ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Schweickert, Rainer

Book — Digitized Version

Leistungsbilanzentwicklung ausgewählter Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas: Ursachen und wirtschaftspolitische Konsequenzen

Kieler Studien, No. 306

Provided in Cooperation with:
Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Schweickert, Rainer (2000) : Leistungsbilanzentwicklung ausgewählter Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas: Ursachen und wirtschaftspolitische Konsequenzen, Kieler Studien, No. 306, ISBN 3161473647, Mohr Siebeck, Tübingen

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/2414

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

RAINER SCHWEICKERT

Leistungsbilanzentwicklung ausgewählter Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas

Ursachen und wirtschaftspolitische Konsequenzen

391 028 952

KIELER STUDIEN 306
Herausgegeben von Horst Siebert
Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Mohr Siebeck

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Schweickert, Rainer:
Leistungsbilanzentwicklung ausgewählter Schwellenländer Asiens und Lateinamerikas : Ursachen und wirtschaftspolitische Konsequenzen / Rainer Schweickert. - 1. Aufl.. - Tübingen : Mohr Siebeck, 2000
(Kieler Studien ; 306)
ISBN 3-16-147364-7

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel; Mohr Siebeck Tübingen 2000

Alle Rechte vorbehalten. Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es auch nicht gestattet, das Werk oder Teile daraus in irgendeiner Form (Fotokopie, Mikrofilm oder einem anderen Verfahren) zu vervielfältigen oder unter Verwendung elektronischer Systeme zu verarbeiten oder zu verbreiten.

Printed in Germany

ISSN 0340-6989

Vorwort

Südostasien ist anders! Noch bis Mitte des Jahres 1997 durfte man diese Aussage getrost als Konsens bezeichnen, wenn es um die Frage der Anfälligkeit für Leistungsbilanz- und Währungskrisen ging. Nicht dass es in Asien zuvor keine spekulativen Blasen an Aktien- und Immobilienmärkten gegeben hätte, nicht dass es zuvor keine Probleme mit hohen Leistungsbilanzdefiziten gegeben hätte — in jedem Fall gelang es jedoch, die Probleme aus eigener Kraft ohne einen freien Fall der Währung, ohne Kapitalflucht und ohne eine Destabilisierung der Finanzinstitute zu bewältigen.

Ist Südostasien also anders? Die Analyse der Leistungsbilanzen, ihrer Teilkomponenten und ihrer Determinanten seit Anfang der siebziger Jahre sowie der krisenhaften Entwicklungen in den neunziger Jahren, die in dieser Studie für die bedeutendsten lateinamerikanischen und südostasiatischen Schwellenländer vorgenommen wurde, weist nach, dass diese Vermutung in ihrer Absolutheit nicht zu halten ist. Natürlich ist Südostasien anders, wenn es um die langfristige Abhängigkeit von externer Finanzierung und um die Flexibilität der Wirtschaft geht. Nicht umsonst sind die asiatischen Krisenländer bereits gut zwei Jahre nach dem Höhepunkt der Krise schon wieder auf dem Weg zu rekordverdächtigen Wachstumsraten. Aber Südostasien ist nicht anders, wenn es um die Erklärungen für krisenhafte Entwicklungen der Leistungsbilanz geht, und — vor wenigen Jahren hätte man diesen Satz wohl nicht geschrieben — Südostasien hätte von den lateinamerikanischen Erfahrungen sehr viel lernen können.

Diese Schlussfolgerungen legen die vergleichenden Länderanalysen in dieser Studie nahe, indem — weniger anspruchsvoll — darauf verzichtet wird, optimale Zustände zu beschreiben, dafür aber — wirtschaftspolitisch erfolgversprechender — Risikopositionen analysiert werden. Ob ein Leistungsbilanzdefizit nicht optimal, zu hoch oder nicht durchhaltbar ist, entscheiden letztlich die Kapitalmärkte aufgrund von Erwartungen, über die es aus heutiger Sicht keine konsensfähigen Modelle gibt. Hohe Leistungsbilanzdefizite stellen jedoch vor dem Hintergrund einer hohen Kapitalmobilität auf globalisierten Finanzmärkten grundsätzlich ein Risiko dar, das durch eine unzureichende Risikovorsorge im monetären Bereich virulent wird. Dementsprechend lässt sich zwar keine optimale, aber doch eine risikominimierende Strategie ableiten. Die wichtigsten Thesen hierzu finden sich, zur besseren Orientierung für den Leser, in der Einleitung; sie werden im Anschluss an die Analyse ausführlich begründet.

Grundlage dieser Studie war ein Forschungsauftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft zum Thema *Leistungsbilanzentwicklungen in ausgewählten Schwellenländern Asiens, Lateinamerikas sowie in Mittel- und Osteuropa — Ursachen*

und wirtschaftspolitische Konsequenzen, der zwischen dem Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel und dem Institut für Wirtschaftsforschung in Halle geteilt wurde. Der Forschungsauftrag wurde im August 1999 abgeschlossen. Der Autor bedankt sich bei den Teilnehmern des im Rahmen des Forschungsauftrags vom IWH durchgeführten Workshops *Leistungsbilanzentwicklung in mittel- und osteuropäischen Ländern — Ursachen, Übertragungsmechanismen und wirtschaftspolitische Konsequenzen*, insbesondere bei Karlhans Sauernheimer und Dieter Bender, für wertvolle Anregungen, bei Rolf J. Langhammer für die kritische Begleitung der Projektarbeit, bei Michaela Rank für die Unterstützung der empirischen Arbeit und bei Gretel Glissmann und Christiane Yildiz für das Erstellen zahlreicher Versionen des Manuskripts. Die redaktionelle Überarbeitung des Manuskripts lag bei Korinna Werner-Schwarz und Ute Heinecke in den besten Händen.

Kiel, im April 2000 Horst Siebert

Inhalt

A. Einleitung und Ergebnisse 1

B. Währungskrisen in Asien und Lateinamerika in den neunziger Jahren im Vergleich 4

I. Makroökonomisches Ungleichgewicht, realer Wechselkurs und Währungskrisen 4

II. Verlauf und Ursachen der Währungskrisen in Asien und Lateinamerika 10

III. Zwischenresümee 33

C. Determinanten der langfristigen Leistungsbilanzentwicklung in ausgewählten Ländern Asiens und Lateinamerikas 37

I. Komponenten und Determinanten der Leistungsbilanzen 37

II. Realer Wechselkurs und Exportwachstum 55

III. Realer Wechselkurs und Wirtschaftswachstum 59

D. Wirtschaftspolitik und Leistungsbilanzentwicklung 65

I. Chile 65

II. Argentinien 71

III. Mexiko 75

IV. Brasilien 80

V. Thailand 87

VI. Malaysia 91

VII. Korea 95

VIII. Taiwan 98

E. Zusammenfassung und wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen . 104

I. Die Währungskrisen der neunziger Jahre 104

II. Die langfristige Leistungsbilanzentwicklung 106

III. Wirtschaftspolitik und Leistungsbilanzentwicklung 109

IV. Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen 112

V. Möglichkeiten externer Unterstützung 116

Literatur 118

Schlagwortregister 122

Verzeichnis der Tabellen

Tabelle 1 — Die Komponenten der Leistungsbilanz — Pearson-Korrelationskoeffizienten 1970–1996 42

Tabelle 2 — Die Determinanten der Leistungsbilanz — Pearson-Korrelationskoeffizienten 1970–1996 44

Tabelle 3 — Die Determinanten der Leistungsbilanzkomponenten — Pearson-Korrelationsanalyse 1970–1996 46

Tabelle 4 — Staatshaushalt, realer Wechselkurs, Reserveposition und Zahlungsbilanz — Pearson-Korrelationskoeffizienten 1970–1996 51

Tabelle 5 — Realer Wechselkurs und Exportentwicklung — Durchschnitt für Fünfjahreszeiträume 57

Tabelle 6 — Dienstleistungssektor, realer Wechselkurs und Wirtschaftswachstum — Pearson-Korrelationskoeffizienten 1970–1996 61

Verzeichnis der Schaubilder

Schaubild 1 — Leistungsbilanz und realer Wechselkurs 7

Schaubild 2a — Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Asien I 1997–1999 12

Schaubild 2b — Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Asien II 1997–1999 13

Schaubild 2c — Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Lateinamerika 1997–1999 14

Schaubild 3 — Ländergruppen für die Analyse der Währungskrisen der neunziger Jahre 16

Schaubild 4a — Makroökonomische Ungleichgewichte 1: Leistungsbilanz und realer Wechselkurs 1996 18

Schaubild 4b — Makroökonomische Ungleichgewichte 2: Leistungsbilanz und interne Ungleichgewichte 1996 19

Schaubild 5a — Risikoposition 1: Verschuldung 1996 20
Schaubild 5b — Risikoposition 2: Währungsreserven 1996 21
Schaubild 5c — Risikoposition 3: Bankensystem 1996 22
Schaubild 6a — Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Lateinamerika 1994–1996 25
Schaubild 6b — Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Asien I 1994–1996 26
Schaubild 6c — Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Asien II 1994–1996 27
Schaubild 7a — Makroökonomische Ungleichgewichte 1: Leistungsbilanz und realer Wechselkurs 1994 28
Schaubild 7b — Makroökonomische Ungleichgewichte 2: Leistungsbilanz und interne Ungleichgewichte 1994 29
Schaubild 8a — Risikoposition 1: Verschuldung 1994 30
Schaubild 8b — Risikoposition 2: Währungsreserven 1994 31
Schaubild 8c — Risikoposition 3: Bankensystem 1994 32
Schaubild 9 — Die Real-Krise — Leistungsbilanz, realer Wechselkurs und Staatsbudget in Brasilien 1994–1998 35
Schaubild 10 — Entwicklung der Leistungsbilanzsalden in acht lateinamerikanischen und asiatischen Ländern 1970–1996 39
Schaubild 11 — Entwicklung der Leistungsbilanzsalden ohne Handel in acht lateinamerikanischen und asiatischen Ländern 1970–1996 40
Schaubild 12 — Entwicklung der Exportquoten in acht lateinamerikanischen und asiatischen Ländern 1970–1996 56
Schaubild 13 — Realer Wechselkurs und der Markt für nichtgehandelte Güter 60
Schaubild 14 — Entwicklung der effektiven realen Wechselkurse in acht lateinamerikanischen und asiatischen Ländern 1970–1996 62
Schaubild 15 — Realer Wechselkurs und Dienstleistungssektor 1970–1996 63
Schaubild 16 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Chile 1970–1996 66

Schaubild 17 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Argentinien 1970–1996 72

Schaubild 18 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Mexiko 1970–1996 76

Schaubild 19 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Brasilien 1970–1996 81

Schaubild 20 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Thailand 1970–1996 88

Schaubild 21 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Malaysia 1970–1996 92

Schaubild 22 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und Politikvariablen in Korea 1970–1996 96

Schaubild 23 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Taiwan 1970–1996 99

A. Einleitung und Ergebnisse

Ausgangspunkt für die Analyse von Zahlungsbilanz- und Währungskrisen ist die Tatsache, dass der reale Wechselkurs einerseits eine zentrale Rolle bei der Bestimmung des gesamtwirtschaftlichen und insbesondere des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts spielt, dass das Gleichgewichtsniveau dieser zentralen makroökonomischen Variablen andererseits jedoch kaum zu bestimmen ist. Deshalb wird es vor dem Ausbruch von Krisen auch kaum möglich sein, eine Fehlbewertung eindeutig zu identifizieren. Wäre dies möglich, so wäre die Frage nach dem optimalen Wechselkursregime beantwortet: die Festlegung von Zielzonen für den realen Wechselkurs (Williamson 1985). Dadurch könnte sich der reale Wechselkurs anpassen, ohne übermäßig zu schwanken; das Wechselkursregime wäre hinsichtlich realwirtschaftlicher Anpassungen neutral und somit optimal (Stockman 1983, 1988).

Notwendig wäre hierzu jedoch die simultane Bestimmung des internen Gleichgewichts (Nachfrage gleich Angebot an inländischen Gütern) und des externen Gleichgewichts (finanzierbares Leistungsbilanzdefizit). Die schlechte Prognosefähigkeit struktureller Wechselkursmodelle und die Tatsache, dass kein Konsens über das richtige Wechselkursmodell herrscht (Gaab 1990), lässt erhebliche Unsicherheiten bei den Marktteilnehmern über die Divergenz zwischen der Zielgröße und dem Gleichgewichtswert erwarten, und die Glaubwürdigkeit des Wechselkurssystems wäre somit kaum gewährleistet. Für Entwicklungs- und Transformationsländer gilt dies wohl noch mehr als für Industrieländer (Schweickert 1993a: 63–66).

Die Unsicherheit über den Gleichgewichtskurs lässt sich regelmäßig im Vorlauf zu Währungskrisen beobachten. Letztlich haben definitionsgemäß immer diejenigen recht, die ex post behaupten, der reale Wechselkurs sei überbewertet gewesen; diese Einschätzung ist aber vor der Krise heftig umstritten, solange keine Anzeichen für interne oder externe Ungleichgewichte feststellbar sind. Dies liegt in der Regel daran, dass ein Kapitalzustrom bis zum Ausbruch der Krise für zumindest stabile Devisenreserven sorgt oder diese sogar steigen lässt. Es besteht also noch kein externes Ungleichgewicht, das sich anhand fallender Devisenreserven identifizieren ließe. Versiegt der Kapitalstrom, so entsteht ein externes Ungleichgewicht; Devisen fließen ab, und die Währung ist nun unbestritten überbewertet. Eine Prognose des Gleichgewichtswertes für den realen Wechselkurs setzt somit notwendigerweise eine Prognose der Kapitalströme voraus. Letztere ist jedoch kaum möglich.

In Kapitel B werden diese Zusammenhänge anhand der Diskussion der unterschiedlichen Ursachen sowie der Gemeinsamkeiten der Währungskrisen in Asien

und Lateinamerika in den neunziger Jahren untersucht. Die grundsätzliche These ist dabei, dass es sinnvoller ist, von Risikopositionen zu sprechen als von Fehlbewertungen. Ob sich dieses Risiko in einer Krise manifestiert, ist zunächst unsicher; denn in jedem Krisenfall werden länderspezifische Faktoren virulent, die die Krise auslösen.

Bei den vergleichenden Analysen stehen die asiatische Währungskrise ausgehend von Thailand (1997/98) und die lateinamerikanischen Währungskrisen ausgehend von Mexiko und Brasilien (1994/95 bzw. 1999) im Mittelpunkt. Verglichen werden drei Ländergruppen:

Asien I:	Thailand, Malaysia, Indonesien, Philippinen
Asien II:	Korea, Taiwan, Hongkong, Singapur
Lateinamerika:	Mexiko, Argentinien, Brasilien, Chile

Somit werden in Kapitel B zunächst alle asiatischen Tigerstaaten mit Ausnahme des Transformationslandes China einbezogen.

In Kapitel C wird dann die langfristige Entwicklung (1970–1996) der Leistungsbilanzen mit Hilfe von Korrelationsanalysen und eines Vergleichs langfristiger Trends untersucht. Im Mittelpunkt der Untersuchung stehen dabei die beiden Politikvariablen „Staatshaushalt" und „realer Wechselkurs". Das Ländersample wird gegenüber der kurzfristigen Analyse verkleinert, um die Vergleichbarkeit der untersuchten Länder zu gewährleisten. Deshalb werden die asiatischen Länder mit relativ geringem Einkommensniveau (Indonesien, Philippinen) sowie die asiatischen Stadtstaaten (Hongkong, Singapur) nicht mehr betrachtet. Es werden also nur noch zwei Ländergruppen unterschieden:

Lateinamerika:	Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko
Asien:	Korea, Malaysia, Taiwan, Thailand

Für die Länder aus diesen beiden Ländergruppen erfolgt in Kapitel D eine Synthese der Analysen zur kurz- und langfristigen Leistungsbilanzentwicklung mit Hilfe von Länderanalysen über den Zusammenhang zwischen Wirtschaftspolitik und Leistungsbilanzentwicklung seit 1970.

Die Ergebnisse der Kapitel B–D und die wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen lassen sich mit Hilfe von fünf Thesen zusammenfassen:

These 1: Der reale Abwertungsbedarf im Krisenfall hängt kurzfristig nicht von der Abweichung des realen Wechselkurses von seinem Gleichgewichtswert ab, sondern vom Leistungsbilanzdefizit sowie von Risiken in den Bereichen Verschuldung, Währungsreserven und Bankensektor.

These 2: Seit Anfang der siebziger Jahre wird die Leistungsbilanzentwicklung der lateinamerikanischen Länder vor allem vom realen Wechselkurs, die

der asiatischen Länder vor allem vom Staatshaushalt bestimmt. Die Exportdynamik der asiatischen Länder resultiert weniger aus einer Abwertungsstrategie als vielmehr aus der Stabilität des realen Wechselkurses.

These 3: Drei Ursachenkomplexe für hohe Leistungsbilanzdefizite können unterschieden werden: Inflation in Verbindung mit einem festen Wechselkurs, externe Schocks in Verbindung mit Verschuldungsstrategien und die Öffnung der Kapitalmärkte in Verbindung mit schwachen internen Kapitalmärkten. Unabhängig von ihrer Ursache treten Anpassungsprobleme bei einer Umkehr der Kapitalströme auf.

These 4: Optimale Strategien hinsichtlich der Leistungsbilanz gibt es nicht. Identifizieren lässt sich aber eine risikominimierende Strategie, mit der Taiwan in den letzten Jahrzehnten Leistungsbilanz- und Währungskrisen vermieden hat: Stabilisierung des realen Wechselkurses, Förderung der Ersparnisbildung, Exportorientierung, Vermeidung von strukturellen Staatsdefiziten, Vermeidung wirtschaftlicher Konzentration, Regulierung des Kapitalverkehrs und des heimischen Kapitalmarktes.

These 5: Möglichkeiten zur externen Unterstützung einer risikominimierenden Wirtschaftspolitik ergeben sich in den Bereichen Handelspolitik, internationaler Kapitalverkehr sowie im Rahmen technischer Hilfeleistungen.

Ausführliche Begründungen zu diesen Thesen enthalten die fünf Abschnitte von Kapitel E.

B. Währungskrisen in Asien und Lateinamerika in den neunziger Jahren im Vergleich

I. Makroökonomisches Ungleichgewicht, realer Wechselkurs und Währungskrisen

Währungskrisen sind dadurch gekennzeichnet, dass ein Leistungsbilanzdefizit sowohl bei gegebenem Wechselkurs als auch nach einer Wechselkursanpassung nicht mehr durch einen entsprechenden Nettozufluss an Kapital aus dem Ausland finanziert werden kann. Die Begriffe Leistungsbilanzkrise und Währungskrise werden im Folgenden deshalb synonym verwendet. Aus diesem Zusammenhang ergibt sich auch, dass eine Währungskrise durch ein makroökonomisches Ungleichgewicht verursacht wird. Dieses ist jedoch — wie in der Einleitung dargelegt — nicht eindeutig mit einer Überbewertung bzw. mit einer Aufwertung des realen Wechselkurses verknüpft.

Der Zusammenhang zwischen makroökonomischem Ungleichgewicht und realem Wechselkurs wird im Folgenden theoretisch mit Hilfe des so genannten australischen Modells (Corden 1991) und empirisch am Beispiel der lateinamerikanischen und asiatischen Währungskrisen in den neunziger Jahren erläutert. Das australische Modell eignet sich am besten, das Konzept des realen Wechselkurses einzuführen und gleichzeitig eine Klärung der in der Literatur oft vorzufindenden Begriffskonfusion zwischen realer Aufwertung und Überbewertung herbeizuführen. Gleichung [1] zeigt zunächst die Kaufkraftparitätendefinition des realen Wechselkurses, die vor allem für die praktische Gestaltung der Wechselkurspolitik von Bedeutung ist:

[1] $$\hat{R} = \hat{N} - (\hat{P} - \hat{P}^*),$$

wobei	R	=	realer Wechselkurs
	N	=	nominaler Wechselkurs (Preisnotierung)
	P	=	inländisches Preisniveau in inländischer Währung
	P^*	=	ausländisches Preisniveau in ausländischer Währung
	^	=	Wachstumsraten.

Eine reale Aufwertung ($\hat{R} < 0$) findet demnach statt, wenn die nominale Abwertungsrate ($\hat{N}$) geringer ausfällt als die Inflationsdifferenz zwischen Inland ($\hat{P}$) und Ankerwährungsland ($\hat{P}^*$). Inhaltlich bedeutet dies, dass die inländischen Produkte relativ teurer werden. Umformung [1'] verdeutlicht dies:

[1'] $\hat{R} = (\hat{N} + \hat{P}^*) - \hat{P}$.

Fällt die nominale Abwertung geringer aus als die Inflationsdifferenz, so erhöhen sich die Preise der ausländischen Güter ($\hat{N} + \hat{P}^*$) weniger als die Preise der inländischen Güter ($\hat{P}$). Wie dies geschieht, zeigt die Relativpreisdefinition des realen Wechselkurses in [2]:[1]

[2] $\hat{R} = \hat{P}_T - \hat{P}_N = (\hat{P}_T^* + \hat{N}) - \hat{P}_N$,

wobei P_T = Preise der gehandelten Güter in inländischer Währung
P_T^* = Preise der gehandelten Güter in ausländischer Währung
P_N = Preise der nichtgehandelten Güter in inländischer Währung.

Demnach findet eine reale Aufwertung dann statt, wenn sich die Preise der gehandelten Güter weniger stark erhöhen als die Preise der nichtgehandelten Güter. Dem liegt die Annahme eines kleinen Landes zugrunde. Ist ein Land klein in dem Sinne, dass es die Preise seiner Export- und Importgüter nicht beeinflussen kann, so ergeben sich die Preisveränderungen der gehandelten Güter (der ausländischen Güter nach der Kaufkraftparitätendefinition) durch die Veränderungen der Weltmarktpreise und des nominalen Wechselkurses, mit dem sie in einheimische Währung umgerechnet werden ($P_T^* + \hat{N}$). Sind beide Größen gegeben, dann können Preisveränderungen der inländischen relativ zu den ausländischen Gütern nur über Veränderungen der Preise für nichtgehandelte Güter (z.B. Arbeit und Dienstleistungen) bewerkstelligt werden.

Der reale Wechselkurs — definiert als das Preisverhältnis zwischen gehandelten und nichtgehandelten Gütern — ist eine zentrale Determinante im realwirtschaftlichen Entwicklungsprozess. Er beeinflusst sowohl die Produktionsstruktur als auch die Nachfragestruktur und damit indirekt den Handelsbilanzsaldo. Nur ein gleichgewichtiger realer Wechselkurs garantiert sowohl internes Gleichgewicht (die nichtgehandelten Güter werden vollständig nachgefragt) und externes Gleichgewicht (die Überschussnachfrage nach gehandelten Gütern, also der Importüberschuss, wird durch Kapitalzuflüsse gedeckt). Kennzeichen einer Volkswirtschaft im realwirtschaftlichen Gleichgewicht sind dann Vollbeschäftigung und eine konstante Reserveposition.

