1985 stets über 100 Mrd. US-Dollar und für 1999 wird ein neues Rekorddefizit von 250 bis 300 Mrd. US-Dollar erwartet. Die drei europäischen Länder Deutschland, Frankreich und Italien weisen über einen längeren Zeitraum betrachtet hingegen keine problematische Entwicklung auf. Deutschland erzielte in den 80er Jahren Überschüsse und muß seit der Wiedervereinigung Defizite in der Leistungsbilanz finanzieren, während Frankreich und Italien in den 90er Jahren Überschüsse erzielen.

Schaubild 4: Leistungsbilanzsalden der fünf größten Industrieländer von 1980 bis 1999 in Mrd. US-Dollar



Quelle: OECD 1998a, S. 275. Daten für 1998 und 1999 sind Schätzungen der OECD.

Gegen eine Sanktionierung von dauerhaften Leistungsbilanzüberschüssen könnte man einwenden, daß damit die Regierungen von Nationalstaaten für die Entscheidungen von Konsumenten und Investoren Verantwortung übernehmen müssen, sie diese aber nicht beeinflussen können. Ein solches Argument erweist sich bei näherer Prüfung aber nicht als stichhaltig. Nationale Wirtschaftspolitik ist, trotz der Globalisierungstendenzen der vergangenen Jahre, nach wie vor zumindest teilweise in der Lage, Investitions- und Konsumentscheidungen zu beeinflussen. Offensichtlich wird dies, wenn man die Wirtschaftspolitik Japans in den 90er Jahren betrachtet. Dort haben verschiedene Regierungen es bislang nicht geschafft, die

Probleme des japanischen Finanzsektors zu lösen und die Wirtschaftskrise der 90er Jahre zu überwinden. Versucht wurde vielmehr, die Kosten der Sanierung des Finanzsektors dem Ausland aufzubürden. Die Mittel waren und sind eine gemäßigt protektionistische Handelspolitik sowie eine extrem expansive Geldpolitik. Gerade letztere hat, durch den sehr niedrigen Leitzins von 0,5 %, wesentlich dazu beigetragen, daß japanische Investoren bevorzugt im Ausland investierten. Mit der Einführung eines Sanktionsmechanismus für Leistungsbilanzüberschüsse würde eine den Kapitalexpert stimulierende Geldpolitik ihren Reiz verlieren. Die Umsetzung eines solchen Konzeptes ist derzeit allerdings wenig wahrscheinlich, da die

politischen Mehrheiten weder in Amerika noch Europa oder Asien zu erkennen sind (vgl. auch Punkt 5).

5. Hemmnisse für Reformen

Eine Reihe von Hemmnissen bei der Realisierung von Reformen des globalen Währungs- und Finanzsystems wurde bereits im vorangehenden Abschnitt dargestellt. Wichtiger als diese eher technischen Aspekte ist aber die politische Dimension von Re-Regulierung und hier vor allem die Position der USA.

5.1. Amerikanischer Unilateralismus

Seit Anfang der 90er Jahre ist ein deutlicher Wandel in der Selbsteinschätzung der USA zu verzeichnen. Anfang der 90er Jahre waren die USA noch von einem Unsicherheitskomplex geprägt, und Japan, aber auch Europa galten als die erfolgreicheren Ökonomien (vgl. Spanger 1999, S. 139). Sowohl die Selbstwahrnehmung der Amerikaner als auch im Verhältnis der USA zu anderen Staaten haben sich aber seit Beginn des Jahrzehnts sehr deutlich gewandelt.

Ab Mitte der 90er Jahre haben die Amerikaner dem Multilateralismus eine geringe Priorität zugemessen. Zu Beginn der 90er Jahre setzten sowohl George Bush als auch Bill Clinton noch stärker auf multilaterale Lösungen. Die Gründe für die Rückkehr zum Unilateralismus traditioneller Hegemoniepolitik sind zwar schwer zu erkennen (vgl. Czempiel 1999, S. 20). Aber auch wenn die Motive für den Formenwandel der US-Außenpolitik unklar bleiben, ist im Ergebnis festzustellen, daß die Außenpolitik der USA mehr und mehr von einem dreistufigen Ansatz geprägt ist:

- Bevorzugt unilaterales Handeln, wenn nationale Interessen direkt betroffen sind,
- in Allianzen und Partnerschaften, wenn sich die Interessen der USA mit denen anderer Länder decken,
- und schließlich multilateral, aber nur dann, wenn die Interessen der USA allgemeiner Art sind, also keine zentralen Bereiche amerikanischer Außenpolitik berühren (vgl. Link 1998, S. 106f).

Die Kritik an der gegenwärtigen unilateralen Politik der USA nimmt jedoch erkennbar zu. Dies gilt nicht nur für nicht-amerikanische Beobachter: Samuel Huntington hat im Frühjahr 1999 die Außenpolitik der Regierung mit deutlichen Worten kritisiert. Besonders Außenministerin Albright, die die USA als „indispensable nation“ bezeichnet hatte, wurde von Huntington kritisiert: Er kritisierte die Idee, andere Nationen seien „dispensable“, also verzichtbar oder entbehrlich (vgl. Huntington 1999, S. 37).²⁸

Huntington führt in seinem Beitrag eine Reihe von unilateralen Politiken der USA auf. Die wichtigsten sind:

- Andere Länder wurden unter Druck gesetzt, amerikanische Werte hinsichtlich der Durchsetzung von Menschenrechten und Demokratisierung umzusetzen.
- Andere Länder wurden daran gehindert, militärisch aufzurüsten und damit die Überlegenheit der USA bei konventionellen Streitkräften zu gefährden.

28) Der amerikanische Autor und Kolumnist der International Herald Tribune, William Pfaff, stellt ebenfalls fest, daß außerhalb der USA dieser Führungsanspruch sehr kritisch verfolgt wird: „But the vast majority of mankind is indifferent to American claims, if not hostile to them, and the elites of other nations of the world are not willing to accept that a hierarchy of political societies and cultures exists in which the United States rightly occupies the first place“ (Pfaff 1998, S. 6).

– Amerikanisches Recht wurde anderen Gesellschaften extraterritorial aufgezwungen.

– Die USA versuchten, die Interessen amerikanischer Unternehmen unter dem Deckmantel von Freihandel und offenen Märkten durchzusetzen („to promote American corporate interests under the slogan of free trade and open markets“).

– Zudem nahmen die USA Einfluß auf die Politik von IWF und Weltbank zur Unterstützung der gleichen Unternehmensinteressen („to shape World Bank and International Monetary Fund policies to serve those same corporate interests“) (vgl. Huntington 1999, S. 38).