Eine formale Darstellung zeigt Schaubild 1 (Schweickert 1993a; Hossain und Chowdhury 1998). Es handelt sich dabei um eine vereinfachte Darstellung des so genannten Swan-Diagramms. Es zeigt, dass es nur einen Gleichgewichtswert für den realen Wechselkurs gibt, der externes Gleichgewicht mit internem Gleich-

---

1 Unter bestimmten Bedingungen sind Kaufkraftparitäten und Relativpreisdefinition auch formal identisch (vgl. hierzu Heitger 1983).

gewicht vereinbart (R^*). Dies ergibt sich aus der positiven Steigung der Kurve für externes Gleichgewicht — wenn die inländische Absorption steigt, muss der reale Wechselkurs abwerten, um die Nachfrage nach gehandelten Gütern und damit das Leistungsbilanzdefizit konstant zu halten — und der negativen Steigung der Kurve für internes Gleichgewicht — wenn die inländische Absorption steigt, muss der reale Wechselkurs aufwerten, um die Nachfrage nach nichtgehandelten Gütern und damit die Beschäftigung konstant zu halten.

Bezüglich der Zielfunktion für die Geld- und Wechselkurspolitik in Schwellen- und Entwicklungsländern besteht in der Literatur weitgehend Konsens darüber, dass sowohl eine Fehlbewertung des realen Wechselkurses als auch hohe und instabile Inflationsraten zu vermeiden sind (Edwards 1996). Die Einführung eines festen nominalen Wechselkurses kann zu einem erheblichen Konflikt zwischen diesen beiden Zielen führen. Dabei ist vor allem wichtig, zwischen einer realen Aufwertung zu unterscheiden, die eine Überbewertung der heimischen Währung impliziert, und einer realen Aufwertung, die eine gleichgewichtige Anpassung des realen Wechselkurses bedeutet.

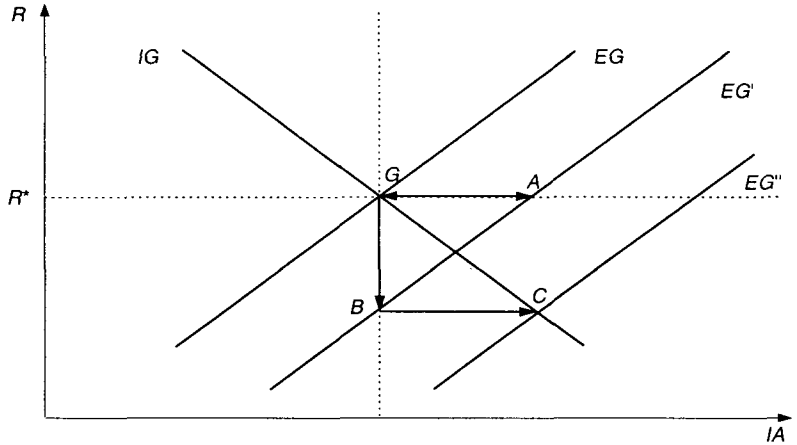
Geht man von einem Gleichgewicht mit Inflation aus, bei dem die Inflationsdifferenz zum Ausland durch eine entsprechende Abwertungsrate des nominalen Wechselkurses ausgeglichen wird, dann ist nach Definition [1] der reale Wechselkurs konstant (Punkt *G* in Schaubild 1). Wird nun ein fester Wechselkurs eingeführt (wechselkursbasiertes Stabilisierungsprogramm; exchange rate based stabilization), so wird die Inflation bei den gehandelten Gütern, nicht aber bei den nichtgehandelten Gütern gestoppt. Dadurch wertet der Wechselkurs real auf. Da die Nachfrage nach gehandelten Gütern steigt, vergrößert sich das Handelsbilanzdefizit und — bei konstantem Kapitalzufluss — findet ein Devisenabfluss statt. Die reale Aufwertung führt also nicht zu einem neuen Gleichgewicht, sondern zu einer überbewerteten Währung (Punkt *B* in Schaubild 1).

Ein solches Ungleichgewicht wird vermieden, wenn die Durchführung einer Stabilisierungspolitik das Vertrauen der Investoren stärkt und dadurch zu höheren Kapitalzuflüssen führt. Dies wirkt wie ein positiver exogener Schock und verschiebt das externe Gleichgewicht nach *EG*". Es entsteht zwar ein Leistungsbilanzdefizit, aber kein Devisenabfluss, sondern sogar ein Devisenzufluss (Punkt *C* in Schaubild 1). Der aufgewertete Wechselkurs ist ein Gleichgewichtskurs. Sind die zusätzlichen Kapitalzuflüsse allerdings nur vorübergehender Natur, weil es sich etwa um die Korrektur von Portfoliobeständen handelt oder weil die heimischen Zinsen rasch auf das Niveau der Ankerwährung sinken, so wird die heimische Währung nach dem Rückgang der Zuflüsse überbewertet und muss dann ebenfalls über eine Deflation real abwerten.[2]

---

2 Die Darstellung ist hier auf die Diskussion von schwankenden Kapitalströmen verkürzt worden, da diese sowohl Symptom realwirtschaftlicher Veränderungen als auch

Schaubild 1 — Leistungsbilanz und realer Wechselkurs



R	—	Realer Wechselkurs (Relativpreis: gehandelte zu nichtgehandelte Güter)
IA	—	Inländische Absorption
EG	—	Externes Gleichgewicht (Leistungsbilanz)
IG	—	Internes Gleichgewicht (Beschäftigung)
G ⟶ *A*	—	Fiskalische Expansion und induzierter Kapitalzufluss oder autonomer Kapitalzufluss
A ⟶ *G*	—	Neutralisierung eines Kapitalzuflusses
G ⟶ *C*	—	Reale Aufwertung und induzierter Kapitalzufluss

Letztlich ist es entscheidend, ob nach Abebben von Kapitalzuflüssen tatsächlich eine Deflation etwa über die Senkung von Lohnkosten möglich ist. Damit ein fester Wechselkurs glaubwürdig ist, ist es wichtig, dass ein geringes Defizit oder ein Überschuss im Staatshaushalt dafür sorgen, dass Finanzierungsreserven bereitstehen, um den staatlichen Schuldendienst auch bei einem scharfen Zinsanstieg in Folge einer von Devisenabflüssen bewirkten monetären Kontraktion zu gewährleisten. Die Abwertungsphase stellt somit die Sollbruchstelle einer wechselkursbasierten Stabilisierung und allgemein eines Festkurssystems dar.

Dieser stilisierte Ablauf einer wechselkursbasierten Stabilisierung trifft auf die lateinamerikanischen Länder Mexiko und Brasilien zu.[3] In Mexiko und Bra-

Katalysator für die Anpassungsmechanismen in einem Festkurssystem darstellen. Als wichtigste Ursachen realwirtschaftlicher Veränderungen lassen sich Veränderungen der Terms of Trade, der Zinsen und der Konjunktur im Ankerwährungsland sowie eine Wechselkursänderung der Ankerwährung gegenüber anderen für das Inland relevanten Währungen festhalten.

3 Für eine detailliertere Analyse der Krisenentwicklung und -auswirkung vgl. Abschnitt B.II und die Länderanalysen in Kapitel D.

silien wurde 1987 bzw. 1994 der Wechselkurs bei hoher Inflationsrate zunächst gegenüber dem Dollar fixiert und dann in einen aktiven Crawling Peg (Wechselkursanpassung in kleinen Schritten) umgewandelt, bei dem die zulässige Abwertungsrate geringer war als die Inflationsdifferenz zur Ankerwährung. Man könnte also von einer abgeschwächten Form der Wechselkursfixierung sprechen. Es zeigte sich, dass die notwendige Anpassung der heimischen Preise nicht stattfand und die daraus folgende reale Aufwertung zu einem Anstieg des Leistungsbilanzdefizits und dem Aufbau einer entsprechenden Risikoposition führte. Die Abhängigkeit von ausländischem Kapital war letztlich der Grund dafür, dass das Versickern des Kapitalzuflusses die Aufgabe des Wechselkursregimes und eine erhebliche Anpassungskrise einleitete.

Bisher wurde (fast) ausschließlich die realwirtschaftliche Wirkung eines festen Wechselkurses diskutiert. Dabei wird ersichtlich, dass die monetären Wirkungen bei einem Wechselkursanker nicht nur wichtig sind, sondern die realwirtschaftlichen Wirkungen wesentlich mitbestimmen. Die jüngste Währungs- und Finanzkrise in Asien hat dies nachhaltig bestätigt und dazu geführt, dass die monetären Implikationen (wieder) verstärkt diskutiert werden.

Ein „worst-case"-Szenario veranschaulicht, wie aus der Notwendigkeit einer realen Abwertung eine Finanz- und Währungskrise entstehen kann. Aus dem Rückgang von Kapitalzuflüssen entsteht das Problem eines überbewerteten Wechselkurses, d.h. die Notwendigkeit einer realen Abwertung. Bei einem festen Wechselkurs wird eine monetäre Kontraktion zu höheren Zinsen führen und somit den Zinsdienst von Privaten und dem Staat erhöhen, sofern sie in heimischer Währung verschuldet sind. Dies kann bei einkommensunelastischen Staatseinnahmen sowohl die Staatsfinanzen destabilisieren als auch — bei einem schwachen Bankensystem — zu einer Finanzkrise führen. Lässt der Staat den Bankrott der Banken zu, so wird es zu einer Kontraktion der Kreditmenge kommen. Die Folge sind weitere Zinserhöhungen, eine weitere Erhöhung des Zinsdienstes usw. Wird dagegen erwartet, dass die Zentralbank als „lender-of-last-resort" die Banken mit zusätzlicher Liquidität versorgt und dabei die Wechselkursfixierung aufgibt, so wird die erwartete monetäre Expansion weitere Kapitalabflüsse und eine Abwertung nach sich ziehen. Die Abwertung wird sowohl die Zins- als auch die Tilgungszahlungen erhöhen, sofern Private und der Staat sich in ausländischer Währung verschuldet haben. Dies wird — wie schon die höheren Zinsen — den Schuldendienst erhöhen und die Stabilität des Bankensektors bedrohen. Die Folge wäre ein weiterer Kapitalabfluss, eine weitere Abwertungswelle etc.

Gegen das Eintreten eines solchen „worst-case"-Szenarios sind drei Verteidigungsstrategien denkbar. Erstens könnte versucht werden, Kapitalzuflüsse zu dämpfen, indem Kapitalverkehrskontrollen aufrechterhalten bzw. eingeführt werden. Grundsätzlich gilt hierbei, dass die Überwachung solcher Kontrollen sehr

schwierig bis unmöglich ist. Dies gilt allerdings vor allem für Kapitalabflüsse und allgemeine Beschränkungen. Grundsätzlich sind Kapitalverkehrskontrollen eher geeignet, Kapitalzuflüsse zu dämpfen, um so präventiv spätere Abflüsse zu vermeiden, als tatsächlich die Abflüsse zu stoppen. Dies ergibt sich aus der einfachen Überlegung, dass die Investoren sich im Krisenfall in Ermangelung anderer Alternativen auch von hohen Transaktionskosten nicht davon abschrecken lassen, ihr Kapital aus einem Krisenland herauszubringen. Im Gegensatz dazu begünstigen hohe Transaktionskosten bei einer Anlageentscheidung alternative Projekte in anderen Ländern (Kenen 1996). Neuere empirische Arbeiten zeigen, dass Regulierungen der Kapitalzuflüsse tatsächlich in der Lage sind, zumindest deren Struktur zugunsten von langfristigen Kapitalzuflüssen zu verändern (Cárdenas und Barrera 1997; Edwards 1998).

Zweitens könnte man daran denken, den Liquiditätseffekt der Kapitalzuflüsse zu sterilisieren, indem die Zentralbank ausländische Wertpapiere verkauft. Werden diese auf den Markt geworfen, so ist zu erwarten, dass die temporäre Zinserhöhung die Zinsdifferenz zum Ausland erhöht. Dadurch wird jedoch der Zufluss vor allem an kurzfristigem, spekulativem Kapital noch gefördert und das zugrunde liegende Problem noch verschärft (Corbo und Hernández 1996). Grundsätzlich setzt die Wirksamkeit einer Sterilisierungspolitik also voraus, dass die Kapitalmobilität eingeschränkt wird, um eine unabhängige Zinspolitik zu ermöglichen (Frankel 1994).

Bleibt noch eine dritte — oft vernachlässigte — Möglichkeit, einen Teufelskreis mit Finanz- und Währungskrisen abzuwenden: die Stärkung des Bankensektors. Dies ergibt sich zum einen daraus, dass der Bankensektor im Zentrum des Reallokationsprozesses steht. Ist damit zu rechnen, dass Kapitalzuflüsse wieder zurückgehen, so verbleibt wenig Zeit, den Liquiditätszufluss in produktive Investitionen umzuwandeln, um die Wettbewerbsnachteile aus der realen Aufwertung auszugleichen. Außerdem kann ein starker Bankensektor verhindern, dass aus einer monetären Kontraktion bei einer realen Abwertung eine Finanzkrise resultiert. Es ist in der Literatur unumstritten, dass eine strikte und effiziente Bankenregulierung gerade dann notwendig ist, wenn das makroökonomische Umfeld instabil ist und wenn staatliche Zins- und Kreditregulierungen aufgehoben werden (vgl. z.B. Villanueva und Mirakhor 1990).

Versucht man diese Überlegungen auf die empirische Evidenz zu übertragen, so kann man die Baht-Krise in Thailand als Beispiel für den Verlauf einer kombinierten Finanz- und Wechselkurskrise ansehen. Eine drastische reale Aufwertung als Folge einer wechselkursbasierten Stabilisierung war nicht zu verzeichnen. Die Fixierung des Wechselkurses zum Dollar führte deshalb erst dann zu einer realen Aufwertung, als der Dollar gegenüber dem Yen aufwertete. Die Leistungsbilanz verschlechterte sich im Wesentlichen aufgrund des starken Kapitalzuflusses (Punkt *A* in Schaubild 1). Ausgelöst wurde die Krise jedoch durch

das Platzen der spekulativen Blase am Immobilien- und Aktienmarkt, das unmittelbar zum Zusammenbruch von Finanzdienstleistungsunternehmen führte, die ausschließlich mit der Immobilienfinanzierung befasst waren. Von der Verschlechterung der Kreditsicherheiten war schließlich das gesamte Bankensystem betroffen. Die Vermutung eines weitgehenden Bail-outs, d.h. einer finanziellen Rettungsaktion seitens der Zentralbank, ließ nun eine monetäre Expansion erwarten. Dies führte zu einer Spekulation gegen den Baht und zu einem Kapitalabfluss, so dass der Wechselkurs freigegeben werden musste. Gemeinsam ist damit den Krisen in Mexiko, Brasilien und Thailand, dass das Risiko einer starken Abhängigkeit von Kapitalzuflüssen sich schließlich realisierte und zu einer Abwertungskrise führte. Anders als in Mexiko führte die Abwertung jedoch zu einer dramatischen Verschlechterung der Kredite und zu weiteren Bankzusammenbrüchen, Kapitalabflüssen und Abwertungswellen.

Als Ergebnis der einführenden theoretischen Analyse bleibt festzuhalten, dass Währungskrisen aus nicht durchzuhaltenden Leistungsbilanzdefiziten resultieren, dass diese durch eine Überbewertung verursacht werden können, dass sie aber auch ohne Überbewertung — ja sogar ohne reale Aufwertung — entstehen können. In den nächsten beiden Abschnitten werden deshalb Verlauf und Ursachen der Währungskrisen genauer untersucht, um die Risikofaktoren, die Währungskrisen wahrscheinlich machen, zu identifizieren. Dabei werden zunächst die jüngsten Krisen untersucht und die daraus gewonnenen Ergebnisse dann am Beispiel der Tequila-Krise überprüft.

II. Verlauf und Ursachen der Währungskrisen in Asien und Lateinamerika

Bei der Analyse der Währungskrisen in Asien und Lateinamerika ist es am einfachsten, die Ausgangsländer für die Entfaltung der Krisen zu identifizieren. Im Fall Lateinamerikas waren dies Mexiko (1994/95), weshalb diese Krise in der Literatur auch als Tequila-Krise bezeichnet wird (Langhammer und Schweickert 1995), und Brasilien (1999); entsprechend kann diese zweite lateinamerikanische Krise als Real-Krise bezeichnet werden (Nunnenkamp 1999). Die Krise in Asien hatte ihren Ursprung eindeutig in Thailand (1997/98); sie wurde verstärkt durch die Krise in Korea, die jedoch mit der in Thailand in Zusammenhang stand (Diehl und Schweickert 1998; Schweickert 1998a). Die Asienkrise kann deshalb auch als Baht-Krise oder als Won-Krise bezeichnet werden.

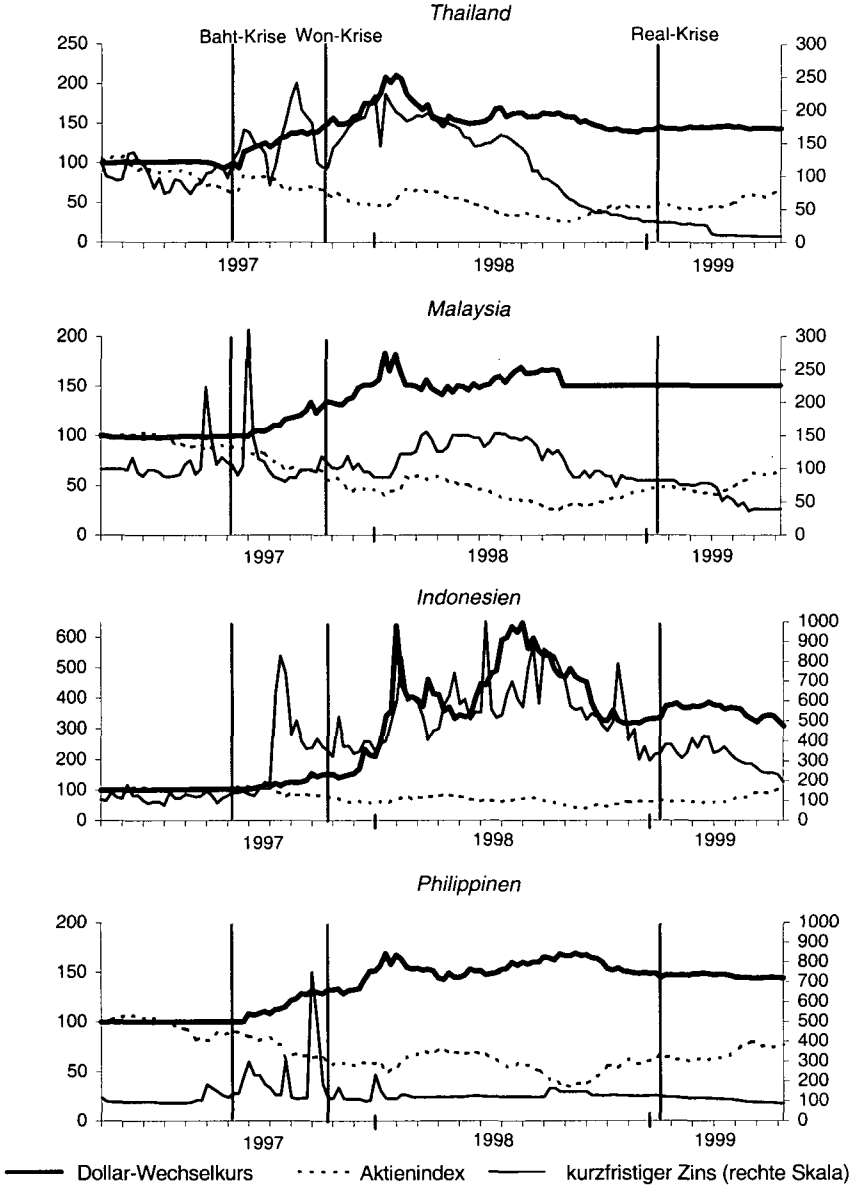
Die Analyse dieser Währungskrisen erfolgt in zwei Schritten. Im ersten Schritt wird der Verlauf der Krisen skizziert, um zu untersuchen, inwieweit sich

die Krisen angekündigt haben, welche unmittelbaren Wirkungen auf monetäre Variablen auftraten und wie sich die Krisen innerhalb und zwischen den Ländergruppen übertragen haben. Diese Analyse stellt auf die Betrachtung der Dollarkurse, der kurzfristigen Zinsen und der Aktienindizes ab. Im zweiten Schritt werden Indikatoren für makroökonomische Ungleichgewichte bzw. Risiken betrachtet, die sich aus der vorangegangenen theoretischen Einführung ergeben. Dabei werden die Werte dieser Indikatoren im Jahr vor Ausbruch der Krise betrachtet: 1996 für die Baht-Krise und die folgende Real-Krise bzw. 1994 für die Tequila-Krise. Auf der Basis dieser vor den Krisen bekannten Informationen wird versucht, die Frage zu beantworten, ob sich die Krisen durch Ansteckungs- und Übertragungseffekte ausgebreitet haben oder ob bei den von den Krisen betroffenen Ländern gemeinsame Ungleichgewichte bzw. Risiken für die Krise verantwortlich zu machen sind.

Die Schaubilder 2a–c zeigen die Entwicklung der Dollarkurse, der kurzfristigen Zinsen und der Aktienindizes in den Ländergruppen Asien I und II beziehungsweise Lateinamerika seit Anfang 1997, also dem Jahr, in dem die Baht-Krise ausgebrochen ist. Betrachtet man zunächst die Gruppe Asien I mit Thailand, Indonesien, Malaysia und den Philippinen, so wird deutlich, dass die Krise ihren Ausgangspunkt in Thailand hatte, wo im Juni 1997 die Abwertung des Baht einsetzte und schließlich am 2. Juli die Wechselkursbindung an den Dollar aufgegeben werden musste. Durch die vertikale Linie, die den Beginn der Baht-Krise anzeigt, wird deutlich, dass die Abwertungen in den anderen Ländern erst danach erfolgten. Ein ähnliches Bild ergibt sich für die Aktienkurse. Bereits 1996 begannen in Thailand die Aktienkurse gleichzeitig mit dem Ende des Immobilienbooms zu fallen. Dieser Trend setzte sich auch im ersten Halbjahr 1997 fort, so dass sich die Probleme im Finanzmarkt schon deutlich vor der Abwertung abzeichneten. In den anderen Ländern blieben die Aktienkurse dagegen noch zu Beginn des Jahres 1997 konstant (Malaysia und Philippinen) bzw. stiegen sogar noch an (Indonesien). Vereinfachend kann man sagen, dass die Krise eindeutig von Thailand ausging und dort auch durch fallende Aktienpreise angezeigt wurde. In den anderen Tigerländern der zweiten Generation zeigt sich dagegen eher das Muster eines gemeinsamen Verfalls der Aktien- und Wechselkurse kurz nach dem Ausbruch der Baht-Krise.

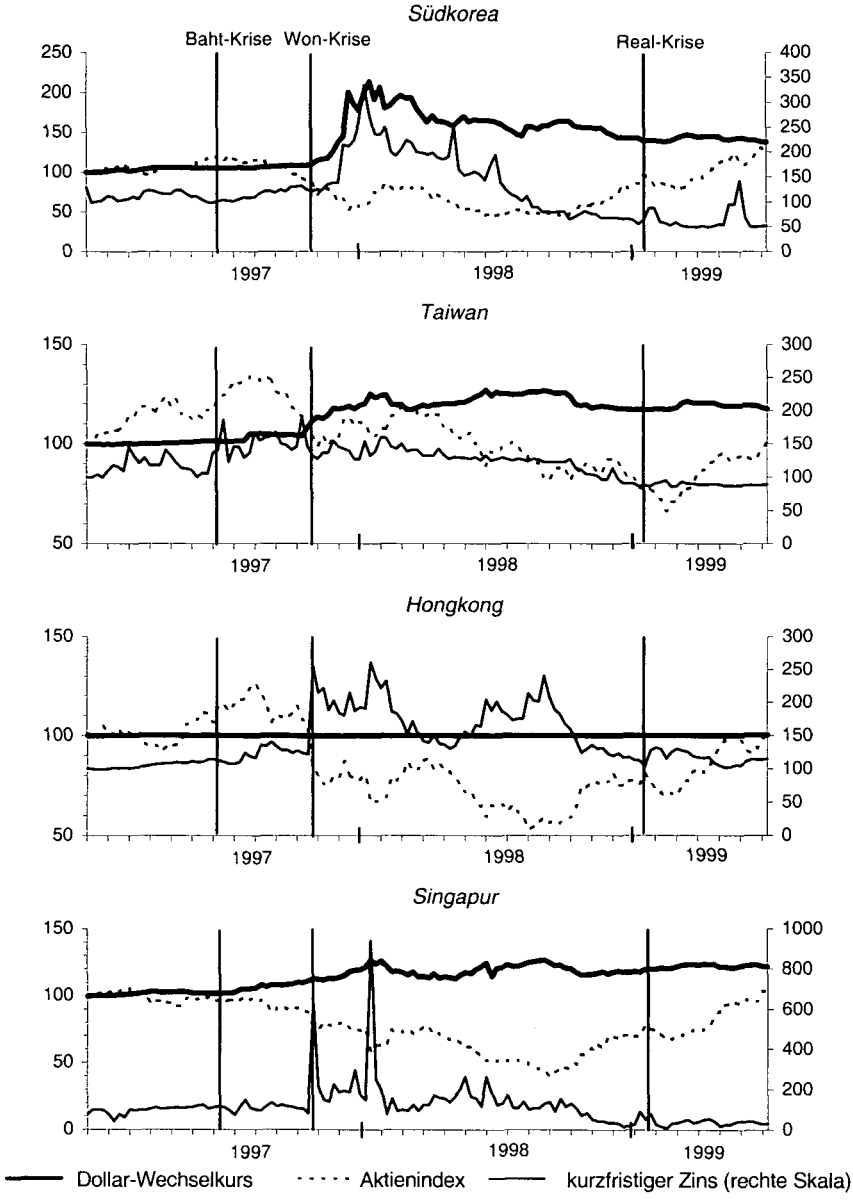
Die Aktien- und die Wechselkurse in den übrigen Tigerstaaten (Asien II) zeigten sich von der Baht-Krise zunächst wenig beeindruckt. Mit der Ausnahme Singapurs befanden sich die Aktienkurse über ihrem Jahresanfangsniveau. Allerdings markiert die Baht-Krise die Wende am koreanischen Aktienmarkt, und Ende Oktober gab auch die Währung zunehmend nach. Festzuhalten ist somit ein zeitlich verzögertes Eintreffen der Krise in Korea und den übrigen Staaten. Taiwan kann schließlich als Muster einer sehr vorsichtigen makroökonomischen Politik zur Bewältigung der Krise bezeichnet werden. Schon zu Beginn des Jah-

Schaubild 2a — Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Asien I 1997–1999 (3.1.1997 = 100)



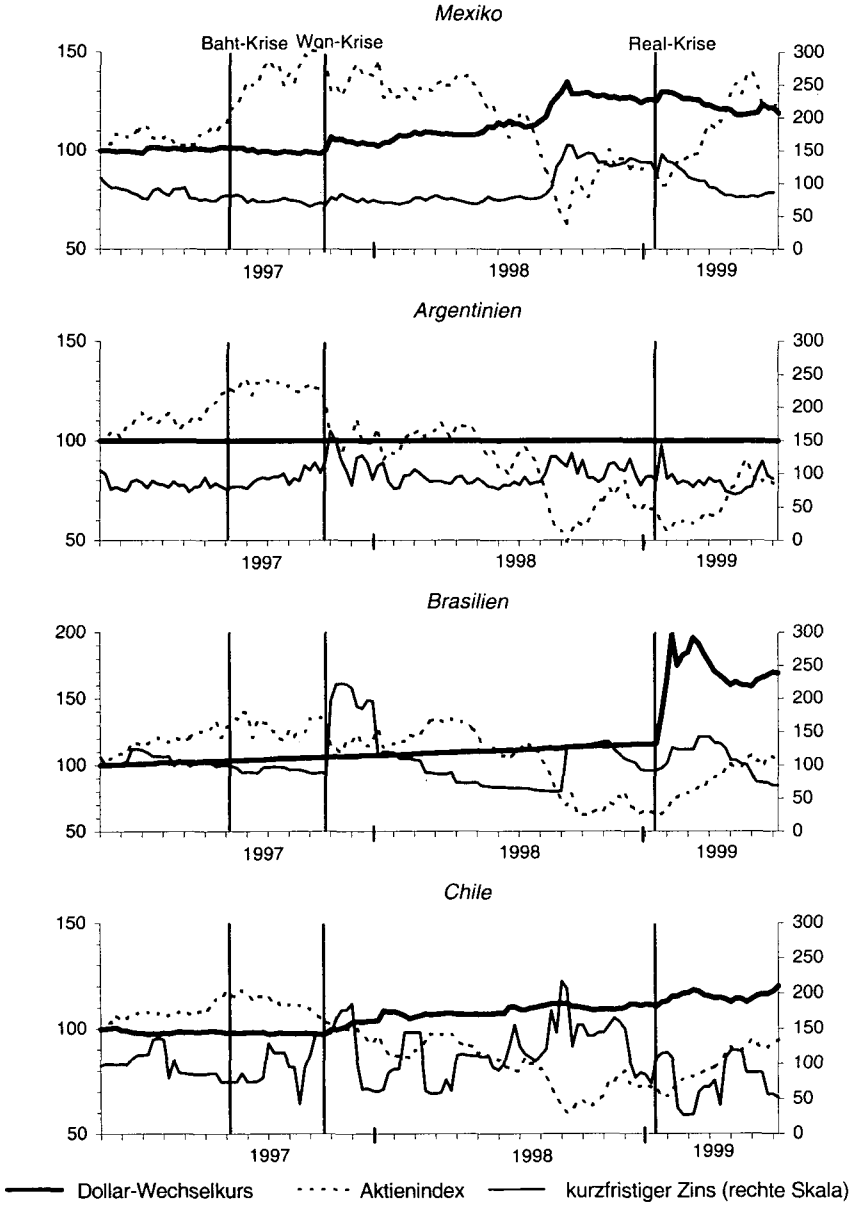
Quelle: Datastream *Time Series* Online; eigene Berechnungen.

Schaubild 2b — Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Asien II 1997–1999 (3.1.1997 = 100)



Quelle: Datastream *Time Series* Online; eigene Berechnungen.

Schaubild 2c — Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Lateinamerika 1997–1999 (3.1.1997 = 100)



Quelle: Datastream *Time Series* Online; eigene Berechnungen.

res und dann noch deutlicher nach Ausbruch der Baht-Krise zogen die Zinsen in Thailand kräftig an. Dadurch wurde die Entwicklung am Aktienmarkt gedämpft und nach den Abwertungen im Zuge der Won-Krise eine Stabilisierung am Aktienmarkt erreicht. Dies ist ein klassisches Beispiel für die Verhinderung einer Währungskrise durch präventives Gegensteuern.

In der Gruppe Lateinamerika zeigen alle Länder bis auf Mexiko deutliche Wirkungen der Krise in Asien. Mit Beginn der Baht-Krise wird der Anstieg der Aktienkurse abgebremst. Mit Beginn der Won-Krise finden deutliche Kursrückgänge statt. Gleichzeitig wurden die kurzfristigen Zinsen zur Verteidigung der stabilen Wechselkurse deutlich angehoben. Am deutlichsten ist dies in Brasilien zu beobachten. Hier deutete sich die Leistungsbilanzkrise Brasiliens bereits an, die Ende 1998 noch mit Hilfe eines umfangreichen Kredits des Internationalen Währungsfonds vorläufig kontrolliert werden konnte. Schaubild 2c zeigt deutlich, dass die Real-Krise auch in allen anderen lateinamerikanischen Ländern zu Zinssteigerungen und zu Einbrüchen bei den Aktienkursen führte, in den asiatischen Ländern jedoch — wenn überhaupt — nur geringe Zinsreaktionen auslöste.

Zusammenfassend kann man sagen, dass sich die Währungskrisen im Fall von Thailand und Korea durch fallende Aktienkurse ankündigten. Die Währungskrise in Thailand gab das Startsignal für den Kursverfall in Indonesien, Malaysia und den Philippinen; die Währungskrise in Korea zeigte ihre Wirkungen vor allem in Taiwan, Hongkong und Singapur. Die Krise in Asien hatte deutliche Auswirkungen in den lateinamerikanischen Ländern, während die Real-Krise bisher lediglich die Gruppe der lateinamerikanischen Länder betraf.

Offen bleibt die Frage, wie es zum Ausbruch der Währungskrisen kommen konnte bzw. wie die Stärke des wirtschaftlichen Rückgangs zu erklären ist. Um diese Frage im zweiten Untersuchungsschritt zu beantworten, sollen nun die Indikatoren für Ungleichgewichte und Risiken betrachtet werden. Ausgangspunkt ist dabei die Überlegung, dass für die Bewertung der Indikatoren hinsichtlich ihrer Optimalität oder Durchhaltbarkeit keine eindeutigen theoretischen Konzepte vorliegen (Reisen 1998). Ein Vergleich zwischen den am weitesten entwickelten lateinamerikanischen Ländern und den asiatischen Tigerstaaten der ersten und zweiten Generation kann jedoch Aufschluss darüber geben, welche Werte für welche Indikatoren zum relevanten Zeitpunkt als relativ hoch bezeichnet werden können. So ist es z.B. nicht möglich zu behaupten, dass ein Leistungsbilanzdefizit von 5 Prozent des BIP zu hoch (also nicht optimal) oder nicht durchhaltbar sei. Es ist jedoch möglich, innerhalb einer relevanten Vergleichsgruppe festzustellen, ob ein solches Defizit relativ hoch ist und somit ein höheres Risiko als in den Vergleichsländern anzeigt.

Aus der vorangegangenen Analyse des Krisenverlaufs ist bekannt, welche Länder besonders betroffen waren. Bei diesen Ländern würde man als Arbeitshypothese vermuten, dass sie schon im Vorfeld der Krise besonders hohe Ungleich-

Schaubild 3 — Ländergruppen für die Analyse der Währungskrisen der neunziger Jahre[a]

Asien I		*Asien II*		*Lateinamerika*	
Thailand	TH	Korea	KO	Argentinien	AG
Indonesien	IN	Taiwan	TW	Brasilien	BR
Malaysia	MA	Hongkong	HK	Chile	CH
Philippinen	PH	Singapur	SP	Mexiko	ME

[a]Quer gestreift (schwarz, diagonal gestreift) gekennzeichnet sind die am stärksten (stark, weniger stark) von der Asienkrise betroffenen asiatischen Länder.

gewichte bzw. Risiken aufwiesen. Um diese Vorinformation zu nutzen, wurden die Länder zusätzlichen Untergruppen zugeordnet. Schaubild 3 zeigt die in den folgenden Schaubildern verwendeten Abkürzungen und Markierungen. Korea wird dabei den Ländern mit den stärksten Abwertungen bzw. Wachstumseinbrüchen (Gern et al. 1998) zugeordnet. Innerhalb dieser Gruppe wird weiter differenziert in diejenigen Länder, die die Hilfe des Internationalen Währungsfonds in Anspruch nehmen mussten beziehungsweise nahmen (quer gestreift: Thailand, Indonesien, Korea) und die übrigen Asien I-Länder (schwarz: Philippinen, Malaysia). Die Asien II-Länder sind — mit Ausnahme Koreas — diagonal gestreift und die lateinamerikanischen Länder weiß gekennzeichnet.

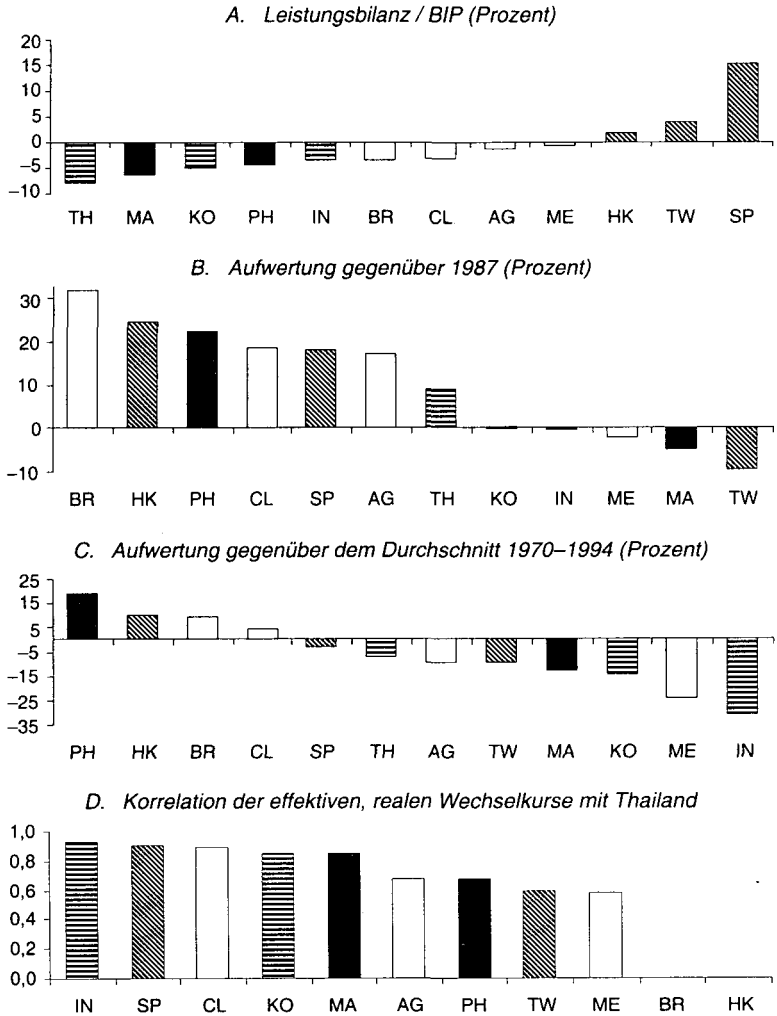
Richtet man das Augenmerk zunächst auf mögliche makroökonomische Ungleichgewichte, so ergibt sich aus der theoretischen Analyse zunächst die Möglichkeit von Leistungsbilanzdefiziten aufgrund einer realen Aufwertung (Punkt *B* in Schaubild 3). Zu untersuchen sind demnach die Leistungsbilanzdefizite sowie die Entwicklung des realen Wechselkurses vor Ausbruch der Krise. Außerdem ist die Korrelation der realen Wechselkurse mit dem Ausgangsland der Krise — Thailand — zu beachten, um mögliche Übertragungseffekte zu erkennen. War der reale Wechselkurs eines Landes in der Vergangenheit eng mit dem Thailands korreliert, so wäre ein Abwertungsbedarf auch dann zu erwarten gewesen, wenn in der Ausgangssituation weder ein Leistungsbilanzdefizit noch eine reale Aufwertung vorlagen. Die theoretische Analyse ließ jedoch schon ver-

muten, dass nicht unbedingt ein enger Zusammenhang zwischen einer realen Aufwertung und dem Entstehen eines Leistungsbilanzdefizits bestehen muss. Alternativ wird deshalb untersucht, ob ein Leistungsbilanzdefizit im Zusammenhang mit internen Ungleichgewichten steht wie z.B. einem hohen Defizit im Staatshaushalt (Punkt *A* in Schaubild 3) oder ob eine Überbewertung (wie in Punkt *B*) aufgrund von hohen Inflationsraten und einem geringen Wachstum des BIP zu erwarten ist.

Anhaltspunkte für makroökonomische Ungleichgewichte zeigen die Schaubilder 4a und 4b. Tatsächlich wiesen die asiatischen Krisenländer im Jahr vor Ausbruch der Krise die höchsten Leistungsbilanzdefizite auf. Dagegen zeigten die übrigen asiatischen Länder Leistungsbilanzüberschüsse und die lateinamerikanischen Länder, mit Ausnahme Brasiliens und Chiles, geringe Defizite. Allerdings ergibt sich kein Zusammenhang zwischen den höchsten Leistungsbilanzdefiziten und den anderen Indikatoren für makroökonomische Ungleichgewichte wie Änderungen des realen Wechselkurses, Wachstum, Inflation und Staatsbudget. Hier fällt lediglich Brasilien auf. Auf Brasilien entfallen die höchste Aufwertungsrate seit 1987, das niedrigste Wirtschaftswachstum sowie die zweithöchste Inflationsrate und das zweithöchste Staatsdefizit. Die makroökonomischen Risiken waren also für Brasilien schon vor der Baht-Krise beachtlich. Die Korrelation der realen Wechselkurse, mit deren Hilfe die Wahrscheinlichkeit der Übertragung einer Abwertungskrise abgegriffen werden soll, zeigt ebenfalls kein klares regionales Muster (Schaubild 4a). Bestätigt wird hier lediglich die Krisenwahrscheinlichkeit für Indonesien, Korea und Malaysia aufgrund hoher Leistungsbilanzdefizite und hoher Korrelationen ihrer realen Wechselkurse mit denen Thailands.

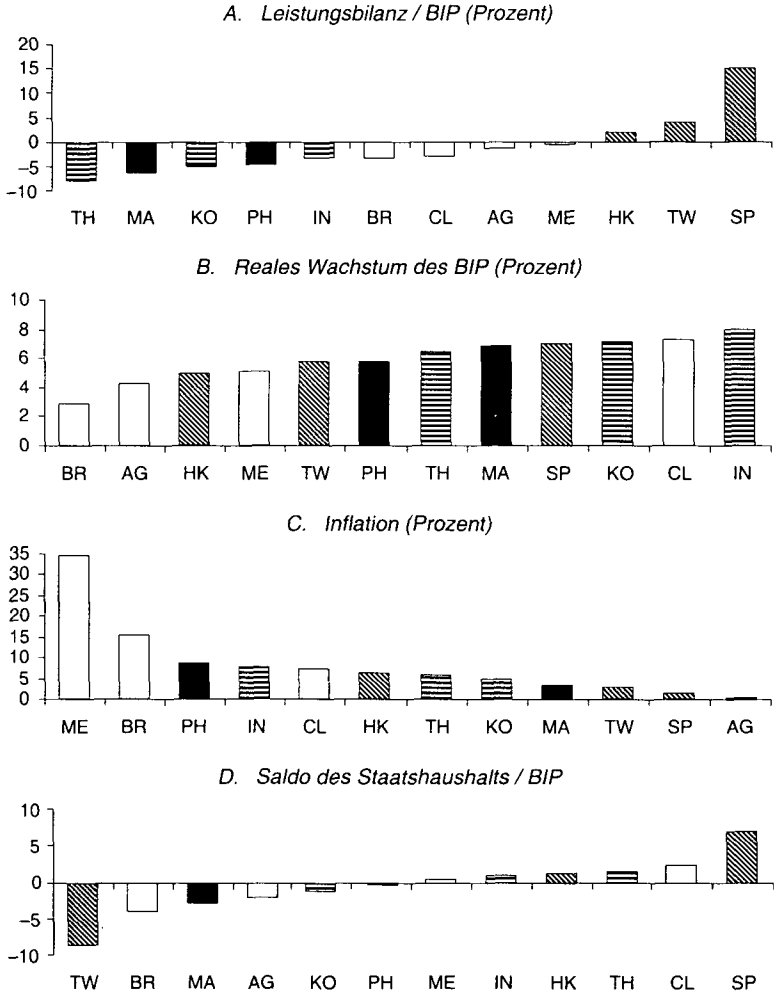
Nach den Ausführungen zur Baht-Krise wäre auch zu vermuten, dass vor allem diejenigen Länder am stärksten betroffen waren, die eine hohe Auslandsverschuldung, geringe Währungsreserven und einen schwachen Bankensektor aufwiesen. Die Schaubilder 5a–c führen zu diesen Risikobereichen einige Indikatoren auf. Zunächst zeigt sich, dass die Risikovorsorge im Kreditbereich in Thailand und Indonesien mit am schlechtesten war (Schaubild 5c). Das bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit einer Bankenkrise bei einer Zunahme schlechter Kredite in diesen Ländern wahrscheinlicher war als in den anderen Ländern. Hinzu kommt, dass Thailand und Indonesien einen hohen Anteil ausländischer Bankkredite an der Kreditfinanzierung und Indonesien die höchste Auslandsverschuldung der asiatischen Länder hatten (Schaubild 5a). Der Schuldendienst für diese Kredite steigt jedoch proportional mit einer Abwertung. Für Thailand und Indonesien gilt also, dass die ersten Abwertungen zu einem deutlich höheren Schuldendienst führen mussten und dadurch zu einer Erhöhung des Anteils der schlechten Kredite. Für diese Entwicklung war wiederum die Risikovorsorge unzureichend.