Wenngleich Huntingtons Kritik nicht völlig neu ist, so überrascht es doch, sie von einem prominenten US-Wissenschaftler in dieser Form zu hören. Huntington kritisiert aber nicht nur die einzelnen Politiken der USA, sondern stellt das Ende dieses unipolaren Moments fest (vgl. Huntington 1999, S. 39). Da in Washington das Ende dieses kurzen unipolaren Moments aber nicht erkannt wird, nimmt die Isolation der USA zu:

„In acting as if this were a unipolar world, the United States is also becoming increasingly alone in the world. American leaders constantly claim to be speaking on behalf of the „international community“. But whom do they have in mind?“ (Huntington 1999, S. 40).²⁹

Huntington faßt den Wandel der US-Außenpolitik zusammen: Nach dem 2. Weltkrieg betrieben die USA eine Politik des „unilateral globalism“, heute dagegen des „global unilateralism“. Darin liegt die Gefahr, daß die USA sich nicht nur selbst

auf Isolationismus zurückziehen, sondern von anderen Akteuren der Weltpolitik isoliert werden (vgl. Huntington 1999, S. 42).

William Pfaff argumentiert ähnlich und betont, die unterstellte moralische Überlegenheit der USA werde von nicht-amerikanischen Akteuren mit einem gewissen Langmut verfolgt. Ebenso wie sich Vertreter der UdSSR zu Zeiten Stalins stets zunächst zu den Vorteilen des Marxismus und erst dann zur Sache geäußert hätten, würden heute amerikanische Politiker gebetsmühlenartig die moralische Überlegenheit der USA propagieren.

„The existence of these claims has become an irksome constant in international relations, regarded by others as something that must be allowed for in dealing with the United States, a philosophical-ideological atmosphere that must be pierced, as during the days of Stalin it was necessary in dealing with the Soviet Union to put up with a certain number of Marxist arguments and formulations before getting down to the real business“ (Pfaff 1998, S. 6).

5.2. Cui bono? Der “Wall Street Treasury Complex” und Re-Regulierung

Eine Re-Regulierung der globalen Finanzmärkte hätte natürlich nicht nur Gewinner, sondern auch Verlierer. Profitieren würden von einer stabileren Weltfinanzordnung vor allem Waren produzierende Unternehmen und deren Beschäftigte sowie die auf externe Finanzierung angewiesene Schwellen- und Entwicklungsländer. Im Warenhandel würden die Erlöse aus Exportgeschäften weniger stark von Wechselkursschwan-

29) Huntington sieht die USA vor allem als Vertreter der angelsächsischen Länder, fallweise der Kontinentaleuropäer, Israels und Japans (vgl. Huntington 1999, S. 41)

kungen beeinträchtigt, bei der Kreditaufnahme im Ausland würde das Währungsrisiko ebenfalls sinken und damit eine stetigere Entwicklung ermöglichen.

Verlierer wären aber diejenigen, die von Volatilitäten der internationalen Währungs- und Finanzmärkte profitieren. Das Land mit dem am stärksten entwickelten Finanzsektor, die USA, hätte hier per Saldo auch die meisten Verlierer aufzuweisen. Deshalb überrascht es nicht, daß die US-Regierung Vorschläge zur Stabilisierung von Wechselkursen, wie sie Ende 1998 vom damaligen deutschen Finanzminister Lafontaine vorgetragen worden waren, noch nicht einmal diskutieren wollte (vgl. Bergsten 1999, S. 22). Neben Lafontaines undiplomatischer, voreiliger Art des Herangehens ist dafür in erster Linie die enge Verflechtung der Wall Street und der US-Administration verantwortlich.

Jagdish Bhagwati hat 1998 darauf hingewiesen, daß diese enge Verbindung, die er als „Wall Street – Treasury Complex“ bezeichnete, zu einer problematischen Situation führt. Zur Sicherung eigener Interessen werden nämlich die Vorteile des freien Kapitalverkehrs angepriesen, ohne daß in angemessener Weise auf Risiken der Liberalisierung hingewiesen werde (vgl. Bhagwati 1998, S. 7). Bhagwati konstatiert eine erfolgreiche Lobbyarbeit der Wall Street:

„Wall Street’s financial firms have obvious self-interest in a world of free capital mobility since it only enlarges the arena in which to make money. It is not surprsing, therefore, that Wall Street has put its powerful oar into the turbulent waters of Washington political lobbying to steer in this direction“ (Bhagwati 1998, S. 12).

Ich möchte hier nicht auf Einzelheiten dieser Situation und die Durchsetzung von

Interessen im IWF und Währungsfonds eingehen.³⁰ Gleichwohl wäre die Verlagerung des IWF-Sitzes nach Europa, möglicherweise nach Paris, ein sinnvolles Instrument, den überproportionalen Einfluß der Amerikaner auf die Politik des Fonds zu reduzieren. Veranlassung für eine Reform des IWF einschließlich der Verlagerung des Sitzes bieten die Fehler des IWF in Asien, aber noch mehr das vollständige Versagen des IWF in Rußland. Eine Institution, die den Transformationsprozeß in Rußland von Anfang an begleitete und nicht in der Lage war, Korruption und Geldwäsche in Milliardenhöhe zu verhindern, ist als überfordert und gescheitert zu betrachten. Der konkrete Anlaß für die Forderung nach einer Verlagerung des IWF-Sitzes ist aber die Einführung des Euro. Die Eurozone verfügt nunmehr über 23,15% des IWF-Kapitals, deutlich mehr als die USA mit 17,72%. Da der IWF satzungsgemäß seinen Hauptsitz im Land mit den höchsten Kapitalanteilen hat, liegt eine Verlagerung in die Eurozone nahe. Allerdings müßten sich die elf Regierungen der Eurozone vor der Thematisierung eines solchen Projekts auf eine gemeinsame Position verständigen und müßten gegebenenfalls auch bereit sein, auf einige Posten im Exekutivrat des Fonds zu verzichten.³¹

30) Bhagwati liefert in seinem Beitrag eine kurze Aufzählung der personellen Verflechtungen zwischen Washington und der Wall Street. Prominentestes Beispiel ist der frühere Finanzminister Robert Rubin, ein Investmentbanker. Auch Bushs Finanzminister Nicholas Brady ist wieder an der Wall Street tätig. Ernest Stern, ein früherer amtierender Präsident der Weltbank, ist heute Direktor von J.P. Morgan. Auch der heutige Weltbankpräsident James Wolfensohn ist ein Investmentbanker (vgl. Bhagwati 1998, S. 11f).