Schaubild 4a — Makroökonomische Ungleichgewichte 1: Leistungsbilanz und realer Wechselkurs 1996



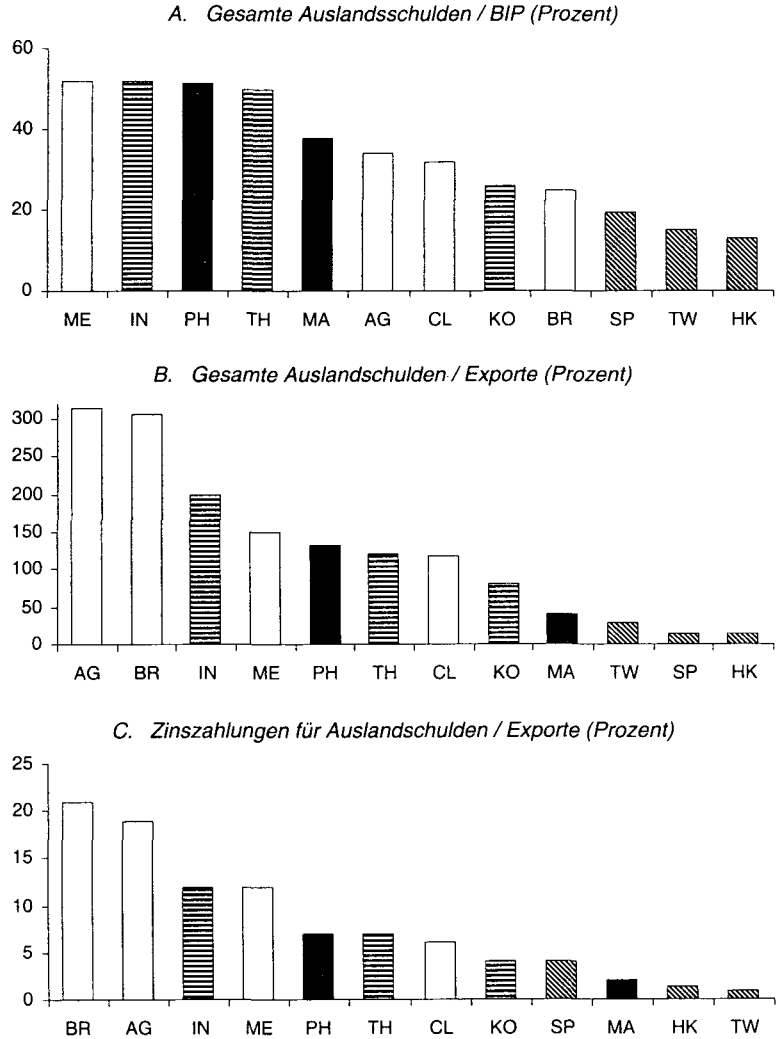
Quelle: J.P. Morgan (Juni 1999); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

Schaubild 4b — Makroökonomische Ungleichgewichte 2: Leistungsbilanz und interne Ungleichgewichte 1996



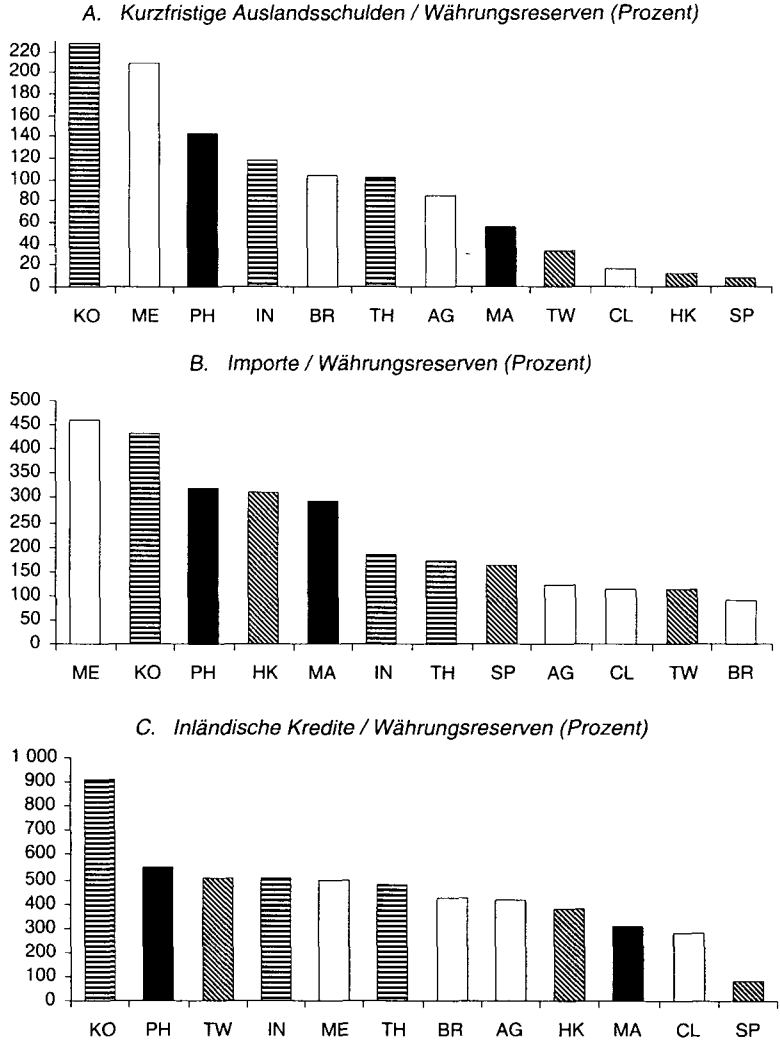
Quelle: J.P. Morgan (verschiedene Ausgaben); World Bank (1998); International Monetary Fund *International Financial Statistics* auf CD-ROM; eigene Berechnungen.

Schaubild 5a — Risikoposition 1: Verschuldung 1996



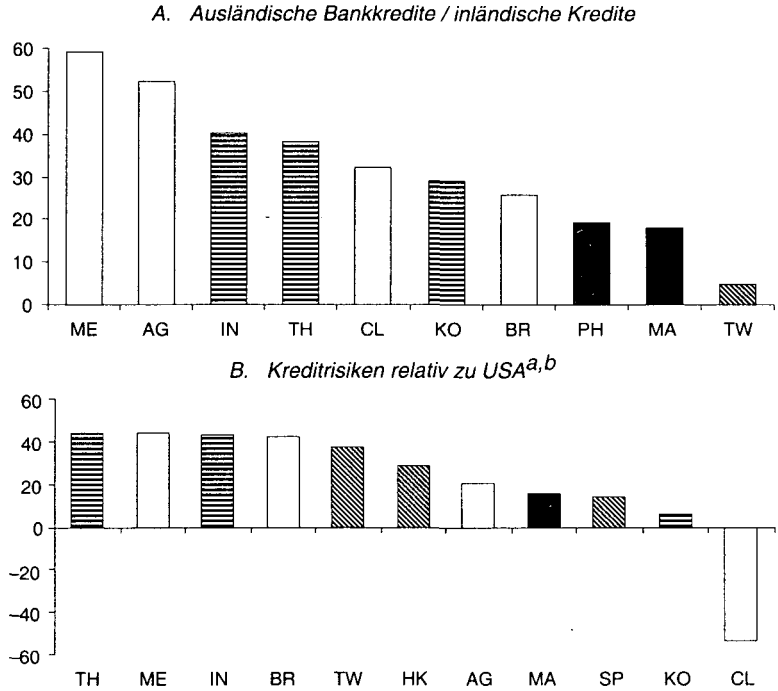
Quelle: J.P. Morgan (verschiedene Ausgaben); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

Schaubild 5b — Risikoposition 2: Währungsreserven 1996



Quelle: J.P. Morgan (verschiedene Ausgaben); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

Schaubild 5c — Risikoposition 3: Bankensystem 1996 (Prozent)



[a]Kumulierte, gewichtete Abweichungen (in Prozent) vom US-Standard bezüglich des risiko-gewichteten Eigenkapitalquotienten (12,8 Prozent), der maximalen Ausleihungen an einzelne Schuldner bzw. Schuldnergruppen (15 Prozent) und der Deckung schlechter Kredite durch Reserven (169 Prozent). — [b]Daten für 1995.

Quelle: BIZ (verschiedene Ausgaben); International Monetary Fund *International Financial Statistics* auf CD-ROM; Goldstein und Turner (1996); eigene Berechnungen.

Die Risikoposition Koreas stellt sich dagegen etwas anders dar. In Bezug auf den Bankenmarkt und die Auslandsschulden ergeben die Zahlen ein wesentlich geringeres Risiko als für Thailand und Indonesien. In Bezug auf die Devisendeckung bestand dagegen ein erhebliches Risiko — vor allem für die Bedienung kurzfristig fälliger Auslandsschulden (Schaubild 5b). Dies bedeutet, dass die Verteidigung des Wechselkurses nur bei einer ständigen Refinanzierung dieser Kredite möglich war. Nachdem die Banken die Refinanzierung einstellten, musste Korea dann auch abwerten. Dadurch erhöhte sich jedoch der Schuldendienst für die ohnehin angeschlagenen koreanischen Konglomerate (chaebol). Die Folge waren ein rasanter Anstieg schlechter Kredite und drohende Bankrotte von Banken.

Somit lässt sich die Ausbreitung der asiatischen Krise recht gut mit Hilfe der aufgeführten Indikatoren erklären. Am stärksten betroffen waren mit Thailand, Indonesien und Korea Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten und zusätzlichen Risiken in den Bereichen Verschuldung, Währungsreserven und Bankensektor. Übertragen hat sich die Krise vor allem auf Malaysia und die Philippinen aufgrund der Leistungsbilanzdefizite in diesen Ländern. Interessant ist dabei der Fall Malaysia. Hier zeigt sich in den meisten Risikokategorien eine ähnlich günstige Position wie für Taiwan. Als einziger drastischer Nachteil in der Ausgangssituation ergibt sich das Leistungsbilanzdefizit Malaysias (6,3 Prozent des BIP) gegenüber dem Leistungsbilanzüberschuss Taiwans (4 Prozent des BIP).

Demnach wären vor allem Brasilien und Chile aufgrund ihrer Leistungsbilanzdefizite von über 3 Prozent des BIP anfällig für eine Übertragung der asiatischen Krisen gewesen. Tatsächlich zeigt Schaubild 2c in beiden Ländern ein deutliches Sinken der Aktienkurse nach Ausbruch der Baht-Krise und im Fall Chiles auch erste Zinsausschläge. Dass es letztlich zu einer Real-Krise gekommen ist, hängt mit der sehr unterschiedlichen Risikoposition beider Länder zusammen. Chile zeigt in keinem der Schaubilder 4a–b bzw. 5a–c ausgeprägte Ungleichgewichte oder Risiken, während bei Brasilien ein geringes Wirtschaftswachstum, die hohe Inflationsrate, das hohe Haushaltsdefizit, eine hohe Auslandsverschuldung und hohe Risiken im Bankenbereich deutlich werden. Auch ohne die Übertragungseffekte aus Asien bestand in Brasilien ein hohes Risiko für eine Leistungsbilanzkrise.

Wie gut passt nun dieses Erklärungsmuster auf den Verlauf und die Ursachen der Tequila-Krise, die im Dezember 1994 begann. Um diese Frage zu beantworten, werden die gleichen Untersuchungsschritte wie zuvor für die Baht-Krise durchgeführt, in diesem Fall allerdings auf der Basis der Entwicklung der kurzfristigen monetären Indikatoren ab Anfang 1994 und der Indikatoren für makroökonomische Ungleichgewichte und Risiken für 1994.[4]

In Schaubild 6a ist deutlich zu erkennen, dass mit Ausbruch der Krise in Mexiko sowohl die Zinsen stiegen als auch die Aktienkurse fielen. Ähnlich wie in Thailand 1997 fand unmittelbar vor Ausbruch der Krise keine Verteidigung der Wechselkursbindung mit ausgeprägten Zinserhöhungen statt. Anders als in Thailand kündigte sich die Krise nicht durch einen Verfall der Aktienkurse an. In keinem Fall hat die Tequila-Krise dazu geführt, dass die Wechselkurse in den anderen Ländern ebenfalls drastisch abgewertet wurden (Schaubilder 6a–c). Es zeigt sich generell ein hohes Maß an Wechselkursstabilität. In vier Fällen lag dies jedoch daran, dass die Zinspolitik entsprechend reagierte und die Zinsen zur

---

4 Eine Ausnahme bilden hier die Währungsreserven für die nur Jahresendwerte vorliegen, die nach Ausbruch der Krise kurz vor Jahresende nicht aussagekräftig gewesen wären. In diesem Fall wurde — für Mexiko — auf die Jahresendwerte für 1993 abgestellt.

Verteidigung des Wechselkurses entsprechend anstiegen. Dies trifft auf die beiden Länder mit einem Currency Board System (Hongkong, Argentinien) zu. Bei einem solchen System führt der absolut feste Wechselkurs bei spekulativen Attacken automatisch zu einer monetären Kontraktion und zu einem Zinsanstieg. Dies war in Argentinien der Fall, das in der Folge von Kapitalabflüssen in eine schwere Rezession geriet, und in eingeschränktem Maße in Hongkong.

In den beiden verbleibenden lateinamerikanischen Ländern zeigte sich jedoch kaum eine Reaktion auf die Tequila-Krise. Während Brasilien eine massive Wechselkursanpassung bereits hinter sich hatte, machte sich für Chile offensichtlich die langfristige stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik bezahlt — es lässt sich jedenfalls kein deutliches Signal vom Aktienmarkt und vom Geldmarkt ablesen, das mit dem Ausbruch der Tequila-Krise in unmittelbarem Zusammenhang steht (Schaubild 6a). Für die Gruppe der übrigen asiatischen Länder ergibt sich im Zusammenhang mit der späteren asiatischen Krise ein sehr interessantes Resultat. Mit einer kleinen zeitlichen Verzögerung gegenüber der Reaktion in Argentinien stiegen die Zinsen in den beiden Ländern an, die maßgeblich am Ausbruch und an der Ausbreitung der asiatischen Krise beteiligt waren — in Thailand und in Korea (Schaubilder 6b und 6c).[5]

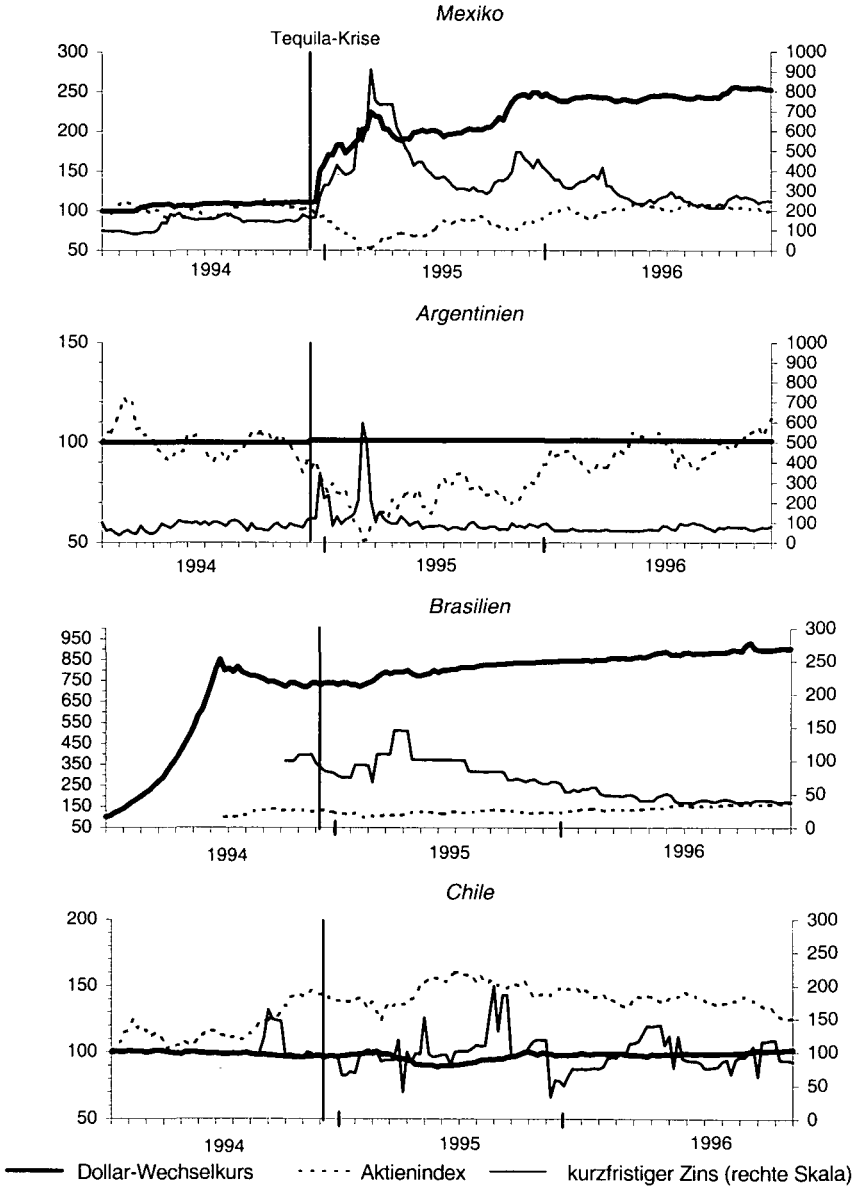
Insgesamt ergibt sich damit, dass sich die Tequila-Krise lediglich auf wenige Länder und innerhalb dieser Länder vor allem auf Argentinien ausgewirkt hat. Bei diesen wenigen Ländern handelt es sich um die beiden Länder mit absolut festem Wechselkurs — Argentinien und Hongkong — und die beiden späteren Krisenländer Thailand und Korea. Die Betrachtung der makroökonomischen Ungleichgewichte und der Risikopositionen kann nun Aufschluss darüber geben, ob sich dieses Ausbreitungsmuster mit den gleichen Indikatoren ähnlich gut erklären lässt wie im Fall der asiatischen Krise.

Aus den Schaubildern 7a und 7b ergibt sich zunächst, dass Mexiko wie später auch Thailand das höchste Leistungsbilanzdefizit vor Ausbruch der Krise aufwies. Ähnlich wie in Thailand zeigt sich auch hier kein systematischer Zusammenhang zwischen dem Auftreten eines außenwirtschaftlichen Ungleichgewichts und eventuellen anderen makroökonomischen Ungleichgewichten. Betrachtet man die Risikopositionen in den Bereichen Verschuldung, Währungsreserven und Bankensystem (Schaubilder 8a–c), so zeigt sich, dass Mexiko in allen drei Unterbereichen der Risikoposition Reservedeckung — kurzfristige Auslandsschulden, Importe und inländische Kredite — ein sehr hohes Risiko aufwies und in den hier betrachteten drei Ländergruppen deutlich am schlechtesten abschnitt.

---

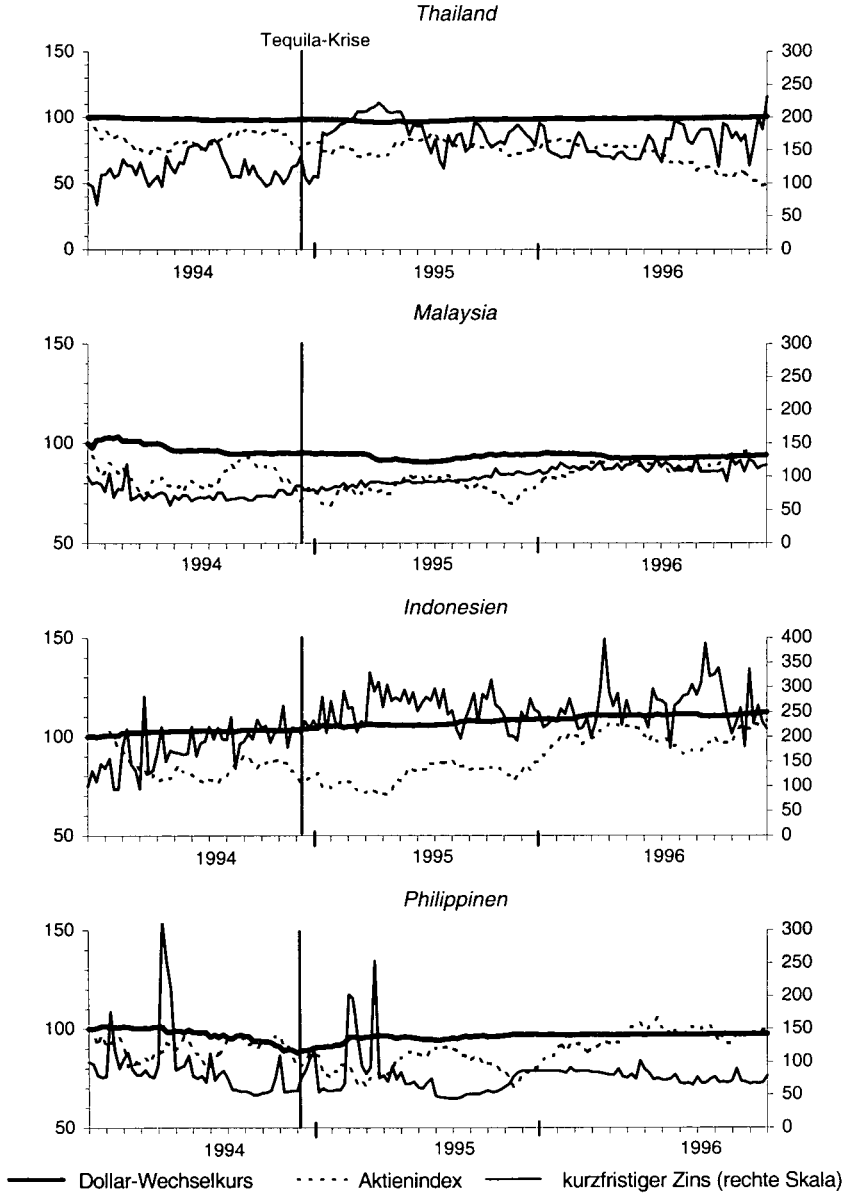
5 Ein deutlicher Zinsanstieg war auch im Fall der Philippinen zu erkennen. Im Zusammenhang mit dem deutlichen Zinssignal im Laufe des Jahres 1994 kann der Zinsanstieg zu Beginn des Jahres 1995 jedoch nicht eindeutig den Auswirkungen der Tequila-Krise zugeordnet werden.

Schaubild 6a — Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Lateinamerika 1994–1996 (31.12.1993 = 100)



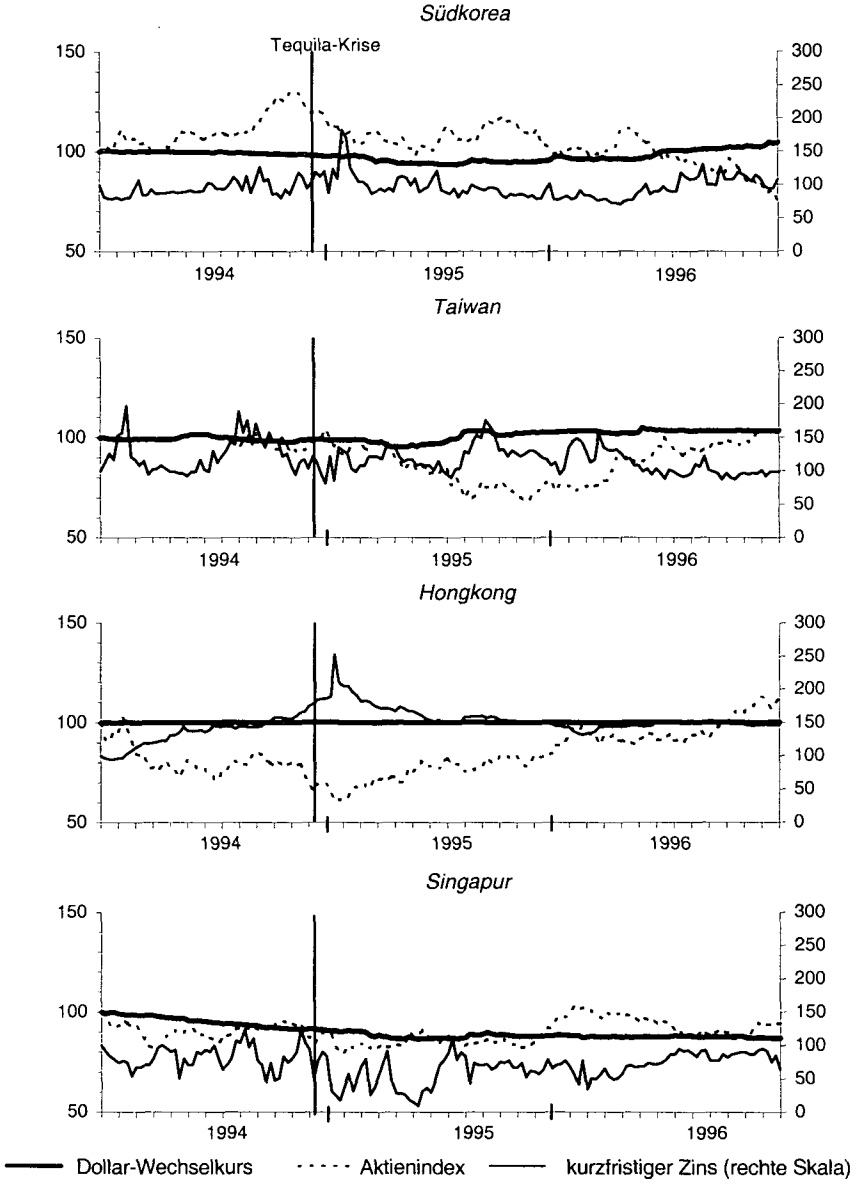
Quelle: Datastream *Time Series* Online; eigene Berechnungen.

Schaubild 6b — Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Asien I 1994–1996 (31.12.1993 = 100)



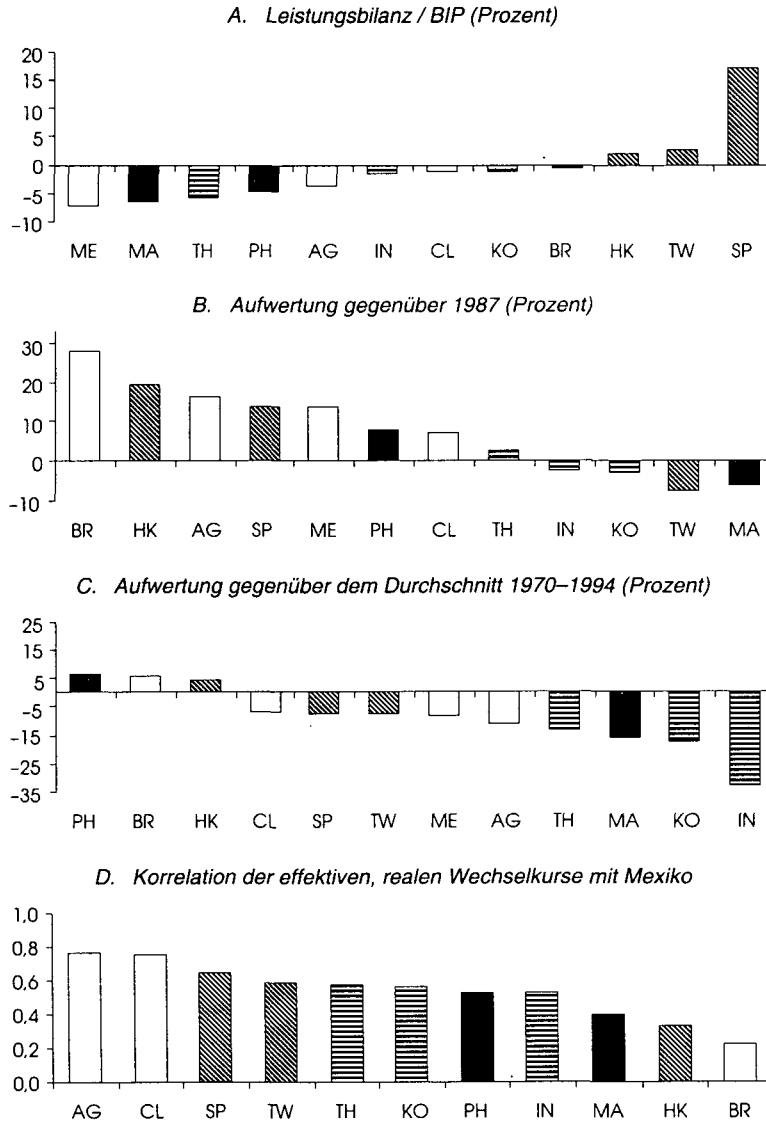
Quelle: Datastream *Time Series* Online; eigene Berechnungen.

Schaubild 6c — Wechselkurse, Aktienkurse und Zinsen in Asien II 1994–1996 (31.12.1993 = 100)



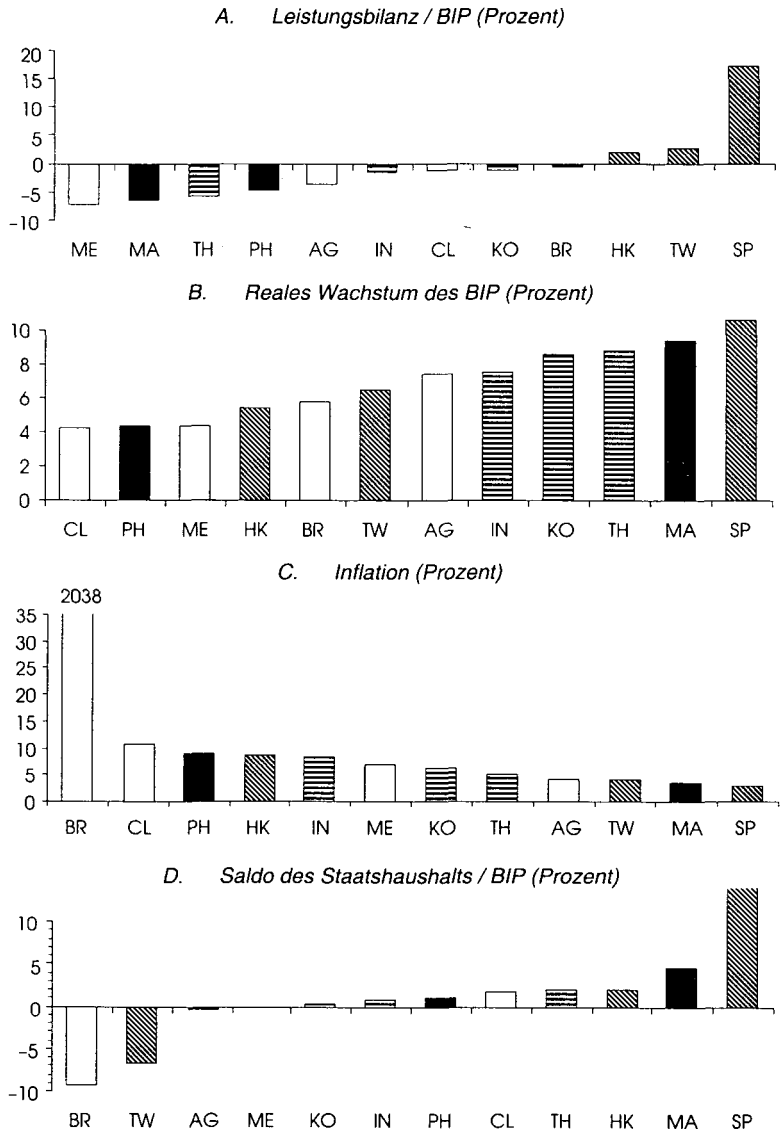
Quelle: Datastream *Time Series* Online; eigene Berechnungen.

Schaubild 7a — Makroökonomische Ungleichgewichte 1: Leistungsbilanz und realer Wechselkurs 1994



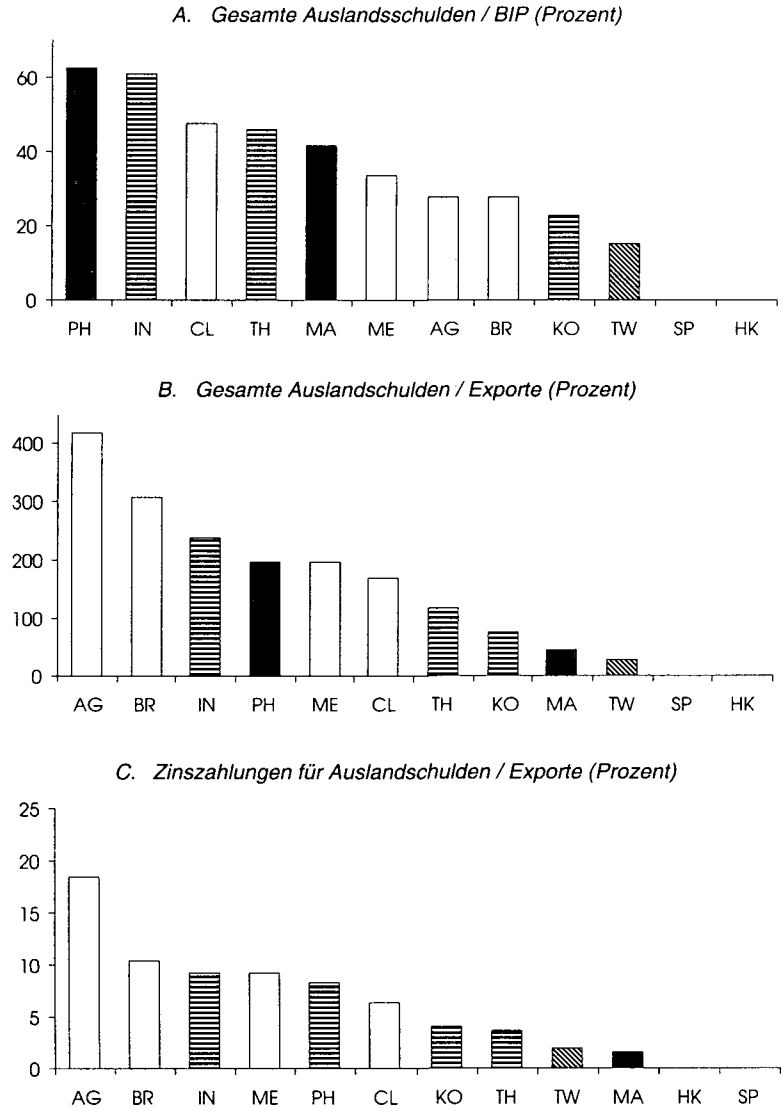
Quelle: J.P. Morgan (Juni 1999); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

Schaubild 7b — Makroökonomische Ungleichgewichte 2: Leistungsbilanz und interne Ungleichgewichte 1994 (Prozent)



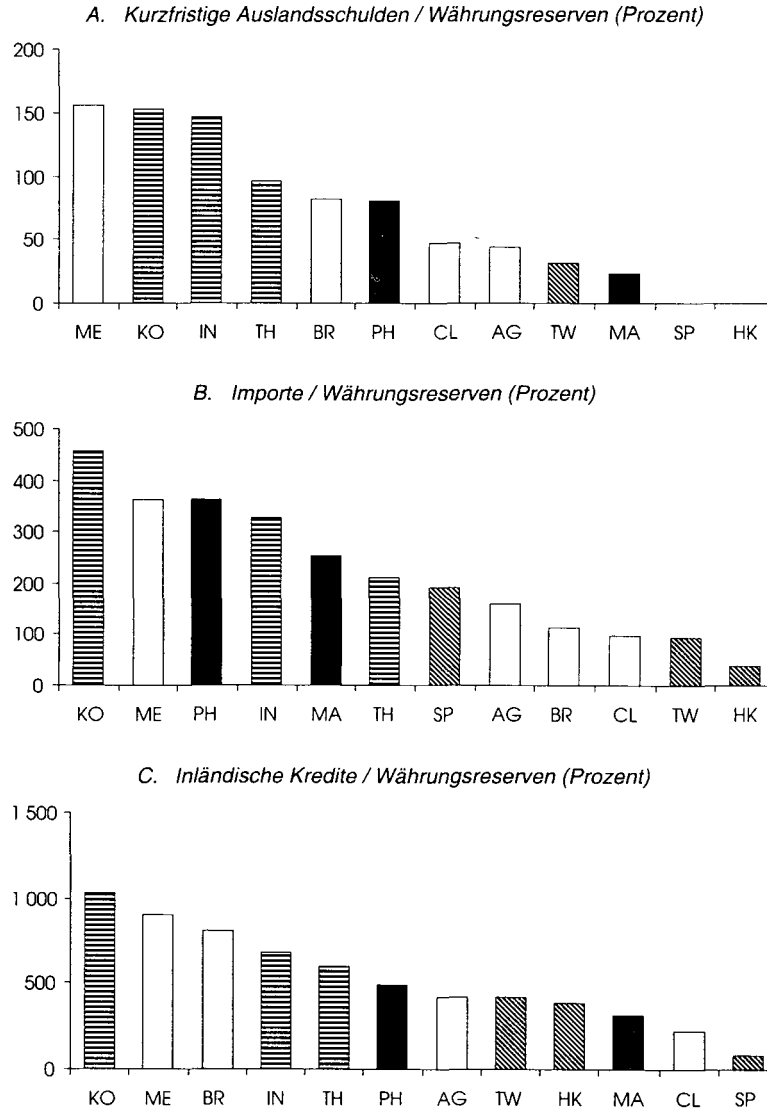
Quelle: J.P. Morgan (verschiedene Ausgaben); World Bank (1998); International Monetary Fund *International Financial Statistics* auf CD-ROM; eigene Berechnungen.

Schaubild 8a — Risikoposition 1: Verschuldung 1994



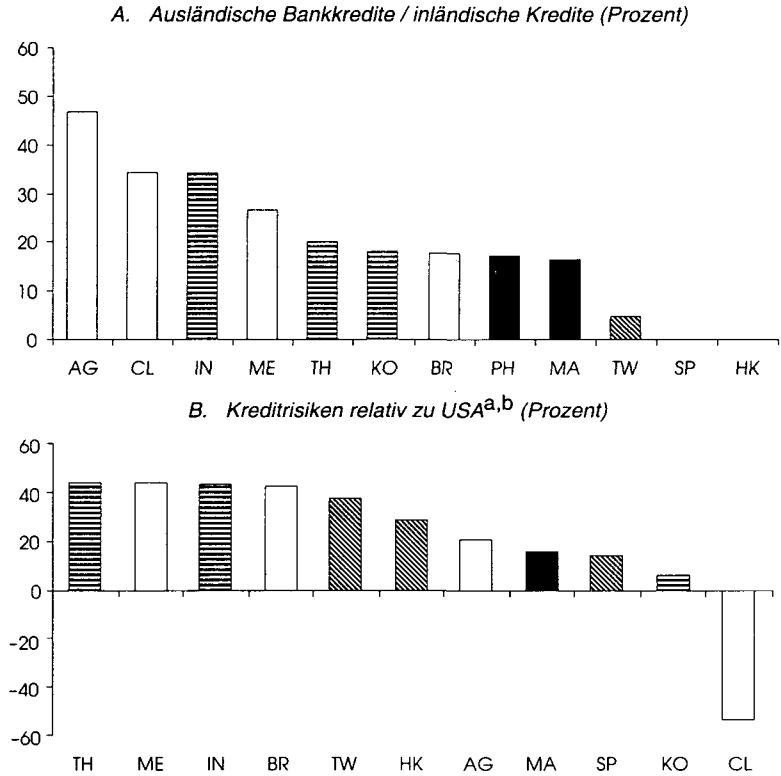
Quelle: J.P. Morgan (verschiedene Ausgaben); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

Schaubild 8b — Risikoposition 2: Währungsreserven 1994



Quelle: J.P. Morgan (verschiedene Ausgaben); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

Schaubild 8c — Risikoposition 3: Bankensystem 1994



[a]Kumulierte, gewichtete Abweichungen (in Prozent) vom US-Standard bezüglich des risiko-gewichteten Eigenkapitalquotienten (12,8 Prozent), der maximalen Ausleihungen an einzelne Schuldner bzw. Schuldnergruppen (15 Prozent) und der Deckung schlechter Kredite durch Reserven (169 Prozent). — [b]Daten für 1995. Schaubild 8c B. entspricht Schaubild 5c B.

Quelle: BIZ (verschiedene Ausgaben); International Monetary Fund *International Financial Statistics* auf CD-ROM; Goldstein und Turner (1996); eigene Berechnungen.

Für die beiden Länder mit Currency Board Systemen ergibt sich ein sehr unterschiedliches Risikoprofil. Während der Zinsanstieg in Hongkong wohl als Folge einer reinen spekulativen Attacke bezeichnet werden muss, die allein auf das Testen des absolut festen Wechselkurses zurückzuführen ist, ergeben sich für Argentinien Anhaltspunkte für eine besondere Abhängigkeit von externem Kapital. Argentinien trug die höchste Schuldenlast gemessen an den Exporten

(Schaubild 8a) und hatte den höchsten Anteil ausländischer Kredite am gesamten Kreditvolumen (Schaubild 8c). Außerdem war der reale Wechselkurs Argentiniens in der Vergangenheit eng mit dem Mexikos korreliert (Schaubild 7a).

Interessante Unterschiede ergeben sich auch aus der Betrachtung der Risikopositionen von Korea und Thailand. Schon damals wies Korea ein hohes Risiko bei der Reservedeckung aus. Dass es nicht zu einer Krise kam, ist wohl dem damals recht niedrigen Leistungsbilanzdefizit zuzuschreiben. Dagegen wies Thailand auch 1994 schon ein hohes Leistungsbilanzdefizit in Kombination mit Risiken im Bereich der kurzfristigen Auslandsschulden und der Stabilität des Bankensektors auf. Daraus lassen sich zwei wichtige Schlussfolgerungen ableiten. Erstens deutete sich die Krise in Thailand und Korea langfristig vor ihrem Ausbruch an, und zweitens funktionierte schon damals der internationale Kapitalmarkt in dem Sinne, dass die Währungen der Länder getestet wurden, bei denen sich dies durch eine besondere Risikokonstellation als gerechtfertigt bezeichnen ließ. Dies lässt sich am Beispiel Malaysias zusätzlich belegen. Obwohl Malaysia nach Mexiko das zweithöchste Defizit der Leistungsbilanz aufweist, zeigen alle drei monetären Variablen Wechselkurs, Aktienindex und Zins eine erstaunliche Stabilität (Schaubild 6b). Begründen lässt sich dies mit einer ähnlich guten makroökonomischen Performance wie Singapur, ähnlich niedrigen Auslandsschulden gemessen an den Exporten wie Taiwan sowie geringen Risiken in den Bereichen Reservedeckung und Bankensystem (Schaubild 6a–c).

III. Zwischenresümee

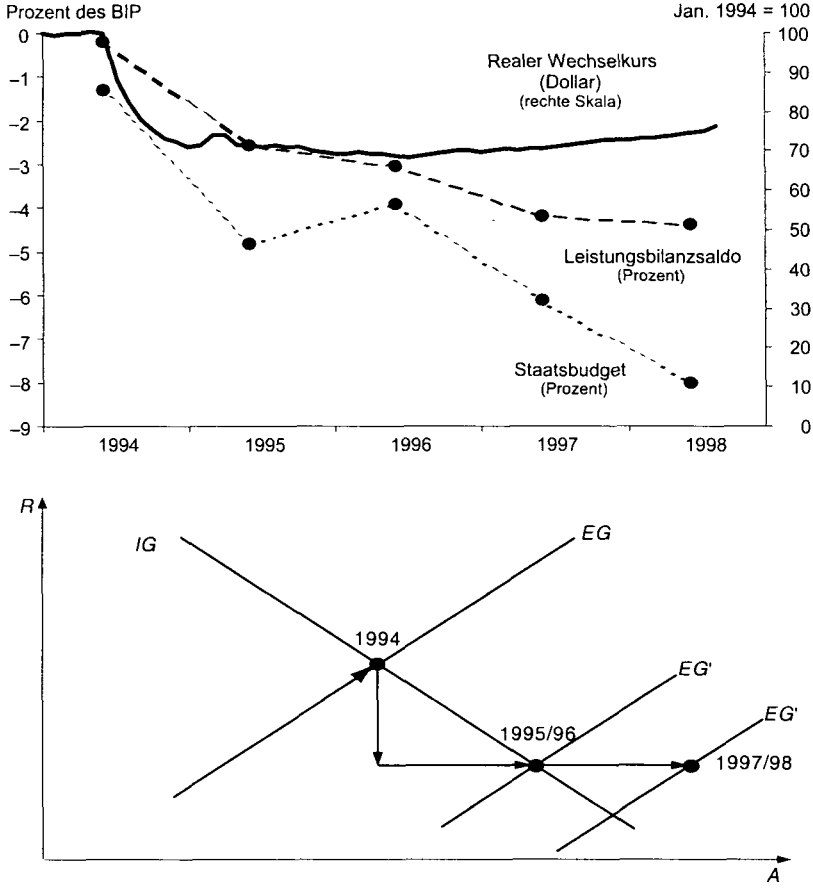
Den Währungskrisen der neunziger Jahre ist vor allem gemeinsam, dass — im Jahr vor dem Krisenausbruch — die Ausgangsländer in der hier betrachteten Vergleichsgruppe die höchsten Leistungsbilanzdefizite aufwiesen. Alle von den Krisen betroffenen Länder zeigten außerdem Risiken in den Bereichen Auslandsverschuldung, Reserveposition und Bankensektor, die — zusammen mit den Leistungsbilanzdefiziten — Verlauf und Ausbreitung der Leistungsbilanzkrisen gut erklären. Dabei sind jedoch die Ausprägungen der einzelnen Risiken von Land zu Land unterschiedlich. Zudem zeigen die Indikatoren zu den makroökonomischen Ungleichgewichten kein eindeutiges Krisensignal. Dies gilt vor allem für den realen Wechselkurs. Insgesamt ergibt sich daraus, dass ein hohes Leistungsbilanzdefizit unabhängig von seiner Entstehung, d.h. unabhängig von anderen Ungleichgewichten, eine Währungskrise wahrscheinlich macht. Ob es zur Krise kommt, hängt von der konkreten Risikokonstellation ab, die, ähnlich wie der Auslöser der Krise, länderspezifisch ist. An der Prognosequalität von

Leistungsbilanz- und Währungskrisen müssen also Zweifel zumindest dann angemeldet werden, wenn sie auf Querschnittsanalysen beruhen.