31) Gegenwärtig kommen sechs der IWF-Exekutivdirektoren aus Ländern der EU. Eine Neuordnung ist jedoch nicht

Wenngleich Vorschläge zur Verlagerung des IWF-Sitzes kurzfristig unrealistisch erscheinen mögen, so sind aber erste Schritte in diese Richtung bereits zu vermelden. Die deutsche und die französische Regierung haben in den Jahren 1998 und 1999 über eine Neuordnung der Stimmrechte europäischer Länder im IWF nachgedacht. Vor allem der frühere deutsche Finanzminister Oskar Lafontaine soll diesbezügliche Initiativen gestartet haben. Lafontaine habe eine Bündelung der Stimmrechte Deutschlands, Italiens und Frankreichs angeregt mit dem expliziten Ziel, die amerikanische Dominanz im IWF zu brechen (vgl. *International Herald Tribune*, 19.10.1999, S. 19). Auch nach dem Rücktritt Lafontaines wird der Gedanke der Bündelung von Stimmrechten weiter verfolgt. Der inzwischen ebenfalls zurückgetretene französische Finanzminister Strauss-Kahn hat im Herbst 1999 eine Zusammenfassung der Stimmrechte Frankreichs und Deutschlands ins Gespräch gebracht (vgl. *Die Zeit*, 7.10.1999).

Nicht nur eine Reform des IWF erscheint gegenwärtig politisch aber nicht durchsetzbar zu sein. Die Widerstände gegen eine Einschränkung der Möglichkeiten von institutionellen Investoren, insbesondere der bislang wenig regulierten Hedge Funds, wären gewiß erheblich, gerade in Washington.

Der bereits erwähnte Zusammenbruch des Hedge-Fonds LTCM im September 1998 belegt die guten Verbindungen von Wall Street und Washington. Die *Financial Times* wies darauf hin, daß der frühere Vize-Chef der US-Notenbank, David

Mullins, Mitglied des Vorstandes von LTCM war und nach wie vor ein persönlicher Freund des Notenbankchefs Alan Greenspan ist. Mullins leitete 1991 eine Untersuchung der Federal Reserve bezüglich der Geschäftstätigkeit der Bank „Salomon Brothers“, die Unregelmäßigkeiten hervorbrachten und den stellvertretenden Vorstandsvorsitzenden der Bank, John Meriwether, zum Rücktritt zwangen. Meriwether gründete daraufhin LTCM und holte Mullins in den Hedge-Fonds. Ein schönes Beispiel für „Crony Capitalism“ in den Vereinigten Staaten (vgl. *Financial Times*, 3./4. Oktober 1998).

Über diese unmittelbaren persönlichen Verflechtungen hinaus wirft die Rettungsaktion für LTCM eine Reihe von Fragen bezüglich der Stabilität des amerikanischen Finanzsystems und die Zusammenarbeit zwischen Wall Street und den Aufsichtsbehörden auf. Joseph Stiglitz fragte in diesem Zusammenhang, ob die Bankaufsichtsbehörden wirklich keine Ahnung von den Risiken hatten?³² Wenn sie die Risiken nicht kannten, was sagt dies über die Fähigkeit der am besten entwickelten Bankenaufsicht der Welt, eine effiziente Bankenaufsicht zu betreiben? Obwohl keine öffentlichen Mittel zur Rettung von LTCM verwendet wurden, könnte es dennoch öffentlichen Druck auf die privaten Akteure gegeben haben. Wenn dem so war, in welcher Form? Und schließlich fragt Stiglitz nach der in Asien so deutlich beschworenen Transparenz, die bei LTCM gewiß nur ansatzweise vorhanden war (vgl. Stiglitz 1998b, S. 13).

unproblematisch, da die Vertreter einiger kleinerer EU-Länder noch eine Reihe von anderen Staaten vertreten.

32) Wenn nicht auf der Schuldnerseite, so hätte zumindest auf der Gläubigerseite das Ausmaß der Kreditvergabe deutlich werden müssen.

5.3. Konflikt oder Kooperation zwischen Europa und Amerika?

Konflikt zwischen den USA und Europa droht insbesondere dann, wenn es in den USA zu einer massiven Schwächung der Ökonomie kommen sollte. Dies erscheint vielen Beobachtern noch sehr unwahrscheinlich zu sein: Heute feiert Amerika sich als das erfolgreichste Industrieland der Welt. Wurden vor einigen Jahren noch Einschränkungen vorgebracht, so sehen sich amerikanische Wirtschaftspolitiker heute uneingeschränkt auf der Gewinnerseite. Diese positive Selbsteinschätzung führt jedoch zu einem systematischen Unterschätzen der ökonomischen Potenz anderer Länder, natürlich auch Europas.³³ Dabei wird übersehen, daß die Wirtschaftsdaten für die USA bei distanzierter Betrachtung wenig überzeugend sind: Die USA sind im Ausland hoch verschuldet, konsumieren viel, sparen wenig, und bieten, trotz aller Fortschritte der vergangenen Jahre, nur in wenigen Bereichen konkurrenzfähige Waren auf dem Weltmarkt an. Das Handelsbilanzdefizit der USA von gegenwärtig etwa US-Dollar 280 Mrd. ist nicht nur auf den hoch bewerteten Dollar, sondern auch auf die mangelnde Konkurrenzfähigkeit der US-Industrie zurückzuführen. Die gegenwärtige Euphorie in Bezug auf die US-Ökonomie verdeckt nämlich, daß von einer umfassenden Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit amerikanischer Unternehmen nicht die Rede sein kann. In einigen Sektoren, vor allem natürlich in

der Computertechnik und insbesondere der Softwareherstellung, nehmen die USA zweifellos einen Spitzenplatz ein. Aber daneben wird häufig übersehen, daß die USA in vielen Sektoren Marktanteile verlieren und nicht wettbewerbsfähig sind. Ein bekanntes Beispiel ist der Aufstieg des Boeing-Konkurrenten Airbus. Selbst in den USA und bei langjährigen Kunden von Boeing, z.B. British Airways, gewinnt Airbus stetig Marktanteile und ist inzwischen in den meisten Segmenten Marktführer.

Im Folgenden soll an Hand zweier Beispiele die Verwundbarkeit und mangelnde Konkurrenzfähigkeit der US-Ökonomie verdeutlicht werden: Die Automobilindustrie und der Finanzsektor. Die Automobilindustrie ist deshalb von großer Bedeutung, weil der Markt der USA mit jährlich etwa 15 Millionen Neuzulassungen noch immer der größte Absatzmarkt der Welt für Fahrzeuge ist. Nach wie vor stellt der Kauf eines Autos für Konsumenten die vom Volumen her zweitwichtigste Konsumentenscheidung dar. In diesem wichtigen Sektor können die US-Hersteller ihre dominierende Position gegenüber dem internationalen Wettbewerb aber nur wegen einer protektionistischen Politik behaupten. Ohne den Schutz durch hohe Zölle für bestimmte Fahrzeugtypen wäre der Niedergang der US-Automobilindustrie, der in den 60er Jahren begann und in den 90er Jahren ein vorläufiges Ende fand, nicht aufzuhalten gewesen.

Das zweite Beispiel ist der amerikanische Finanzsektor. Auch hier überwiegt auf den ersten Blick ein positives Bild, und auch hier ist die Lage des Sektors prekärer als es den Anschein hat: Der amerikanische Finanzsektor, vor allem die US-Banken, dürften auf eine Phase schwachen

33) Zahlreiche amerikanische Beobachter unterstellen gegenwärtig eine starke Belastung der kontinentaleuropäischen Ökonomien durch kostspielige Sozial- und Beschäftigungspolitik (vgl. Pfaff 1998, S. 4).

Wachstums oder einer Rezession nur schlecht vorbereitet sein, wenn man den Analysen des IWF folgt.

5.3.1. Die Verwundbarkeit der US-Ökonomie

Die Automobilindustrie gehörte in den 70er und 80er Jahren noch zu den am stärksten von ausländischer Konkurrenz bedrohten Branchen der US-Industrie. Auf den ersten Blick hat sich dies in den 90er Jahren gewandelt.

Tabelle 5: Meistverkaufte Fahrzeuge in den USA 1990 und 1998

1990		1998	
Modell	Verkaufte Stückzahl	Modell	Verkaufte Stückzahl
Honda Accord	417.179	Ford F-Series Pickup	836.629
Ford Taurus	313.274	Chevrolet C/K Pickup	538.254
Chevrolet Cavalier	295.123	Ford Explorer	431.488
Ford Escort	288.727	Toyota Camry	429.575
Toyota Camry	284.595	Dodge Ram Pickup	410.130
Ford Ranger Pickup	280.610	Honda Accord	401.071
Chevrolet Beretta	277.176	Ford Taurus	371.074
Toyota Corolla	228.211	Honda Civic	334.562
Honda Civic	220.852	Ford Ranger Pickup	328.132
Chevrolet Lumina	218.228	Dodge Caravan	293.819

Quelle: www.auto.com. Fett gedruckte Modelle sind „light trucks“.

Betrachtet man die Daten in Tabelle 5, fällt die seit 1990 deutlich gesunkene Bedeutung normaler Personenwagen auf. Waren 1990 noch neun der zehn am meisten verkauften Fahrzeuge normale PKW, so

finden sich in der Bestsellerliste des Jahres 1998 gleich sechs sogenannte „light trucks“. Zu dieser Kategorie werden in den USA sämtliche Geländewagen, Lieferwa-

gen mit Ladefläche („pick-ups“) und Kleinbusse („people mover“) gerechnet.

Gerade im Segment dieser „light trucks“, von denen allerdings die wenigsten als Lastwagen genutzt werden dürften, haben die US-Hersteller eine überragende Wettbewerbsposition. 1997 stellten die großen US-Hersteller General Motors, Ford und Chrysler insgesamt 11 Millionen Fahrzeuge her, davon 6 Millionen „light trucks“. US-Hersteller verbuchten 1997 einen Marktanteil bei „light trucks“ von etwa 85%, verglichen mit etwa 60% bei PKW.

Es wäre nun denkbar, daß die US-Hersteller inzwischen bessere, billigere Produkte herstellen und deshalb im Segment der „light trucks“ so dominant sind. Dies ist aber nicht der Fall. Der Grund ist vielmehr eine protektionistische Handelspolitik der US-Regierung, die damit die einheimische Industrie erfolgreich gestärkt hat. „Light trucks“ unterliegen nämlich einem Einfuhrzoll von 25%, während normale PKW nur mit 2,5% zu verzollen sind.³⁴

Dieser hohe Zoll auf Lieferwagen war Mitte der 80er Jahre eingeführt worden, um insbesondere die japanische Automobilindustrie zu schädigen. Die Modelle Toyota Landcruiser und Nissan Patrol waren damals sehr erfolgreiche Importfahrzeuge. Die US-Industrie hat sich in der Folge aber diese protektionistische Politik zu Nutze gemacht. Den Konsumenten wurden die Vorteile des individuellen Personentransports mittels tonnenschwerer Lieferwagen schmackhaft gemacht.³⁵

34) Die Tarifposition 8703 sieht für „motor cars for the transport of persons, including station wagons“ einen Zoll von 2,5% vor; für „motor cars for the transportation of goods“ hingegen 25%.

35) Der neueste Exzess auf diesem Gebiet ist der Ford Excursion, ein 5,80m langer und nahezu vier Tonnen schwerer Geländewagen, mithin

Selbst der Financial Times geht diese Lust am Überfluß zu weit:

„So long as petrol continues to cost no more than the equivalent of 15 pence a litre, Americans just won't give a damn. What the hell, they will drive the biggest thing they can. More fool the rest of us if we fry in an environment globally warmed by the carbon dioxide spewed by family cars that to European eyes look like school buses“ (Financial Times, 27.3.99, S. XIX).

Hilfreich bei der Ankurbelung des Verkaufs dieser unmäßigen Fahrzeuge war, daß die in den USA ansonsten recht rigiden Bestimmungen für den Benzinverbrauch für „light trucks“ nicht in gleicher Form gelten.³⁶ Eine Verschärfung der Verbrauchsbestimmungen für Lieferwagen wurde im US-Kongress im Juni 1999 auf Druck der einheimischen Hersteller abermals ausgesetzt (Meldung der Nachrichtenagentur AP vom 9.6.1999). Druck auf die amerikanischen Hersteller geht inzwischen aber von japanischen und deutschen Herstellern aus, die zur Verhinderung der hohen Zollbelastung Produktionsstätten für „light trucks“ in den USA errichten, z.B. Mercedes-Benz für die M-Klasse in Alabama, Toyota für den „Pick-up“ Tundra in Indiana und unlängst BMW für den Geländewagen X5 in South Carolina.

Die US-Automobilindustrie floriert also nicht zuletzt wegen des hohen Schutzes durch Zölle, ein bemerkenswerter Vorgang. Es überrascht, daß eine reife,

also fast so schwer wie zwei Exemplare der in Deutschland lange umstrittenen Mercedes der S-Klasse.

36) Während der Durchschnittsverbrauch von PKW auf 27,5 Meilen pro Gallone begrenzt ist, dürfen „light trucks“ erheblich mehr verbrauchen, müssen nämlich mit einer Gallone nur 20,7 Meilen weit fahren.

etablierte Industrie eine derart protektionistische Politik durchsetzen konnte, ohne daß von Seiten der Handelspartner der USA massive Proteste folgten. Es erscheint kaum überzogen, diese Handelspolitik als Ausdruck des engen Beziehungsgeflechtes zwischen Industrie und Regierung der USA zu interpretieren, neben dem Finanzsektor eine weitere Facette des amerikanischen „Crony capitalism“.

Während strukturelle Schwächen in der verarbeitenden Industrie der USA nicht grundsätzlich überraschen können, ist der Finanzsektor über jeden Zweifel erhaben, auf den ersten Blick zumindest. Aber bei genauerer Betrachtung zeigen sich auch hier erhebliche Schwächen, die bei einer Krise der US-Ökonomie zu Tage treten werden.