Aus diesen Schlussfolgerungen könnte man nun den Eindruck gewinnen, der reale Wechselkurs würde für die Entwicklung der Leistungsbilanz nur eine eingeschränkte Bedeutung haben. Richtig ist, dass das Entstehen von Leistungsbilanzdefiziten nicht notwendigerweise mit einer Aufwertung des realen Wechselkurses verbunden ist. Dies zeigte schon Schaubild 1. So wird eine fiskalische Expansion oder ein autonomer Kapitalzufluss — zunächst ohne eine reale Aufwertung — zu einer Absorptionserhöhung und zu einem Leistungsbilanzdefizit führen (Punkt *A*). Dagegen führt eine Fixierung des Wechselkurses bei anhaltender Inflation unmittelbar zu einer realen Aufwertung und dadurch eventuell zu einem gleich großen Leistungsbilanzdefizit (Punkt *B*). Vor einer Krise ist also das Verhältnis realer Wechselkurs/Leistungsbilanz unbestimmt. Dies gilt jedoch nicht für den unmittelbar nach einem Rückgang der Kapitalströme auf das alte Niveau auftretenden realen Abwertungsbedarf. Nimmt man an, dass der Wechselkurs in einer Krisensituation freigegeben wird, so wird es unmittelbar zu einer Abwertung kommen, die die Importe dämpft, die Exporte ansteigen und so das Leistungsbilanzdefizit schrumpfen lässt. Dieser unmittelbare Anpassungsbedarf ergibt sich in Schaubild 1 aus der vertikalen Differenz zum neuen (und alten) externen Gleichgewicht *EG*. Er hängt lediglich vom Leistungsbilanzdefizit bzw. von der Stärke des Rückgangs des Kapitalzuflusses ab. Zwar wäre im Fall einer Anpassung von Punkt *A* die Abwertung lediglich temporär gewesen und durch Inflation wieder beseitigt worden, während im Fall einer Anpassung von Punkt *B* eine dauerhafte Abwertung nötig gewesen wäre. Selbst bei einer temporären Abwertung können jedoch die anderen Risikofaktoren wie eine hohe und kurzfristige Auslandsverschuldung, relativ geringe Währungsreserven und ein schwacher von Auslandskrediten abhängiger Bankensektor erschwerend hinzu kommen. So kann die Nichtverlängerung von kurzfristigen Krediten zusammen mit einer starken — wenn auch temporären — Abwertung und geringen Währungsreserven die Liquidität eines Landes ernsthaft bedrohen. Hieraus ergibt sich ein hohes Risiko bei einem hohen Leistungsbilanzdefizit, wenn nicht weitere Risiken reduziert werden, die dazu führen können, dass schon eine temporäre — erst recht aber eine dauerhafte — reale Abwertung in eine Währungskrise einmündet und die Stabilität des Finanzmarktes bedroht.

In idealtypischer Weise treffen die beiden Szenarien auf keines der hier diskutierten Länder zu. Eine Situation wie in Punkt *A* trifft dabei noch am ehesten auf die asiatischen Länder, eine Situation wie in Punkt *B* noch am ehesten auf die lateinamerikanischen Länder zu. Grundsätzlich ist die Bewertung der Entwicklung des realen Wechselkurses und der Leistungsbilanz nur im länderspezifischen Kontext möglich.

Schaubild 9 — Die Real-Krise — Leistungsbilanz, realer Wechselkurs und Staatsbudget in Brasilien 1994–1998[a]



[a]Zur Definition der Variablen siehe Schaubild 1.

Quelle für oberen Teil: Nunnenkamp (1999).

Dies soll für den Fall Brasiliens noch einmal mit Hilfe von Schaubild 9 verdeutlicht werden. In der oberen Hälfte sind die Entwicklungen des realen Wechselkurses, der Leistungsbilanz und des Staatsdefizits Brasiliens von 1994–1998 abgetragen. In der unteren Hälfte werden diese Entwicklungen in die Modellstruktur von Schaubild 1 übertragen. Dabei wird deutlich, dass seit Einführung des Crawling Peg zwei Entwicklungsphasen stattgefunden haben. Bis 1996 sind sowohl eine reale Aufwertung aufgrund der De-facto-Fixierung des Wechselkur-

ses als auch eine fiskalische Expansion zu verzeichnen. Insgesamt entspricht dies einer Verschiebung des externen Gleichgewichts nach *EG'* (entsprechend Punkt *C* in Schaubild 1). So zeigten auch die oben diskutierten Indikatoren ein erhebliches Risiko für eine Leistungsbilanzkrise im Jahr 1996. Allerdings ist auch zu erkennen, dass eine weitere Verschlechterung nicht unmittelbar zu erkennen war. Bedingt durch die weiter rückläufige Inflationsrate war die reale Aufwertung bereits gestoppt worden. Sie wurde in der Folge sogar zurückgeführt. Auch das Staatsdefizit war rückläufig. Die weitere Erhöhung des Risikos ging danach eindeutig vom Staatshaushalt aus. Die Ausweitung des Staatsdefizits erhöhte — ohne unmittelbare Wirkung auf den realen Wechselkurs — das Leistungsbilanzdefizit und somit die Abhängigkeit von Kapitalzuflüssen und den Abwertungsdruck bei ausbleibenden Nettozuflüssen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass das externe Gleichgewicht für die Vermeidung von Währungskrisen von entscheidender Bedeutung ist, dass die Leistungsbilanz in der kurzen Frist vom realen Wechselkurs und dem Defizit im Staatshaushalt beeinflusst wird, dass aber die konkreten Zusammenhänge genau wie die Risikopositionen einer länderspezifischen Interpretation bedürfen. Die folgende Untersuchung der Leistungsbilanzentwicklungen seit 1970 soll Aufschluss darüber geben, ob dies auch für einen längeren Zeitraum gilt oder ob sich langfristig andere Muster für die Determinanten der Leistungsbilanzentwicklung erkennen lassen.

C. Determinanten der langfristigen Leistungsbilanzentwicklung in ausgewählten Ländern Asiens und Lateinamerikas

Zur Untersuchung der längerfristigen Zusammenhänge wird das Ländersample auf acht Länder konzentriert. Neben den vier lateinamerikanischen Ländern sind dies die Ursprungsländer der asiatischen Krise Thailand und Korea sowie zwei vergleichsweise schwächer betroffene Länder — Malaysia und Taiwan. Ausgeschlossen werden die asiatischen Länder, bei denen die größten Probleme bei der Verallgemeinerung der Ergebnisse zu erwarten sind — Hongkong, Singapur (Stadtstaaten) sowie Indonesien und die Philippinen (vom Einkommensniveau her noch keine „emerging markets" und zudem überdurchschnittlich rohstoffpreisbedingten Volatilitäten in der Leistungsbilanz unterworfen). Die Untersuchung basiert auf Jahresdaten im Zeitraum von 1970 bis 1996. Um die Vergleichbarkeit der Daten über die Jahre und zwischen Ländern möglichst sicherzustellen, wurde dabei im Wesentlichen auf die Daten der World Development Indicators auf CD-ROM zurückgegriffen.

Die Untersuchung verläuft in drei Schritten. Erstens wird mit Hilfe einer Korrelationsanalyse untersucht, von welchen Komponenten und Determinanten die Leistungsbilanzen der acht Länder bestimmt wurden. Zweitens werden anhand eines Vergleichs längerfristiger Durchschnitte die Entwicklungen des realen Wechselkurses und der Exporte näher betrachtet. Drittens wird mit Hilfe einer Korrelationsanalyse der Frage nachgegangen, wie sich das Wirtschaftswachstum auf Nachfrage und Angebot an nichtgehandelten Gütern und auf den realen Wechselkurs ausgewirkt hat.

I. Komponenten und Determinanten der Leistungsbilanzen

Aus den Identitätsgleichungen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung ergeben sich mögliche Erklärungsmuster für Leistungsbilanzentwicklungen. Zum einen setzt sich die Leistungsbilanz aus der Handelsbilanz, also der Differenz zwischen Exporten und Importen von Gütern und Dienstleistungen, sowie aus Transferleistungen und Faktordienstleistungen (Erwerbs- und Vermögenseinkommen) zusammen. Zum anderen spiegelt die Leistungsbilanz auch die Differenz zwischen heimischer Ersparnis und heimischer Investitionstätigkeit wider.

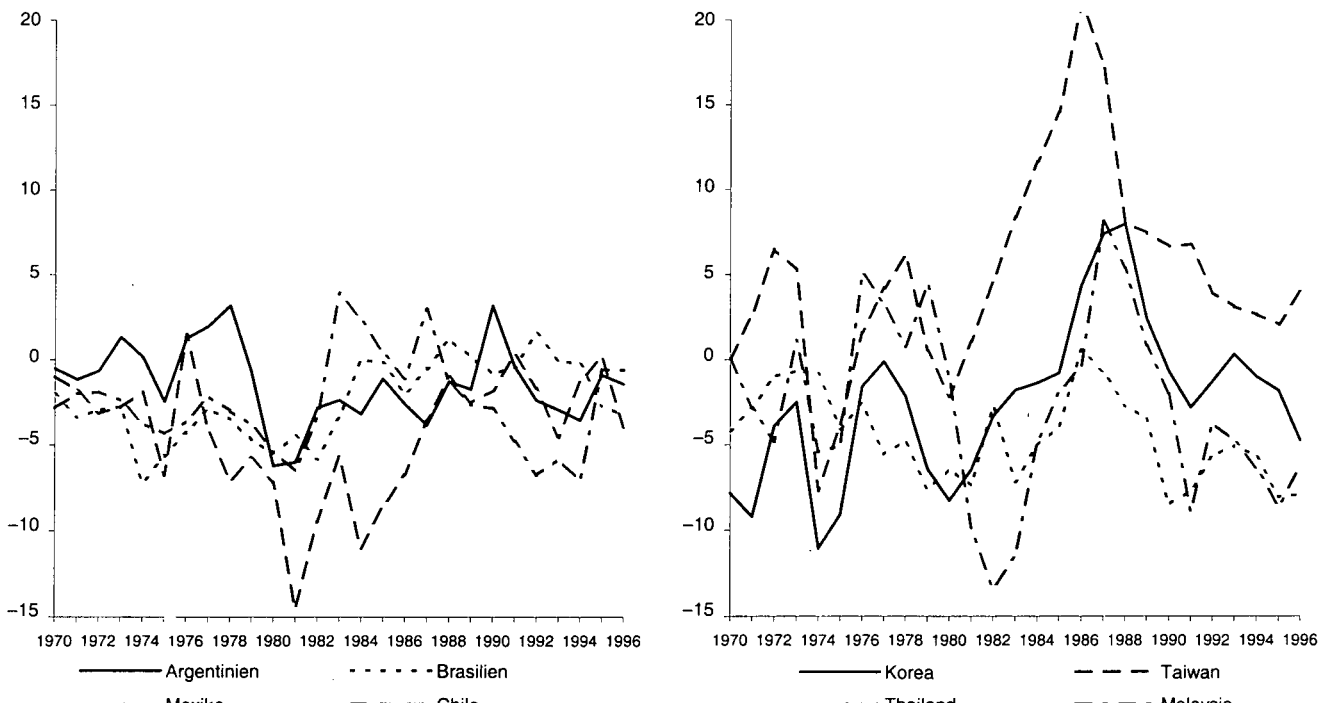
Tabelle 1 zeigt, wie diese Komponenten zur Entwicklung der Leistungsbilanzen der acht Länder beigetragen haben.

Auffällig ist zunächst, dass die Leistungsbilanzentwicklungen über einen längeren Zeitraum in fast allen Ländern ausschließlich von der Handelsbilanzentwicklung bestimmt wurden. Ausnahmen bilden hier lediglich Argentinien und Chile. Weiter fällt auf, dass die Korrelation zwischen Leistungs- und Handelsbilanz bei den asiatischen Ländern fast perfekt ist. Die Schaubilder 10 und 11 zeigen die Entwicklung der Leistungsbilanz und der sonstigen Leistungsbilanzposten für die acht untersuchten Länder. Es wird zum einen deutlich, dass die Leistungsbilanzentwicklung in den lateinamerikanischen Ländern — mit Ausnahme der Schuldenkrise zu Beginn der achtziger Jahre — tatsächlich relativ stabil verlaufen ist (Schaubild 10); die asiatischen Länder zeigen dagegen deutlich die Auswirkungen der beiden Ölpreiskrisen sowie eine gemeinsame Aktivierung der Leistungsbilanz bis Mitte der achtziger Jahre und danach eine stark ausgeprägte Passivierung in der Periode starker Kapitalzuflüsse. Dies spricht für eine stärkere Weltmarktintegration der asiatischen Staaten und damit auch für eine stärkere Abhängigkeit von konjunkturellen und strukturellen Veränderungen in den Industriestaaten.

Zum anderen ergeben sich längere Perioden mit Leistungsbilanzüberschüssen nur für die asiatischen Staaten — mit Ausnahme Thailands. Zurückzuführen ist dies im Wesentlichen auf die bekannte Tatsache, dass die asiatischen Staaten mit ihrer Handelspolitik ihren Exportsektor im Vergleich zum Importsubstitutionssektor weit weniger benachteiligten (in Einzelfällen sogar vorübergehend bevorzugten) als die lateinamerikanischen Staaten. Dies spricht für einen stärkeren Einfluss der Wirtschaftspolitik auf die Leistungsbilanzentwicklung in den asiatischen Staaten. Beide Faktoren — Weltmarktintegration und wirtschaftspolitischer Einfluss — wirken sich offensichtlich über die Handelsbilanz auf die Leistungsbilanzentwicklung aus.

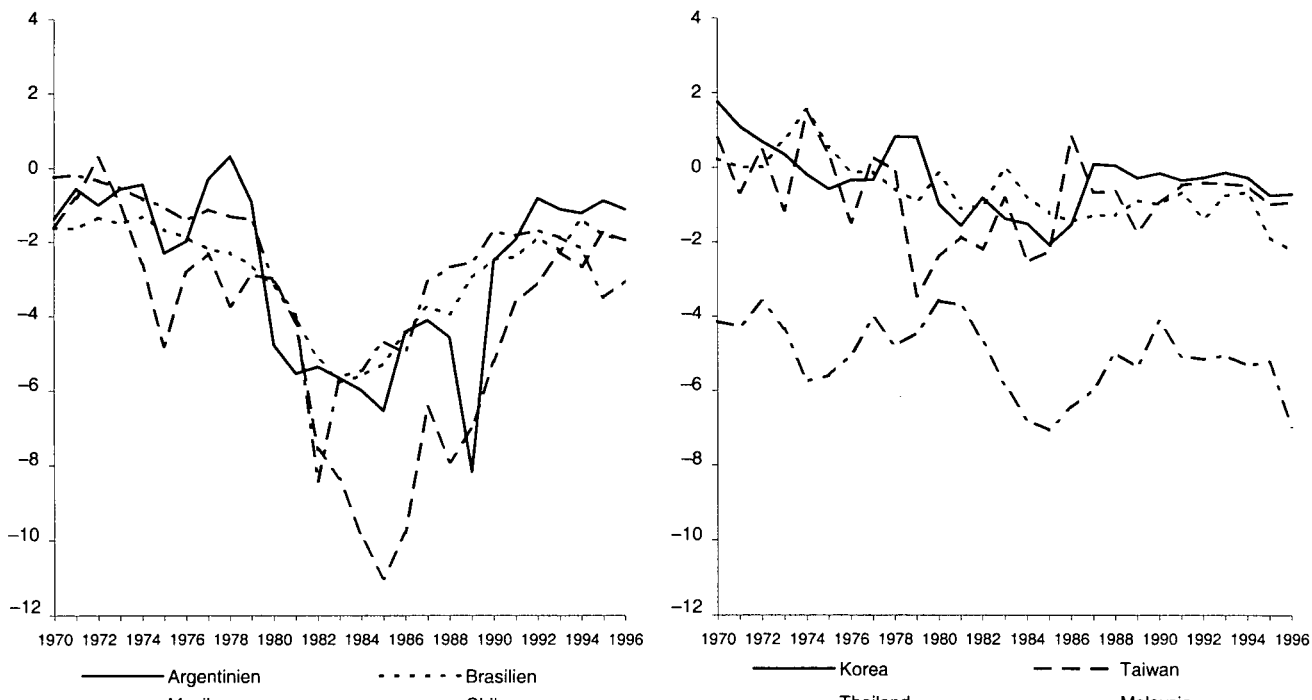
Schließlich lässt sich die hohe Korrelation zwischen Leistungs- und Handelsbilanz für die asiatischen Staaten damit begründen, dass die Entwicklung der übrigen Leistungsbilanzpositionen tatsächlich sehr viel stetiger verlief als in den lateinamerikanischen Ländern (Schaubild 11). Mit der Ausnahme Malaysias bewegten sich auftretende Defizite zudem auf geringem Niveau. Dies gilt sogar für Korea, das zu Beginn der achtziger Jahre eine Schuldenkrise nur durch eine wirtschaftspolitische Kursänderung vermeiden konnte. Dagegen wurden die lateinamerikanischen Länder in den Sog der Schuldenkrise gezogen — am stärksten Chile, das als einziges der hier betrachteten lateinamerikanischen Länder auf die einseitige Verweigerung des Schuldendienstes verzichtete, und Argentinien, das den Schuldendienst erst Anfang der neunziger Jahre mit Hilfe eines Umschuldungsprogramms reduzieren konnte.

Schaubild 10 — Entwicklung der Leistungsbilanzsalden in acht lateinamerikanischen und asiatischen Ländern 1970–1996 (Prozent des BIP)



Quelle: World Bank (1998).

Schaubild 11 — Entwicklung der Leistungsbilanzsalden ohne Handel in acht lateinamerikanischen und asiatischen Ländern 1970–1996 (Prozent des BIP)



Quelle: World Bank (1998); eigene Berechnungen.

Von den übrigen Komponenten der Leistungsbilanz ist zu erwarten, dass die Exporte und die Ersparnisse eine positive, die Importe und die Investitionen eine negative Korrelation mit der Leistungsbilanz aufweisen. Bei den signifikanten Koeffizienten ist dies mit einer Ausnahme der Fall. Der negative Koeffizient im Fall Thailands zeigt, dass aufgrund des starken Einflusses der Importe selbst steigende Exporte nicht mit einer Aktivierung der Leistungsbilanz einhergingen. Für die Fälle insignifikanter Koeffizienten der Exporte gilt — ebenfalls mit einer Ausnahme —, dass die Exporte positiv mit der Handelsbilanz und negativ mit den sonstigen Leistungsbilanzpositionen korreliert sind. Offensichtlich kommt es hier bei Passivierung der Leistungsbilanz durch einen erhöhten Schuldendienst zu einer Politikreaktion, die über steigende Exporte für eine Verbesserung der Handelsbilanz, nicht aber der Leistungsbilanz sorgt. Dies gilt neben den bereits diskutierten Fällen Argentinien und Chile auch für Mexiko, das im Zuge der Schuldenkrise ebenfalls eine Verschlechterung der Leistungsbilanz aufgrund eines steigenden Schuldendienstes erlebte. Bleiben als einzige Ausnahmen Malaysia und Thailand, bei denen die Exporte über den gesamten Untersuchungszeitraum keinen signifikanten Einfluss auf die Leistungs- oder zumindest die Handelsbilanz hatten. Interessanterweise sind dies neben Argentinien auch die Länder, bei denen die Ersparnisse keine signifikante Korrelation mit der Leistungsbilanz aufweisen. Für alle übrigen Länder bleibt festzuhalten, dass die Aktivseite der Leistungsbilanz (Exporte und Ersparnis) die Leistungsbilanzentwicklung im Wesentlichen bestimmt.

Im Folgenden sind die Variablen zu beschreiben, die die Leistungsbilanz über eine oder mehrere ihrer Komponenten determinieren. Dabei wird ein zweistufiges Verfahren gewählt. Zunächst wird die Korrelation aller Determinanten der Leistungsbilanz mit der Leistungsbilanz bestimmt.[6] Da angenommen werden kann, dass nicht alle Variablen alle Komponenten der Leistungsbilanz (nach der Aufteilung in Tabelle 1) beeinflussen, wird auch die Korrelation der Komponenten der Leistungsbilanz mit den jeweils relevanten Determinanten berechnet. Dabei werden neben einer Trendvariablen drei Arten von Variablen unterschieden (Tabelle 2): Politikvariablen (Staatsbudget, realer Wechselkurs), interne exogene Variablen (Wachstum, Demographie), externe exogene Variablen (Weltmarktzins, Terms of Trade, Ölpreis, regionales und weltweites Wachstum). Die Variablen und ihr Einfluss auf die Leistungsbilanz oder Komponenten der Leistungsbilanz werden nun in dieser Reihenfolge diskutiert.

Betrachtet man zunächst die Politikvariablen, so ist für die Korrelation zwischen dem Staatsbudget und der Leistungsbilanz ein positiver Koeffizient zu erwarten (Schaubild 1). Dies gilt dann, wenn eine Erhöhung der staatlichen Netto-

---

6 Zu den Determinanten der Leistungsbilanzentwicklung vgl. Bosworth (1993) und Schimmelpfennig (1998).

Tabelle 1 — Die Komponenten der Leistungsbilanz (Prozent des BIP) — Pearson-Korrelationskoeffizienten 1970–1996[a]

	Argentinien	Brasilien	Chile	Korea	Malaysia	Mexiko	Taiwan	Thailand
Leistungsbilanzsaldo								
Handelsbilanzsaldo	0,484*	0,875**	0,651**	0,984**	0,983**	0,887**	0,983**	0,948**
Sonstiger Leistungsbilanzsaldo	0,513**		0,462*					
Exporte von Gütern und Dienstleistungen		0,496**		0,618**			0,566**	–0,417*
Importe von Gütern und Dienstleistungen		–0,826**			–0,453*		–0,498**	–0,636**
Bruttoinvestitionen		–0,453*			–0,725**	–0,597**	–0,872**	–0,631**
Bruttoersparnis		0,597**	0,588**	0,742**		0,590**	0,606**	
Bruttoersparnis								
Bruttoinvestitionen	0,847**	0,645**	0,667**	0,718**		0,528**	0,639**	
Exporte von Gütern und Dienstleistungen								
Sonstiger Leistungsbilanzsaldo	–0,471**	–0,706**	–0,497**	–0,707**		0,528**	–0,496**	0,669**
Handelsbilanzsaldo	0,883**		0,861**	0,761**	0,497**			0,931**

[a]Nichtsignifikante Koeffizienten wurden nicht berichtigt. ** (*) Signifikant auf dem 1(5)-Prozent-Niveau.