Überspitzt formuliert könnte man behaupten, die USA Ende der 90er Jahre ähnelten Japan Ende der 80er Jahre: Hier wie dort eine boomende Ökonomie mit überbewerteten Aktienmärkten. Natürlich verfügen die US-Banken über eine bessere Eigenkapitalausstattung und realisieren Gewinne, zumindest in der gegenwärtigen konjunkturellen Lage. Aber die US-Banken haben als Ergebnis des raschen Strukturwandels es mit einer sich rasch verschlechternden Risikostruktur ihrer Kreditnehmer zu tun, und hier könnte die Achillesferse der US-Banken bei einem Abschwung liegen.

Die Zunahme der Bedeutung institutioneller Investoren hat dazu geführt, daß Anleger heute auch von den Banken Renditen von 15 bis 20 Prozent des Eigenkapitals erwarten. Solche Renditen sind nicht dadurch zu erwirtschaften, daß Banken Kredite an erstklassige Schuldner vergeben, zumal gerade diese Schuldner sich gerade im Kapitalismus angelsächsischer Prägung sehr viel leichter durch Börsengang oder Aufnahme einer Anleihe

finanzieren können. Die Banken stehen also vor der Frage, wie sie die hohen Erwartungen der Anteilseigner befriedigen. Drei Wege erscheinen gangbar: Banken können ihre Kosten senken, sie können auf neue Geschäftsfelder ausweichen und sie können höhere Risiken akzeptieren. In erster Linie letzteren Weg scheinen viele US-Banken beschritten zu haben. Vor allem Kredite an Schuldner, die in der Vergangenheit in Zahlungsrückstand geraten sind, und Kreditkartenkredite nahmen rasant zu (vgl. *The Economist*, 10.7.1999, S. 83). Das Ende des gegenwärtigen Booms in den USA wird die Schief lagen zahlreicher US-Banken rasch offenlegen, prognostiziert der *Economist*.

Anders als beispielsweise in Südostasien sind jedoch bereits heute die Warnungen vor einer Krise in den USA nicht zu überhören. Folgende Punkte gelten als kritisch:

– Die US-Aktien sind, sowohl bei Berücksichtigung gegenwärtiger und künftiger Profite als auch in historischer Perspektive, zu teuer (vgl. IMF 1999, S. 22). Ein deutliche Korrektur um 20 bis 30 Prozent erscheint immer wahrscheinlicher, wenngleich eine Prognose des Termins selbstredend nicht möglich ist.³⁷

– Die Konsumenten in den USA haben in den vergangenen Jahren ihren Konsum zu einem erheblichen Teil aus den Vermö-

37) Ed Yardeni, Chefökonom der Deutschen Bank in New York, sieht nur zwei Szenarien für die US-Ökonomie: Entweder werde die US-Notenbank durch steigende Inflationsraten zu Zinserhöhungen gezwungen, die zum Einbruch an der Wall Street führen, oder die privaten Anleihemärkten würden für höhere Anleiherenditen sorgen, was ebenfalls zu einem Einbruch der Aktienmärkte führen würde und im Ergebnis eine deutliche Reduzierung des Konsums mit sich brächte (vgl. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 9.7.1999, S. 27).

genszuwachsen ihrer Anlagen finanziert. Da der private Verbrauch etwa zwei Drittel der Nachfrage der US-Ökonomie ausmacht, würde auch eine geringe Abnahme des privaten Verbrauchs erhebliche Konsequenzen auf die US-Konjunktur haben.

– Die Sparquote der privaten Haushalte ist stark gesunken. Zwar ist die Bruttosparquote von privaten Haushalten, Unternehmen und der öffentlichen Hand in den 90er Jahren relativ stabil geblieben. Dies liegt jedoch vor allem darin begründet, daß die öffentlichen Haushalte sowohl geringere Ausgaben als auch höhere Einnahmen aufwiesen. 1993 machte die Neuverschuldung der öffentlichen Haushalte in den USA noch 3,6% des BIP aus, während 1998 ein Überschuß von 1,6% des BIP erwartet wurde (OECD 1998b, S. 220). Die Nettosparquote der privaten Haushalte und der Unternehmen verschlechtert sich seit 1993 und weist heute einen Fehlbetrag von etwa 5% des BIP auf (vgl. IMF 1999, S. 58). Ermöglicht wird diese Entwicklung durch die Ersparnis der öffentlichen Hand sowie durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland (vgl. IMF 1999, S. 59).

– Damit liegen die Risiken dieser Entwicklung auf der Hand: Eine Abnahme der Kapitalzuflüsse würde diese Entwicklung ebenso beenden wie eine Ausweitung der öffentlichen Ausgaben, z.B. bei einer deutlichen Rezession.

Der IWF hat die Entwicklungen in den USA, Großbritannien, Japan sowie in Schweden und Finnland miteinander verglichen. Das besondere Augenmerk galt dem Verhältnis von privater und öffentlicher Ersparnis sowie dem Zufluß von Kapital aus dem Ausland. Festgestellt wurde, daß sowohl in Großbritannien (bis 1990) als auch in Japan (bis 1991) und in Finnland und Schweden (bis 1990) Phasen

des dynamischen wirtschaftlichen Aufschwungs korrelierten mit Rückgängen der privaten Ersparnis. Der Ausgleich erfolgte, wie heute in den USA, durch öffentliche Ersparnis und Kapitalzuflüsse. Nach dem Ende des Booms kehrten sich die Verhältnisse um: Private Haushalte und Unternehmen erhöhten ihre Ersparnis und öffentliche Haushalte rutschten ins Defizit. „As in the United States now, declines in private saving rates in these countries were offset by higher public sector saving that helped to limit the deterioration in national saving and the current account. Imbalances in these countries – including asset price bubbles – were corrected by sharp increases in net saving rates and culminated in significant recessions“ (IMF 1999, S. 59).

Wenngleich der IWF keinen Finanzkrach in den USA prognostiziert, so weist er unmißverständlich auf die Verwundbarkeit der US-Ökonomie hin. Der Rückgang der privaten Ersparnis sei ohne Beispiel in der Nachkriegsgeschichte der USA, und das Ergebnis sei eine Zunahme der Gefahren sowohl für die US-Konjunktur als auch für die Weltwirtschaft. Falls es nicht zu einem allmählichen Anstieg der privaten Ersparnis kommen sollte, erwartet der IWF keine weiche Landung der US-Ökonomie, sondern ein unerwartet heftiges Ende des Booms. In diesem alternativen Szenario werden deutliche negative Konsequenzen für das weltweite Wachstum sowie eine Umkehr des US-Leistungsbilanzsaldos prognostiziert (vgl. IMF 1999, S. 64).

Weder die USA noch Europa sind derzeit auf eine harte Landung der US-Ökonomie vorbereitet. Damit wächst das Risiko eines scharfen Konfliktes bei Ausbruch der Krise.

5.3.2. Barrieren der Kooperation zwischen den USA und Europa

Europa und die USA sind heute die entscheidenden Akteure in der Weltwirtschaft. Eine Reform des globalen Währungs- und Finanzsystems hängt entscheidend von der Bereitschaft dieser beiden Akteure ab, eine Stabilisierung des gegenwärtigen Systems erreichen zu wollen. Bislang haben die beiden Supermächte es nicht geschafft, ernstzunehmende Vorschläge zur Lösung der internationalen Finanzkrisen und zur Stabilisierung von Kapitalströmen vorzulegen, von einer Implementierung ganz zu schweigen (vgl. Bergsten 1999, S. 22).

Verantwortlich für diese Entwicklung sind aber nicht nur bestimmte Interessengruppen in den USA und in Europa, die von Maßnahmen zur Re-Regulierung von Finanzmärkten Nachteile zu erwarten hätten. Im Mittelpunkt der Analyse muß vielmehr die Untersuchung des transatlantischen Verhältnisses stehen. Immer mehr Beobachter sehen hier die Entwicklung einer Krise (vgl. z. B. Bergsten 1999; Czempel 1999; Pfaff 1998).

Die Vorschläge zu einer transatlantischen Kooperation in Hinblick auf die Stabilisierung des Euro-Dollar-Wechselkurses habe ich bereits vorgestellt (vgl. Abschnitt 4.1.). Der Realisierung eines solchen Projektes stehen aber weniger ökonomische, sondern politische Probleme im Weg. Ursache dafür ist die beginnende Konkurrenz zwischen alter Hegemonialmacht USA und dem allmählich an Bedeutung gewinnenden Europa. Die alte Welt ist schon heute ökonomisch gesehen bedeutender als die USA. Diese Entwicklung wird aber in den USA bislang kaum zur Kenntnis genommen. Eine Zusammenarbeit zur Stabilisie-

rung der Wechselkurse zwischen den Notenbanken Amerikas und Europas kann aber nur dann funktionieren, wenn die Partner fähig und bereit sind zu diesem **politischen** Projekt. Die Europäer, an supranationale Kooperation gewohnt, mögen zu einem solchen Schritt in der Lage sein, die Amerikaner sind es gegenwärtig gewiß nicht. Dies ist zum einen Ausdruck einer Präferenz für einen sehr weitgehenden ökonomischen Liberalismus, zum anderen haben die Amerikaner auch kaum Erfahrungen in der partnerschaftlichen Kooperation. Die USA leben, wegen der uneingeschränkten militärischen Hegemonie, aber auch wegen der noch immer florierenden Ökonomie, in einer Art "hegemonialer Illusion" und unterschätzen die sich entwickelnde europäische Konkurrenz, zumindest bislang.

Zugleich fällt es den Akteuren in der EU noch immer recht schwer, ihre Positionen zu vereinheitlichen und diese gegenüber den USA zu vertreten. Ohne Zweifel mehren sich gerade in der letzten Zeit die Zeichen für die Entwicklung einer einheitlicheren EU-Außenpolitik. So sind sowohl die von einer Initiative europäischer Politiker getragene Beendigung des Kosovo-Krieges als auch die Schaffung eines Sprechers für die gemeinsame Außen- und Sicherheitspolitik der EU Schritte in die richtige Richtung. Gleichwohl ist unübersehbar, daß der Weg hin zur Formulierung einer gemeinsam formulierten und von allen Akteuren mitgetragenen EU-Außenpolitik noch recht lang sein wird.

Ungeachtet dessen hat ein transatlantisches Kooperationsprojekt eine hohe Bedeutung für die Stabilisierung der transatlantischen Beziehungen. Wenngleich dieses Vorhaben gegenwärtig nur schwer realisierbar erscheint, so ist es dennoch ein

reizvolles Projekt. Denn es trifft den Kern der gegenwärtigen transatlantischen Probleme. Ernst-Otto Czempiel hat zu Recht darauf hingewiesen, daß die transatlantischen Beziehungen schlechter sind als es den Anschein hat. Dafür sind eine Reihe von Gründen verantwortlich, vor allem aber fehlt es an einer nicht-militärischen Institution der transatlantischen Zusammenarbeit (Czempiel 1999, S. 15; vgl. auch Spanger 1999, S. 139). Die Etablierung einer Zielzone für den Wechselkurs von Euro und Dollar könnte ein erster Pfeiler der nicht-militärischen europäisch-amerikanischen Kooperation nach dem Ende des Kalten Krieges sein.³⁸

6. Drei Pfade der künftigen Entwicklung der Weltwirtschaft

Was gestern Südost- und Ostasien traf, kann sich morgen in den USA und Europa wiederholen. Die USA sind aufgrund der geschilderten Schwächen gegenwärtig allerdings deutlich stärker gefährdet als die EU.

Wir stehen heute, darauf hat Paul Krugman in „Foreign Affairs“ hingewiesen, möglicherweise vor einer Wiederholung des Dramas der Großen Depression. Krugman fragt nach den Gründen der jüngsten Krisen und stellt fest:

“The answer is that the world became vulnerable to its current travails not because economic policies had not been reformed, but because they had. Around

38) Notwendig wäre zunächst ein Politikwandel in den USA, der für die USA aber erhebliche Vorteile mit sich brächte. Huntington hat darauf hingewiesen, daß ein Wandel der Außenpolitik der USA auch einen starken Abbau des Drucks auf die Außenpolitik zur Folge hätte (vgl. Huntington 1999, S. 49).

the world countries responded to the very real flaws in post-Depression policy regimes by moving back to a regime with many of the virtues of pre-Depression free-market capitalism. However, in bringing back the virtues of old-fashioned capitalism, we also brought back some of its vices, most notably a vulnerability both to instability and sustained economic slumps” (P. Krugman 1999a, S. 71)³⁹

Es wäre zu hoffen, daß wir aus den Finanzkrisen der jüngeren Vergangenheit lernen und die Weltfinanzordnung durch geeignete Maßnahmen krisenfester und stabiler machen. Wahrscheinlich ist dies nicht. Die USA leben gegenwärtig in einer Phase der „hegemonialen Illusion“ und tendieren zu einer Überschätzung ihrer Fähigkeiten, während die Europäische Union weder zur Entwicklung geschweige denn zur Implementierung einer kohärenten außenpolitischen Strategie fähig zu sein scheint. Ohne das gemeinsame Handeln dieser beiden Akteure wird es einstweilen keine neue, grundsätzlich veränderte Weltfinanzordnung und damit mehr Sicherheit vor einem neuen, großen Finanzkrach geben.