Quelle: World Bank (1998); International Monetary Fund *International Financial Statistics* auf CD-ROM; eigene Berechnungen.

ersparnis mit höheren gesamtwirtschaftlichen Ersparnissen und/oder mit geringeren gesamtwirtschaftlichen Investitionen einhergeht. Ein insignifikanter bzw. negativer Koeffizient würde dann auf eine Substitutionsbeziehung zwischen privaten und öffentlichen Aktivitäten, d.h. auf Crowding-out, hindeuten. Tatsächlich zeigt Tabelle 2, dass nur im Fall Koreas ein positiver Koeffizient in Bezug auf die Leistungsbilanz auftritt. Ein differenzierteres Bild ergibt sich, wenn die Korrelation des Staatsbudgets mit Investitionen und Ersparnissen betrachtet wird. In allen asiatischen Ländern und in Chile zeigt sich hier ein positiver Zusammenhang zwischen Staatsbudget und gesamtwirtschaftlicher Ersparnis. Dagegen legen die negativen Koeffizienten für die übrigen lateinamerikanischen Länder eine substitutive Beziehung nahe, wobei die Reaktion der privaten Ersparnis die Wirkungen der Änderungen der öffentlichen Ersparnis auf die gesamte Ersparnis sogar konterkariert. Dass sich dieses Bild nicht bei der Wirkung des Staatsbudgets auf die Leistungsbilanz zeigt, liegt an der Reaktion der Investitionen. In drei Fällen, in denen eine positive Korrelation zwischen Staatsbudget und Ersparnis besteht, zeigt sich auch eine positive Korrelation mit den Investitionen. Nur in einem Fall ergibt sich der erwartete negative Koeffizient. Dies spricht dafür, dass eine eindeutige Wirkung des Staatsbudgets auf die Leistungsbilanz in den asiatischen Staaten und Chile vor allem von der Substitutionsbeziehung zwischen staatlicher und privater Investitionstätigkeit und in den übrigen lateinamerikanischen Ländern von einer Substitutionsbeziehung zwischen staatlicher und privater Ersparnis verhindert wird. Ein Potential zur aktiven Beeinflussung der Leistungsbilanz durch Veränderungen des Staatsbudgets ist deshalb — bei einer entsprechenden Investitionspolitik — nur in den asiatischen Ländern und in Chile zu vermuten.

Der reale Wechselkurs ist so definiert, dass der Index bei einer Aufwertung steigt bzw. bei einer Abwertung sinkt. Dies lässt erwarten, dass bei einer preiselastischen Reaktion der Korrelationskoeffizient mit den Importen positiv und mit den Exporten und der Handelsbilanz dagegen negativ ist. Dies wäre dann für die Handelsbilanz nicht der Fall, wenn die Importreaktion durch den bekannten J-Kurveneffekt bestimmt wird bzw. wenn die Exporte sehr stark von importierten Vorleistungen abhängig sind. Die Wirkung auf die Leistungsbilanz könnte auch dadurch konterkariert werden, dass eine Aufwertung (Abwertung) den Zinsdienst für Auslandsschulden verringert (erhöht). Schließlich wird sich der reale Wechselkurs auch auf die Investitionen und die Ersparnis auswirken. So ist von einer Aufwertung zu erwarten, dass sie die internationale Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt. Wie sich dies auf die Investitionen auswirkt, ist generell unbestimmt. Es kann sowohl zu einem Rückgang der Investitionen in den Exportsektor kommen als auch zu höheren Investitionen, um die Produktivität zu

Tabelle 2 — Die Determinanten der Leistungsbilanz — Pearson-Korrelationskoeffizienten 1970–1996[a]

	Argentinien	Brasilien	Chile	Korea	Malaysia	Mexiko	Taiwan	Thailand
BUD				0,590**		–0,614**		
RWK	–0,408*	–0,421*	–0,738**	–0,605**				
RWKS								
RWKD		0,425*			–0,628**	–0,500*		
RWKDS			–0,578**		0,532**	0,771**	–0,425*	0,767**
WKP						–0,453*	0,383*	
V15		–0,539**		–0,561**				–0,485*
V65			0,391*	0,381*				0,442*
RZ	–0,482*		–0,392*		–0,383*		0,383*	
TOTREL				0,424*			0,436*	
OEL	–0,504**		–0,608**					–0,538**
WSOAP		0,507**						
WOECD	0,411*				0,570**	0,403*		
WLAKA					0,454*			0,397*
WWELT	0,433*				0,590**	0,394*		
TREND		0,584**		0,524**				–0,451*

[a]Nichtsignifikante Koeffizienten wurden nicht berichtigt. ** (*) Signifikant auf dem 1(5)-Prozent-Niveau.

Politikvariablen

BUD = Saldo des Staatsbudgets (Prozent des BIP)
RWK = Realer effektiver Wechselkurs (1970 = 100)
RWKS = Standardabweichung von RWK
RWKD = Veränderung von RWK über die letzten 5 Jahre
RWKDS = Standardabweichung von RWKD

Interne exogene Variablen

WKP = Wachstumsrate des BIP in konstanten Preisen (Prozent)
V15 = Verhältnis der Bevölkerung unter 15 und zwischen 15 und 65 (Prozent)
V65 = Verhältnis der Bevölkerung über 65 und zwischen 15 und 65 (Prozent)

Externe exogene Variablen

RZ = Realer Zinssatz in den USA (1970 = 100)
TOTREL = Terms-of-Trade-Effekt auf die Handelsbilanz der Vorperiode (Prozent des BIP)
OEL = Durchschnittlicher Ölpreis (Dollar)
Reales Wirtschaftswachstum in...
WSOAP = ... Südostasien und Pazifik (Prozent)
WOECD = ... OECD-Ländern mit hohem Einkommen
WLAKA = ... Lateinamerika und Karibik
WWELT = ... der Welt

Trendvariable

= 1970=1, 1971=2, ..., 1996 = 27

Quelle: J.P. Morgan (verschiedene Ausgaben); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

erhöhen und den Aufwertungsnachteil auszugleichen. Im ersten Fall wäre eine negative Korrelation, im zweiten Fall eine positive Korrelation zu erwarten. Bei der Auswirkung auf die Ersparnis ist jedoch von einer negativen Korrelation auszugehen. Eine Aufwertung wird das Vermögen erhöhen und so den Sparanreiz reduzieren.

Die Ergebnisse in den Tabellen 2 und 3 zeigen, dass entweder die kurzfristige (RWK) oder die mittelfristige Entwicklung (RWKD) des realen Wechselkurses die erwartete Wirkung auf die Leistungsbilanz und die Handelsbilanz zeigt, obwohl der reale Wechselkurs — wie erwartet — in vier Ländern positiv mit den sonstigen Leistungsbilanzpositionen korreliert ist (Brasilien, Chile, Korea und Mexiko). Lediglich für Taiwan und Thailand ist kein signifikanter Handelseffekt festzustellen, obwohl beide Länder zumindest teilweise die erwarteten Reaktionen zeigen (negativer Koeffizient bei den Exporten im Fall Thailands; positiver Koeffizient bei den Importen im Fall Taiwans). In Bezug auf die Investitionstätigkeit ergibt sich nur für Korea, Malaysia und Mexiko ein signifikanter Zusammenhang. Dabei wird ein negativer Effekt einer kurzfristigen realen Aufwertung für Korea und Malaysia und ein positiver Effekt einer langfristigen realen Aufwertung für Malaysia und Mexiko bestätigt. Lediglich für Mexiko zeigt sich auch bei einer kurzfristigen realen Aufwertung ein positiver Investitionseffekt. Eindeutiger sind hier die Ergebnisse bei den Ersparnissen. In fünf von acht Fällen ist das Vorzeichen des Korrelationskoeffizienten negativ; langfristige reale Wechselkursänderungen scheinen dagegen nicht von Bedeutung zu sein.

Schwieriger als für Niveauveränderungen des realen Wechselkurses ist es, Hypothesen für den Zusammenhang zwischen Schwankungen des realen Wechselkurses und der Leistungsbilanz abzuleiten. Sowohl bei Exporten als auch bei Importen ist zu erwarten, dass sie bei zunehmenden Schwankungen des realen Wechselkurses zurückgehen. Tatsächlich sind fast alle (signifikanten) Koeffizienten bei den Exporten und Importen negativ. Der Zusammenhang mit der Handelsbilanz muss dabei theoretisch unbestimmt bleiben. Diese aktiviert sich allerdings bei der Hälfte der Länder (Tabelle 3). Das heißt, dass bei zunehmenden Schwankungen des realen Wechselkurses in diesen Ländern die Importe stärker zurückgehen als die Exporte. Eine Ausnahme bildet dabei Taiwan. Hier steigen die Importe in Zeiten stärkerer Wechselkursschwankungen.

Im Gegensatz zum Wirkungszusammenhang über die Handelsbilanz sollte die Wirkung über Investitionen und Ersparnis eindeutig positiv sein, da zu erwarten ist, dass mit zunehmenden Relativpreisschwankungen die Investitionen unter dem Unsicherheitsaspekt zurückgehen und die Ersparnis aus Vorsichtsmotiven steigt. Diese Überlegungen lassen sich jedoch nur eingeschränkt für die Investitionstätigkeit stützen. Hier zeigen vier Länder das erwartete Vorzeichen, und lediglich in Taiwan wurde bei zunehmenden Schwankungen des realen Wechselkurses sogar mehr investiert. Bei den Ersparnissen zeigt sich dagegen kein ein-

Tabelle 3 — Die Determinanten der Leistungsbilanzkomponenten — Pearson-Korrelationsanalyse 1970–1996[a]

	Argentinien	Brasilien	Chile	Korea	Malaysia	Mexiko	Taiwan	Thailand
				Handelsbilanz				
RWK		–0,666**	–0,632**	–0,638**		–0,407*		
RWKS	0,414*							
RWKD	–0,491*		–0,586**		–0,568**	–0,550**		
RWKDS					0,571**	0,895**	–0,483*	0,658**
WKP	–0,525**	–0,395*				–0,606**		
RZ		0,542**		0,410*		0,549**	0,462*	
TOTREL			0,514**	0,397*			0,484*	
OEL								–0,420*
WSOAP								
WOECD					0,560**			
WLAKA		–0,393*		–0,391*	0,420*	–0,477*		
WWELT					0,578**			
TREND		0,560**		0,575**				
				Sonstiger Leistungsbilanzsaldo				
BUD	0,626**					0,609**		
RWK		0,669**		0,498**				
RWKD			0,524*			0,426*		0,578**
WKP	0,491**	0,383*			0,401*	0,577**		
RZ	–0,677**	–0,683**	–0,581**			–0,803**	–0,497**	–0,646**
TREND				–0,423*				–0,775**
				Exporte von Gütern und Dienstleistungen (Prozent des BIP)				
RWK	–0,456*	–0,714**		–0,553**	–0,843**	–0,858**		–0,408*
RWKS			–0,542**					
RWKD	–0,562**		–0,526**					
RWKDS			–0,496*					–0,517*
WKP	–0,535**					–0,676**		
RZ		0,470*	0,421*	0,581**	0,485*	0,726**	0,529**	0,479*
TOTREL								
WSOAP								
WOECD								
WLAKA	–0,470*		–0,459*	–0,527**		–0,619**		
WWELT								
TREND			0,790**	0,521**	0,948**	0,871**		0,945**
				Importe von Gütern und Dienstleistungen (Prozent des BIP)				
RWK					–0,756**	–0,702**	0,501**	
RWKS	–0,399*		–0,569**					
RWKD								
RWKDS	–0,488*		–0,568**				0,424*	–0,671**
WKP								
RZ			0,494**		0,539**	0,442*		0,464*
TOTREL				–0,425*				
OEL			0,580**	0,686**			0,473*	
TREND	0,551**	–0,551**	0,802**		0,913**	0,884**		0,914**

noch Tabelle 3

	Argentinien	Brasilien	Chile	Korea	Malaysia	Mexiko	Taiwan	Thailand
			Bruttoersparnis (Prozent des BIP)					
BUD	–0,785**	–0,764**	0,463*	0,599**	0,691**	–0,635**	0,503**	0,854**
RWK		–0,498**	–0,575**	–0,854**	–0,593**			–0,492**
RWKS	0,526**		–0,603**					–0,408*
RWKD								
RWKDS			–0,699**			0,879**		–0,496*
WKP			0,538**				0,442*	0,405*
V15			–0,593**	–0,947**	–0,768**			0,912**
V65	–0,679**		0,679**	0,768**		–0,446*		–0,888**
RZ	–0,537**			0,574**	0,438*	0,732**		0,417*
TREND	–0,717**		0,697**	0,917**	0,767**			0,909**
			Bruttoinvestitionen (Prozent des BIP)					
BUD	–0,575*		0,551**				0,466*	0,870**
RWK				–0,672**	–0,390*	0,393*		
RWKS			–0,623**					
RWKD					0,580**	0,574**		
RWKDS		–0,495*	–0,727**		–0,494*		0,601**	–0,699**
WKP			0,579**			0,460*		
V15	–0,503**		–0,531**	–0,835**	–0,677**		0,511**	0,896**
V65	–0,721**		0,711**	0,786**			–0,541**	–0,855**
RZ	–0,652**	–0,437*		0,471*	0,630**		–0,445*	0,408*
TOTREL		–0,466*				0,453*	–0,494*	
OEL				0,469*	0,591**	0,590**		
WSOAP								
WOECD				–0,474*	–0,523**	–0,464*		
WLAKA					–0,543**			
WWELT				–0,527**	–0,571**	–0,504**		–0,398*
TREND	–0,723**		0,652**	0,835**	0,715**		–0,563**	0,879**

[a]Nichtsignifikante Koeffizienten wurden nicht berichtigt. ** (*) Signifikant auf dem 1(5)-Prozent-Niveau.

Quelle: Definition der Variablen und Quelle siehe Tabellen 1 und 2; eigene Berechnungen.

deutiger Trend bei den Vorzeichen. Entsprechend unbestimmt bleibt auch der Zusammenhang zwischen Wechselkursschwankungen und der Leistungsbilanz (Tabelle 2). Während für drei Länder kein Zusammenhang festzustellen ist, passiviert (aktiviert) sich die Leistungsbilanz bei zunehmenden Wechselkursschwankungen in Chile und Taiwan (Malaysia, Mexiko, Thailand).

Ist davon auszugehen, dass sowohl das Staatsbudget als auch der reale Wechselkurs zumindest teilweise politikabhängig sind, so sind andere Variablen, die den Leistungsbilanzsaldo beeinflussen, eher exogen. Dabei ist zwischen internen

exogenen Variablen und externen exogenen Variablen zu unterscheiden. Als interne exogene Variablen wurden hier das Wirtschaftswachstum und die demographischen Faktoren berücksichtigt.[7]

Eine Erhöhung des realen Wachstums im Inland sollte einen negativen Effekt auf die Leistungsbilanz über die Handelsbilanz haben, wenn die interne Absorption die Importnachfrage steigen lässt. Ein gegenteiliger Effekt ist allerdings über den Zinsdienst für Auslandsschulden zu erwarten; er wird bei höherem Wachstum relativ sinken und die Leistungsbilanz entlasten. Der Gesamteffekt ist somit unbestimmt. Dies gilt auch für den Wirkungszusammenhang über Investitionen und Ersparnis. Von einem höheren Wachstum ist zu erwarten, dass Investitionen angeregt werden (negativer Leistungsbilanzeffekt), dass aber auch die Spartätigkeit steigt, wenn die Privaten die Relation zwischen Einkommen und Vermögen konstant halten wollen.

Aus Tabelle 3 ist zu erkennen, dass signifikante Koeffizienten das erwartete Vorzeichen zeigen, dass jedoch die Korrelationen zwischen dem realen Wachstum und den Komponenten der Zahlungsbilanz in der Regel insignifikant sind. Überraschen muss allerdings, dass bei den Importen keine signifikanten Zusammenhänge zu erkennen sind. Der Importmultiplikator liegt somit bei eins, d.h., die Importe steigen entsprechend dem Wirtschaftswachstum. Insgesamt sorgen die schwachen Wirkungen auf die Teilkomponenten auch dafür, dass sich insgesamt nur für zwei Länder eine signifikante Wirkung auf die Leistungsbilanz ergibt (negativ für Mexiko, positiv für Taiwan) (Tabelle 2).

Bei den demographischen Variablen wird sowohl ein Alters- als auch ein Jugendquotient berücksichtigt. Es ist davon auszugehen, dass Investitionen und Ersparnis mit steigendem Anteil von junger und alter Bevölkerung zurückgehen. Angenommen wird dabei, dass diese Bevölkerungsgruppen eine negative Nettoersparnis aufweisen. Es ist dann aber unklar, wie sich dies auf die Leistungsbilanz auswirkt. Weiter ist zu bedenken, dass das Vorsorgemotiv zu einer Umkehrung der Vorzeichen führen kann. Die in den Tabellen 2 und 3 angegebenen Korrelationen können über diese Zusammenhänge nur eingeschränkt Auskunft geben, weil die Zeitreihen für die demographischen Variablen sehr stark trendbehaftet sind. Dies ergibt sich zum einen daraus, dass sich diese Variablen im Zeitablauf sehr stabil entwickeln, und zum anderen daraus, dass mit Ausnahme von Taiwan lediglich Jahreswerte im Fünfjahresrhythmus zur Verfügung stehen und die übrigen Jahresdaten durch Interpolation generiert wurden. Dabei sinkt (steigt) in allen Ländern der Anteil der jungen (alten) Bevölkerung. Eine Ausnahme bildet hier lediglich Argentinien, wo auch der Anteil der jungen Bevölkerung im untersuchten Zeitraum steigt.

---

7 Die Exogenität der Wachstumsvariablen bezieht sich dabei auf die Leistungsbilanzentwicklung; allgemein wird sie natürlich von der Wirtschaftspolitik wesentlich bestimmt.

Schließt man alle Koeffizienten aus, bei denen das Vorzeichen durch den Trend der beiden korrelierten Variablen erklärt werden kann, so bleiben in Bezug auf die Leistungsbilanzwirkung lediglich signifikante Koeffizienten für Chile und Thailand: Im Fall Chiles weist die Leistungsbilanz keinen Trend auf; im Fall Thailands sind die Vorzeichen entgegengesetzt zur Trendvorhersage. Für beide Länder ergibt die Korrelationsanalyse einen positiven Zusammenhang zwischen einem zunehmenden Altersquotienten und den gesamtwirtschaftlichen Nettoersparnissen. Im Fall Thailands kommt ein signifikant negativer Zusammenhang zwischen dem Jugendquotienten und den gesamtwirtschaftlichen Nettoersparnissen hinzu (Tabelle 2). Allerdings basieren diese ähnlichen Ergebnisse auf unterschiedlichen Wirkungen auf die Teilkomponenten Investitionen und Ersparnis. Während in Chile mit zunehmendem Altersquotienten die Ersparnis steigt, sinkt sie in Thailand. Der positive Leistungsbilanzeffekt resultiert in Chile daher aus einer stärkeren Zunahme der Ersparnis gegenüber den Investitionen, während im Fall Thailands die Ersparnis sinkt, allerdings weniger als die Investitionen. Insgesamt ist aber der demographische Effekt auf die Leistungsbilanz eher unbestimmt (Tabelle 3).

Ergänzend ist noch der Einfluss der externen exogenen Variablen zu diskutieren. Der Zinssatz auf dem Weltmarkt, angenähert durch den Realzins in den USA, wirkt sich auf alle Teilkomponenten der Leistungsbilanz aus. Bei Nettokapitalimporteuren ist davon auszugehen, dass sich der Zinsdienst erhöht, wenn die externen Zinsen steigen, dass sich aber auch die Handelsbilanz verbessert, wenn aufgrund der Zinserhöhung weniger Kapital zufließt und sich dadurch die Importe verringern. Der Handelsbilanzeffekt könnte sich dadurch verstärken, dass höhere Zinsen im Ausland die Wettbewerbsfähigkeit der Exportsektoren erhöhten. Unter der Voraussetzung, dass bei steigenden internationalen Zinsen auch die inländischen Zinsen steigen, müssten zudem die Investitionen sinken und die Ersparnis steigen. Abgesehen vom Effekt über den Zinsdienst müssten sich alle Effekte zugunsten einer Aktivierung der Leistungsbilanz bei steigendem internationalen Zinssatz auswirken.

Diese Hypothese wird jedoch nur für Taiwan durch eine positive Korrelation des Weltmarktzinses mit der Leistungsbilanz gestützt (Tabelle 2). Für Argentinien, Chile und Malaysia erklärt sich der negative Korrelationskoeffizient dadurch, dass ein steigender Weltmarktzins über einen steigenden Zinsdienst zu einer Passivierung der sonstigen Leistungsbilanzposition führt (Argentinien, Chile), die Investitionstätigkeit erhöht (Malaysia) oder die Ersparnisse dämpft (Argentinien) (Tabelle 3).

Die Koeffizienten der übrigen exogenen Variablen sind in der Regel insignifikant. So wirkte sich eine Verbesserung der Terms of Trade lediglich in Korea und Taiwan positiv auf die Leistungsbilanz aus (Tabelle 2). Eine Verschlechterung der Leistungsbilanz aufgrund steigender Ölpreise lässt sich lediglich für

Argentinien, Chile und Thailand feststellen. Die Wachstumsraten für Regionen bzw. für die Welt sind zwar plausibel, da man annehmen kann, dass externes Wachstum eine Aktivierung der Leistungsbilanz begünstigt. Allerdings lassen sich die Ergebnisse für die Leistungsbilanz nur schwer über die Wirkungen auf ihre Komponenten verifizieren (Tabelle 3). Lediglich für Malaysia findet sich ein positiver Effekt auf die Handelsbilanz.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass sich sowohl für die Politikvariablen als auch für die exogenen internen und externen Variablen kein homogenes Bild bezüglich ihrer Wirkung auf die Leistungsbilanz ergibt. Dies liegt zum Teil daran, dass zwar relativ klar ist, welche Variablen einen Einfluss auf die Komponenten der Leistungsbilanz haben, dass für die Richtung der Wirkung jedoch konkurrierende Erklärungen vorliegen. Zum anderen Teil zeigen die untersuchten Länder auch ein sehr spezifisches und heterogenes Verhaltensmuster. Dies gilt noch am wenigsten für den realen Wechselkurs, der zumindest in allen untersuchten Aspekten das erwartete Vorzeichen zeigt. Allerdings ergeben sich auch in diesem Fall eine erhebliche Zahl insignifikanter Zusammenhänge.