Zu befürchten ist allerdings, daß die Spannungen zwischen den USA und der EU zunehmen werden. „Clash“ oder „Cooperation“ könnten die transatlantischen Beziehungen prägen. Drei Szenarien sind denkbar:

– „Cooperation“: Die EU und die USA entwickeln sich zu Partnern und kooperie-

39) Manfred Bienefeld hat ebenfalls auf die historische Perspektive hingewiesen. In den 1920er Jahren förderte der Völkerbund nachdrücklich die Liberalisierung der Weltwirtschaft. Aber je mehr dieses Konzept umgesetzt wurde, desto instabiler wurde die globale Ökonomie. Risiken und Chancen nahmen gleichzeitig zu (vgl. Bienefeld 1999, S. 1).

ren sowohl bei der Entwicklung neuer ordnungspolitischer Strukturen der Weltwirtschaft als auch bei der Lösung kurzfristig auftauchender wirtschaftspolitischer Probleme.

– „Clash“: Die EU und die USA geraten in einen immer schwerer zu lösenden grundsätzlichen Konflikt. Schwere Handelskonflikte entwickeln sich. Finanzkrisen weiten sich aus.

– „Muddle Through“: Fallweise kooperieren, fallweise konkurrieren die EU und die USA. Weder kommt es zur Entwicklung eines neuen, großen internationalen Regimes zur Organisation der Weltwirtschaft noch weiten sich die Spannungen zwischen den USA und der EU zu einem massiven Konflikt aus.

Unrealistisch erscheint gegenwärtig vor allem die erste Variante, sehr viel wahrscheinlicher hingegen sind die beiden zuletzt genannten Pfade. Dies wäre nicht nur für die EU und die USA selbst, sondern für die gesamte Weltwirtschaft und vor allem für die schwächeren Akteure in der Weltwirtschaft eine problematische Entwicklung. Es würde bedeuten, daß mit einer Stabilisierung der Weltwirtschaftsordnung bis zum Ausbruch einer großen Krise nicht gerechnet werden kann. Erst wenn eine neue große Depression die Weltwirtschaft über Jahre hinweg geprägt haben würde, wäre mit einem neuen Anlauf zur Re-Regulierung der Finanzmärkte und einem neuen Währungsregime zu rechnen.

Literatur:

- Altwater, Elmar; Mahnkopf, Birgit (1996): Grenzen der Globalisierung. Ökonomie, Ökologie und Politik in der Weltgesellschaft. Münster.
- Bank for International Settlements (BIS) (1998a): 68th Annual Report (1st April 1997-31st March 1998), Basel.
- Bank for International Settlements (BIS) (1998b): International Banking and Financial Market Developments, Basel.
- Bello, Walden (1998): The Asian Financial Crisis: Causes, Dynamics and Prospects. Paper presented at the conference on "Assessing the Asian Crisis: Economics, Politics and Society", University of Manchester, 7.4.1998.
- Bergsten, C. Fred 1999: America and Europe: Clash of the Titans?, in: Foreign Affairs, Vol. 78, No. 2 (March/April 1999), S. 20-34.
- Bhagwati, Jagdish (1998): The Capital Myth. The Difference between Trade in Widgets and Dollars. Foreign Affairs, Vol. 77, No. 3 (May-June 1998), S. 7-12.
- Bienefeld, Manfred (1999): Can Finance be Controlled? Paper presented at the conference „Economic Sovereignty in a Globalising World“, 23.-26. März 1999, Bangkok.
- Camdessus, Michel (1998a): The IMF and its Programmes in Asia. Remarks at the Council on Foreign Relations. New York, 6.2.1998.
- Camdessus, Michel (1998b): The Role of the IMF: Past, present and Future. Remarks at the Annual Meeting of the Bretton Woods Committee [www.imf.org], 13.2.1998.
- Czempiel, Ernst-Otto (1999): Europa und die Atlantische Gemeinschaft. Aus Politik und Zeitgeschichte, B 1-2/99, S. 12-21.
- Diaz-Alejandro, Carlos (1985): Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash. Journal of Development Economics, Vol. 19, S. 1-24.
- Dieter, Heribert (1998a): Die Asienkrise: Ursachen, Konsequenzen und die Rolle des Internationalen Währungsfonds. Marburg.
- Dieter, Heribert (1998b): Im Tandem zu mehr Stabilität? Der Euro und die Chancen für eine transatlantische Währungs Kooperation. FREITAG, Nr. 19, 1.5.1998, S. 7.
- Dieter, Heribert; Higgott, Richard (1998): Verlierer Japan, Gewinner China? Außenpolitische Konsequenzen der Asienkrise. Internationale Politik, (Oktober 1998), S. 45-52.
- DIW (1998): Finanzkrise in Asien: Realistische Währungspolitik erforderlich. Wochenbericht 26/1998, S. 453-462.
- Eichengreen, Barry (1998): Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly? Mimeo, November 1998.
- Feldstein, Martin (1999): A Self-Help Guide for Emerging Markets. Foreign Affairs, Vol. 78, No. 2 (March/April 1999), S. 93-109.
- Filc, Wolfgang 1998: Mehr Wirtschaftswachstum durch gestaltete Finanzmärkte. Nationaler Verhaltenskodex und internationale Kooperation, in: Internationale Politik und Gesellschaft, 1/1998, S. 22-38.
- Fischer, Stanley (1998a): The Asian Crisis. A View from the IMF. Address at the Midwinter Conference of the Bankers Association for Foreign Trade. Washington, D.C., 22.1.1998.
- Fischer, Stanley (1998b): Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF. Essays in International Finance, No. 207 (May 1998). Department of Economics, Princeton University, S. 1-11.
- Fischer, Stanley (1998c): In Defense of the IMF. Foreign Affairs, 77 (July/August 1998) 4, S. 107-111.

- Frankel, Jeffrey A. (1999): The International Financial Architecture. Brookings Policy Brief No. 51, June 1999.
- Garten, Jeffrey E. (1999): Lessons for the Next Financial Crisis. *Foreign Affairs*, Vol. 78, No. 2 (March/April 1999), S. 76-92.
- Gruen, Fred (1991): The Growth of Australia's Foreign Debt. Mimeo.
- Harris, Stuart (1999): The Regional Response in Asia-Pacific and its Global Implications. Paper presented at the CSGR 3rd Annual Conference: After the Global Crises: What next for Regionalism? University of Warwick, 16. – 18. September 1999.
- Herr, Hansjörg (1999): Finanzströme und Verschuldung. In: Hauchler, Ingomar, Messner, Dirk; Nuscheler, Franz (Hrsg.): *Globale Trends 2000*. Frankfurt (i.E.).
- Higgott, Richard (1998a): Shared Response to the Market Shocks? *The World Today*, (January 1998), S. 4-6.
- Higgott, Richard (1998b): The Asian Economic Crisis: A Study in the Politics of Resentment. Mimeo.
- Huffschnid, Jörg 1998: Die Spielregeln der Finanzmärkte. Hintergründe der Asienkrise und Wege zu ihrer Überwindung. *Blätter für deutsche und internationale Politik*, 8/98, S. 962-973.
- Huntington, Samuel P. 1999: The Lonely Superpower. *Foreign Affairs*, Vol. 78, No. 2 (March/April 1999), S. 35-49.
- IMF (International Monetary Fund) (1997a): *World Economic Outlook*, December 1997.
- IMF (International Monetary Fund) (1999): *World Economic Outlook*, May 1999.
- International Monetary Fund (IMF 1997): *World Economic Outlook*. Washington: May 1997.
- International Monetary Fund (IMF 1998a): The IMF's Response to the Asian Crisis, April 1998. Washington. Veröffentlicht im Internet [www.imf.org].
- International Monetary Fund (IMF 1998b): *Directions of Trade Statistics*. March 1998. Washington.
- Jochimsen, Reimund 1998: Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion im globalen Kontext, Vortrag am 12.11.1998 in Rüslikon/Schweiz.
- Katzenstein, Peter (1999): Regionalism and Asia. Paper presented at the CSGR 3rd Annual Conference: After the Global Crises: What next for Regionalism? University of Warwick, 16. – 18. September 1999.
- Kelly, Paul (1994): *The End of Certainty. Power, Politics and Business in Australia*. Allen & Unwin.
- Khor, Martin (1999): Why Capital Controls and International Debt Restructuring Mechanisms are Necessary to Prevent and Manage Financial Crisis. Paper presented at the conference "Economic Sovereignty in a Globalising World", Bangkok, 23.-26. März 1999.
- Köhler, Claus 1998: Spekulation contra Entwicklungspolitik: Eine Analyse der ostasiatischen Währungskrise. *Internationale Politik und Gesellschaft*, Nr. 2/98, S. 191-204.
- Krauss, Ellis (1999): Japan-US-Relations and the Emergence of Multilateralism in Asia. Paper presented at the CSGR 3rd Annual Conference: After the Global Crises: What next for Regionalism? University of Warwick, 16. – 18. September 1999.
- Krugman, Paul (1998a): *Currency Crisis*. Mimeo [www.web.mit.edu]. Februar 1998
- Krugman, Paul (1998b): Will Asia bounce back? Speech for Credit Suisse First Boston, Hong Kong [www.web.mit.edu], März 1998.
- Krugman, Paul (1999a): The Return of Depression Economics. *Foreign Affairs*,

- Vol. 78, No. 1 (January/February 1999), S. 56-74.
- Krugman, Paul (1999b): A Dollar Crisis? August 1999. Mimeo.
- Lincoln, Edward (1998): Japan's Financial Mess. *Foreign Affairs*, 77 (May/June 1998) 3, S. 57-66.
- Link, Werner (1998): Die Neuordnung der Weltpolitik. Grundprobleme globaler Politik an der Schwelle zum 21. Jahrhundert. München.
- Mahathir, Mohamad (1998): Future of Asia in a Globalised and Deregulated World. Speech at the Conference "The Future of Asia", Tokyo, 4.6.1998.
- McDougall, Derek (1999): Australia and Asia Pacific Security Regionalism: the Changing Situation in the Late 1990s. Paper presented at the CSGR 3rd Annual Conference: After the Global Crises: What next for Regionalism? University of Warwick, 16. – 18. September 1999.
- Nadal-De Simone, Franzisco; Sorsa, Piritta (1999): A Review of Capital Account Restrictions in the 1990s. IMF Working Paper 99/52 (April 1999).
- Nunnenkamp, Peter (1998): Dealing with the Asian Crisis. IMF Conditionality and Implications in Asia and Beyond. *Inter-economics*, (March/April 1998), S. 64-72.
- OECD 1998a: Economic Outlook, June 1998.
- OECD 1998b: Economic Outlook, December 1998.
- Park, Sung-Hoon (1999): Open Regionalism of APEFC: Concepts, Recent Developments and Options for the 21st Century. Paper presented at the CSGR 3rd Annual Conference: After the Global Crises: What next for Regionalism? University of Warwick, 16. – 18. September 1999.
- Pfaff, William (1998): The Coming Clash of Europe with America. *World Policy Journal*, Winter 1998/99, S. 1-9.
- Phillips, Nicola (1999): Rethinking Regionalism? Governance after Financial Crisis. Paper presented at the CSGR 3rd Annual Conference: After the Global Crises: What next for Regionalism? University of Warwick, 16. – 18. September 1999.
- Reszat, Beate (1999): Currency Trading and International Financial Instability. *Inter-economics*, March/April 1999, S. 64-71.
- Sachverständigenrat 1999: Jahresgutachten 1998/99. Stuttgart.
- Schmidt, Helmut 1998: Der globale Irrsinn. Nicht Rußland, aber das heiße Geld der Spekulanten kann eine weltweite Wirtschaftskrise auslösen. *DIE ZEIT*, 3.9.1998, S. 1.
- Schnabl, Gunther; Starbatty, Joachim (1998): Im Strudel der japanischen Krise. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 22.8.1998, S. 13.
- Shultz, George; Simon, William E.; Wriston, Walter B. (1998): Who needs the IMF? *The Wall Street Journal*, 3.2.1998.
- Skidelsky, Robert (1998): The real problem with capitalism is the markets. *The Independent Weekend Review*, 24.10.1998, S. 7.
- Spanger, Joachim (1999): Der Euro und die transatlantischen Beziehungen. Ein geökonomische Perspektive. *Internationale Politik und Gesellschaft*, 2/99, S. 130-142.
- Stiglitz, Joseph (1998a): Sound Finance and Sustainable Development in Asia. Address to the Asia Development Forum. Manila, 12.3.1998.
- Stiglitz, Joseph (1998b): Towards a New Paradigm for Development: Strategies, Policies, and Processes. Prebisch Lecture given at UNCTAD, 19.10.1998.
- Strange, Susan (1998): *Mad Money. When Markets Outgrow Governments*. Ann Arbor: The University of Michigan Press.

Stützel, Wolfgang (1958): Volkswirtschaftliche Saldenmechanik. Ein Beitrag zur Geldtheorie. Tübingen.

SVR (Sachverständigenrat) (1998): Vor weitreichenden Entscheidungen. Jahrgutachten 1998/99. Stuttgart.

Tietmeyer, Hans (1999a): Chancen und Grenzen für die internationale Kooperation im Bereich von Währung und Finanzmärkten. Vortrag in der Reihe „Rheingauer Finanzforum“ der European Business School in Oestrich-Winkel am 29.4.1999.

Tietmeyer, Hans (1999b): Luncheon Speech at the Conference „Systemic Risk and Lender of Last Resort Facilities“, Frankfurt, 11.6.1999.

Wade, Robert (1998): Gestalt Shift: From 'Miracle' to 'Cronyism' in the Asian Crisis. Mimeo. August 1998.

Wood, Christopher (1988): Boom and Bust. London: Sidgewick & Jackson.

World Bank 1998: Global Economic Indicators. Washington.