Als Erklärung für die geringe Zahl signifikanter Beziehungen bietet sich an, dass während des untersuchten Zeitraums Strukturbrüche aufgetreten sind, die, über den gesamten Zeitraum gesehen, für nichtsignifikante Korrelationen sorgen. An dieser Stelle interessiert vor allem eine möglicherweise unterschiedliche Wirkung der Politikvariablen. Um dies mit Hilfe der Korrelationsanalyse sinnvoll untersuchen zu können, wird der Untersuchungszeitraum im Folgenden geteilt. Anhaltspunkte dafür bieten Politikwechsel wie etwa die Einführung eines festen bzw. quasi-festen Wechselkurses in Argentinien und Mexiko, die den Beginn einer deutlichen Passivierung der Leistungsbilanz kennzeichnen. Hier wird der Untersuchungszeitraum in den Jahren 1990 (Argentinien) bzw. 1987 (Mexiko) geteilt, also vor Beginn der Wechselkursfixierung. In diesen Jahren verzeichneten beide Länder noch Überschüsse der Leistungsbilanz. In Chile und Korea fanden die Politikwechsel bereits zu Beginn der achtziger Jahre statt (Korea: 1980; Chile: 1981) und markieren den Beginn einer Aktivierung der Leistungsbilanz. Weitere Kursänderungen in der Wirtschaftspolitik ergeben sich für Malaysia (1985) nach Beendigung der Anpassungskrise sowie für Taiwan nach Erreichen eines Leistungsbilanzüberschusses von 20 Prozent des BIP im Jahr 1986. Der Politikwechsel in Brasilien kam mit der Einführung des aktiven Crawling Peg erst 1994, so dass eine sinnvolle Analyse nicht erfolgen kann. Hier wird der Untersuchungszeitraum im Jahr der Schuldenkrise (1982) geteilt. Für Thailand wird schließlich mit 1986 wie in Taiwan das Jahr des höchsten Überschusses in der Leistungsbilanz gewählt.[8]

---

8 Detaillierte Länderstudien erfolgen in Kapitel D.

Regelmäßigkeiten, die bereits bei der Diskussion der Korrelationen für die Gesamtperiode festgestellt wurden, waren der positive Zusammenhang zwischen der staatlichen Nettoersparnis und der gesamtwirtschaftlichen Sparquote sowie der signifikante Einfluss des Staatsbudgets auf die Leistungsbilanzentwicklung für Chile und die asiatischen Länder. Für Teilperioden ergeben sich nun für diese Länder zusätzliche signifikante Zusammenhänge zwischen Staatsbudget und Leistungsbilanz (Tabelle 4).

Dabei erklärt sich für Thailand die negative Korrelation ab Mitte der achtziger Jahre durch einen stärkeren positiven Einfluss auf die Investitionen als auf die Ersparnis. Das bedeutet, dass die Erhöhung der staatlichen Ersparnis, die in dieser Periode erfolgte (Abschnitt D.V), mit einer Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis, aber auch mit einer Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Investitionstätigkeit einherging. Neben der oben diskutierten Crowding-out-Hypothese bieten sich hier die Kapitalzuflüsse in dieser Periode als Erklärung an. Aus Schaubild 1 ergibt sich, dass die Wirkungen einer fiskalischen Expansion und eines autonomen Kapitalzuflusses gleichgerichtet sind. Dies bedeutet, dass das Leistungsbilanzdefizit — über eine Ausweitung der Investitionstätigkeit — trotz einer Rückführung des Budgetdefizits steigen kann. Das gleiche Entwicklungsmuster für den Staatshaushalt und die Leistungsbilanz gilt auch für Malaysia. In beiden Ländern war also die Leistungsbilanzverschlechterung in erster Linie durch autonome Kapitalzuflüsse und einen Investitionsboom bedingt.

Bei Malaysia fällt dabei auf, dass, wie in Taiwan, ein Vorzeichenwechsel bei der Wirkung des Staatshaushalts auf die Leistungsbilanz auftritt. Für Malaysia erklärt sich dies damit, dass bis 1985 die Leistungsbilanzentwicklung nahezu ausschließlich von der staatlichen Investitionspolitik geprägt wurde. So war die Leistungsbilanzverschlechterung bis 1983 Ausdruck eines starken Anstiegs öffentlicher Investitionen. Die unmittelbare Anpassung fand dann auch über eine Rückführung der staatlichen Investitionen und des Budgetdefizits statt (Abschnitt D.VI).

Für Taiwan ergibt sich ein umgekehrter Vorzeichenwechsel. Die Rückführung des sehr hohen Leistungsbilanzüberschusses wurde hauptsächlich von der erheblichen Ausweitung des Staatsdefizits getragen, während eine Aufwertung nur phasenweise stattfand und dann auch wieder zurückgeführt wurde (Abschnitt D.VIII). Vor 1985 war die Politik Taiwans jedoch darauf ausgerichtet, einen Leistungsbilanzüberschuss zu schaffen. Der signifikant negative Koeffizient des Staatshaushalts bezüglich der Leistungsbilanz deutet darauf hin, dass der Staat eine antizyklische Fiskalpolitik betrieben hat. Gespart wurde bei Auftreten von Leistungsbilanzdefiziten (die zweimal im Zuge der Ölpreiskrisen auftraten), die fiskalpolitische Bremse wurde jedoch stets bei einer Verbesserung der Leistungsbilanzposition wieder gelockert. Diese Politik wurde erst aufgegeben, als die steigenden Leistungsbilanzüberschüsse eine Ausweitung der Devisenreserven erlaubte, die schließlich 70 Prozent des BIP erreichten. Im Gegen-

Tabelle 4 — Staatshaushalt, realer Wechselkurs, Reserveposition und Zahlungsbilanz[a] — Pearson-Korrelationskoeffizienten 1970–1996[b]

	Saldo des Staatsdefizits			Realer effektiver Wechselkurs					Währungsreserven
	Leistungsbilanzsaldo	Investitionen	Ersparnis	Leistungsbilanzsaldo	Exporte	Importe	Investitionen	Ersparnis	Leistungsbilanzsaldo
Argentinien									
1970–1996		–0,575*	–0,785*	–0,408*	–0,456*				
1970–1990			–0,607*	–0,463*	–0,521*				
1990–1996				–0,788*	–0,768*			–0,819*	
Brasilien									
1970–1996		0,551**	–0,764**	–0,421*	–0,714**			–0,498**	
1970–1982		0,999*							
1982–1996			–0,772**	–0,703**					
Chile									
1970–1996			0,463*	–0,738**				–0,575**	
1970–1981				–0,723**					–0,609*
1981–1996		0,876**	0,638**	–0,846**	–0,956**	–0,666**	–0,567*	–0,899**	0,708**
Mexiko									
1970–1996	–0,451*		–0,635**		–0,858**	–0,702**	0,393*		0,382*
1970–1987	–0,505*		–0,564*	–0,715**	–0,743**		0,585*		0,672**
1987–1996	–0,846*		–0,794*	–0,679*	–0,854*				
Korea									
1970–1996	0,590**		0,599**	–0,605**	–0,553**		–0,672**	–0,854**	
1970–1980					–0,755*			–0,613*	0,803**
1980–1996	0,725**		0,856*			0,650**	–0,575*	–0,812**	

noch Tabelle 4

	Saldo des Staatsdefizits			Realer effektiver Wechselkurs					Währungs-reserven
	Leistungs-bilanzsaldo	Investitionen	Ersparnis	Leistungs-bilanzsaldo	Exporte	Importe	Investitionen	Ersparnis	Leistungs-bilanzsaldo
Malaysia									
1970–1996			0,691**		–0,843**	–0,756**	–0,390*	–0,593**	
1970–1985	0,743**	–0,548*							0,558*
1985–1996	–0,680*	0,851**			–0,662*	–0,604*			
Taiwan									
1970–1996		0,466**	0,503**			0,501**			0,694**
1970–1986	–0,565*	0,696**				0,606**			0,855**
1986–1996	0,656*		0,714*						0,867**
Thailand									
1970–1996		0,870**	0,854**		–0,408*			–0,492**	
1970–1986				–0,550*	0,556*	0,780*	0,716**		
1986–1996	–0,890**	0,901**	0,818**						–0,858**

[a]Alle Variablen in Prozent des BIP gemessen, außer realer Wechselkurs (1970=100). — [b]Nichtsignifikante Koeffizienten wurden nicht berichtigt. ** (*) Signifikant auf dem 1(5)-Prozent–Niveau.

Quelle: Definition der Variablen und Quelle siehe Tabellen 1 und 2; eigene Berechnungen.

satz zu Malaysia, wo die Leistungsbilanz lediglich ein Symptom wirtschaftspolitischer Maßnahmen war, hat Taiwan also über die gesamte Untersuchungsperiode eine konsequente Leistungsbilanzpolitik verfolgt, die im Wesentlichen von Veränderungen des Staatshaushalts bestimmt wurde. Der Erklärung von Korrelationen zwischen Staatshaushalt und Leistungsbilanz ist somit eine weitere Hypothese hinzuzufügen. Zumindest vor 1985 scheint für Taiwan eine Umkehrung der Kausalität zu gelten, d.h., die Entwicklung der Leistungsbilanz bestimmte die Entwicklung des Staatsbudgets.

In Bezug auf die Wirkung des realen Wechselkurses bestätigen sich dagegen die Ergebnisse der Korrelationsanalyse der gesamten Untersuchungsperiode. Es verstärkt sich allerdings noch der Eindruck, dass der reale Wechselkurs vor allem in Lateinamerika einen wesentlichen Einfluss auf die Leistungsbilanzentwicklung hat. Für Mexiko ergibt sich in beiden Teilperioden die erwartete negative Beziehung. Damit bleibt die Korrelation lediglich in einer Teilperiode (Brasilien 1970–1982) insignifikant. In allen anderen Teilperioden geht eine Aufwertung (Abwertung) mit einer Passivierung (Aktivierung) der Leistungsbilanz einher. In Asien trifft dies lediglich für Thailand vor 1986 zu. Wie später in Abschnitt D.V noch zu diskutieren sein wird, gab es in dieser Periode eine Auf- und eine Abwertung, die letztlich zum Ausgangsniveau des realen Wechselkurses zurückgeführt haben. Besonders die Abwertungsphase ist mit einer deutlichen Aktivierung der Leistungsbilanz verbunden. Dagegen entwickelte sich der reale Wechselkurs in den anderen asiatischen Ländern relativ stabil.

Tabelle 4 zeigt neben den Auswirkungen des Staatsbudgets und des realen Wechselkurses auch Korrelationen der Leistungsbilanz mit der Reserveposition. Die Diskussion der Fiskalpolitik Taiwans hatte bereits darauf hingedeutet, dass Überlegungen zur Reserveposition die Wirtschaftspolitik und damit die Leistungsbilanzentwicklung wesentlich bestimmen können. Dabei ist vor allem die Frage relevant, ob sich Veränderungen der Leistungsbilanz in Veränderungen der Reserveposition niederschlagen. Ist dies der Fall, so wäre eine positive Korrelation zu erwarten, d.h., eine Aktivierung (Passivierung) der Leistungsbilanz führt zu einer Erhöhung (Reduzierung) der Reserveposition. In diesem Fall kann man von einer antizyklischen Devisenpolitik sprechen, die darauf ausgerichtet ist, den Kapitalzufluss zu stabilisieren. Ein negativer Koeffizient würde dann auf eine prozyklische Devisenpolitik hindeuten, die die Veränderung des Kapitalzuflusses aufgrund von Leistungsbilanzveränderungen noch verstärkt.

Im Fall der lateinamerikanischen Länder zeigt Tabelle 4, dass eine aktive Devisenpolitik nur in Chile und Mexiko zu konstatieren ist. Ein Vergleich der Teilperioden ergibt, dass ein deutlicher Politikwechsel in beiden Ländern stattgefunden hat. Während Chile nach der Krise zu Beginn der achtziger Jahre zu einer antizyklischen Devisenpolitik übergegangen ist, hat Mexiko die antizyklische Devisenpolitik Ende der achtziger Jahre aufgegeben. Dies legt eine Korrelation mit den jeweiligen Wechselkursregimen nahe. Die Einführung der antizyklischen

Devisenpolitik stand in Chile im Zusammenhang mit einer Flexibilisierung des Wechselkurses (Einführung eines passiven Crawling Pegs mit diskretionären Anpassungen); die Aufgabe der antizyklischen Devisenpolitik stand in Mexiko im Zusammenhang mit der Wechselkursfixierung in Form eines aktiven Crawling Pegs (Abschnitte D.I und D.III).

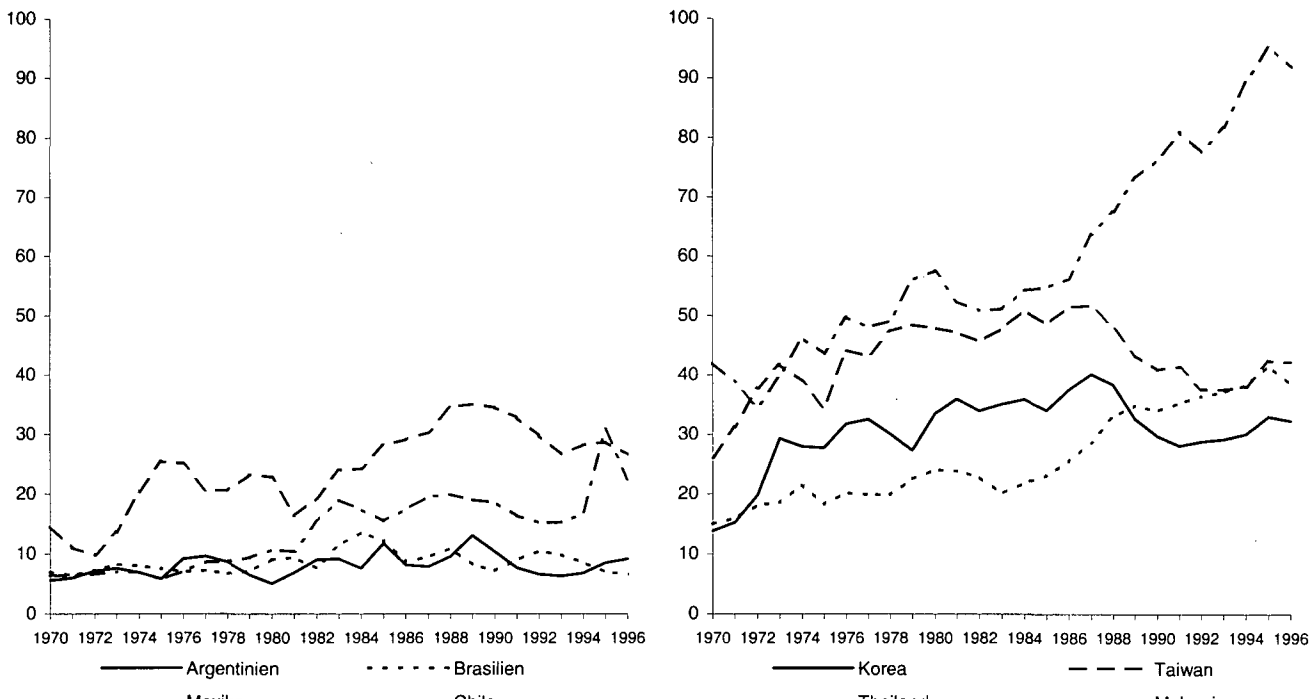
Im Fall der asiatischen Länder ergibt sich in drei Fällen eine deutliche Veränderung in Richtung einer prozyklischen Devisenpolitik im Vergleich der ersten mit der zweiten Teilperiode. Sowohl in Korea als auch in Malaysia wurde eine antizyklische Devisenpolitik aufgegeben, in Thailand sogar eine prozyklische Devisenpolitik eingeführt. Der negative Koeffizient im Fall Thailands bedeutet, dass Kapitalzuflüsse nicht nur zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits, sondern auch noch zur Finanzierung der Verbesserung der Reserveposition benötigt wurden. Letztlich wurde so die Verbesserung der Reserveposition zur Verteidigung des festen Wechselkurses durch Kapitalzuflüsse finanziert.

Dagegen versuchte Taiwan sowohl über die gesamte Untersuchungsperiode als auch in den Teilperioden die Veränderung von Kapitalzuflüssen zu dämpfen, indem die Aktivierung der Leistungsbilanz dazu genutzt wurde, die Reserveposition aufzubauen anstatt zusätzlich Kapital zu exportieren. In der Phase der Rückführung des Leistungsbilanzüberschusses durch eine expansive Fiskalpolitik wurde die Reserveposition abgebaut, um ein Absinken des Kapitalexports zu vermeiden. Dabei zeigt sich, dass in der Phase der Aktivierung der Leistungbilanz von 1980 bis 1986 die Erhöhung der Reserveposition sogar die kumulierten Leistungsbilanzüberschüsse übertraf. Entgangene Seignioragegewinne durch eine niedrige Verzinsung dieser Reserven dürften dadurch mehr als ausgeglichen worden sein, dass die starke Reserveposition im Zusammenspiel mit einer vorsichtigen Makropolitik wesentlich geholfen hat, eine Währungskrise wie in Thailand zu verhindern (Abschnitt B.II).

II. Realer Wechselkurs und Exportwachstum

Im Zusammenhang mit der Diskussion der bestimmenden Komponenten der Leistungsbilanz in Tabelle 1 wurde deutlich, dass vor allem die Exportentwicklung die Leistungs- und/oder die Handelsbilanzentwicklung bestimmt. Gerade die asiatischen Volkswirtschaften haben sich in dieser Beziehung im Untersuchungszeitraum sehr dynamisch entwickelt. Dies ergibt sich aus der Entwicklung der Exportquote (Schaubild 12). Insbesondere die aufholenden asiatischen Länder Malaysia und Thailand zeigen auch in der Phase starker Kapitalzuflüsse eine unverminderte Exportexpansion. Von den lateinamerikanischen Ländern erreicht lediglich Chile dauerhaft ein vergleichbares Niveau.

Schaubild 12 — Entwicklung der Exportquoten in acht lateinamerikanischen und asiatischen Ländern 1970–1996 (Prozent des BIP)



Quelle: World Bank (1998).

Tabelle 5 — Realer Wechselkurs und Exportentwicklung — Durchschnitt für Fünfjahreszeiträume[a]

	Realer Wechselkurs (Indexpunkte)		Exportwachstum (Prozent)		
	Aufwertung	Standard-abweichung	Gesamt	Maschinen und Transportausrüstung	Bekleidung
			1970–1995		
Argentinien	21,5	20,2	64,0	102,0	53,1
Brasilien	–0,9	11,3	76,2	147,4	44,9
Chile	5,9	12,4	70,5	100,5	99,7
Mexiko	–10,8	12,4	125,9	210,0	101,3
Korea	–9,4	7,1	168,5	298,2	119,5
Malaysia	–4,4	6,5	113,7	325,2	214,9
Taiwan	–2,8	6,0	140,6	193,1	106,6
Thailand	1,9	6,8	137,6	668,0	166,6
			1985–1995		
Argentinien	10,1	6,8	57,8	111,7	90,0
Brasilien	22,2	13,6	35,0	51,3	20,7
Chile	3,3	5,2	105,4	229,3	204,5
Mexiko	–12,4	11,7	91,6	244,8	234,7
Korea	–3,1	6,4	116,1	153,1	73,0
Malaysia	–10,7	7,3	119,5	258,9	157,9
Taiwan	–2,0	4,3	90,4	149,5	60,0
Thailand	–2,6	2,7	232,8	430,1	161,9

[a]Für alle Variablen wurden die Veränderungen in Fünfjahresperioden ab 1970–1995 berechnet und aus diesen Veränderungen der Durchschnitt ermittelt.

Quelle: UNCTAD (verschiedene Ausgaben); eigene Berechnungen.

Ein weiteres Ergebnis der Korrelationsanalyse in Abschnitt C.I war, dass lediglich für die Wirkung des realen Wechselkurses ein stabiler Zusammenhang zur Leistungsbilanzentwicklung zu erkennen war. Dies zeigte sich allerdings in erster Linie für die lateinamerikanischen Länder und nur zu einem geringen Teil für die asiatischen Länder. Betrachtet man nun noch einmal genauer die Wirkung des realen Wechselkurses auf die Exporte, so ergibt sich aus Tabelle 4, dass in fast allen untersuchten Ländern und über den gesamten Untersuchungszeitraum eine signifikant negative Korrelation zwischen einer realen Aufwertung und der Exportquote bestand. Lediglich in Taiwan scheint der reale Wechselkurs keinerlei Einfluss auf die Exporte gehabt zu haben.

Zu untersuchen ist nun, ob der asiatische und chilenische Exporterfolg durch eine Abwertungspolitik herbeigeführt wurde. Dazu müssen die längerfristigen Entwicklungen des realen Wechselkurses und der Exporte betrachtet werden. Tabelle 5 zeigt die Durchschnitte für die reale Aufwertung, für die Standardab-

weichung des realen Wechselkurses und für das Exportwachstum der fünf Fünfjahreszeiträume von 1970–1995 bzw. der zwei Fünfjahreszeiträume von 1985–1995.

Vergleicht man die Standardabweichung des realen Wechselkurses und das Wachstum der gesamten Exporte, so ergeben sich drei Ländergruppen. Die erste Gruppe mit einer Standardabweichung von über 10 Indexpunkten und einem durchschnittlichen Exportwachstum von unter 100 Prozent (innerhalb einer Fünfjahresperiode) umfasst die drei lateinamerikanischen Länder Argentinien, Brasilien und Chile. Die zweite Gruppe mit einer Standardabweichung des realen Wechselkurses von unter 10 Indexpunkten und einem Exportwachstum von über 100 Prozent ergibt sich aus den asiatischen Ländern Korea, Malaysia, Taiwan und Thailand. Ein Vergleich beider Gruppen zeigt deutlich einen negativen Zusammenhang zwischen Schwankungen des realen Wechselkurses und Exportwachstum. Lediglich die dritte Gruppe mit Mexiko und Korea passt nicht in dieses Bild. Dies sind allerdings die beiden Länder mit der höchsten durchschnittlichen Abwertungsrate. Beide Länder zeigen ein deutlich höheres Exportwachstum als die anderen drei Länder aus ihrer regionalen Gruppe. Daraus ergibt sich, dass die Schwankungen und der Trend des realen Wechelkurses die Exportentwicklung über längere Zeiträume sehr gut erklären können. Das Exportwachstum ist umso höher, je geringer die Schwankungen sind und je stärker der Abwertungstrend ist.

Diese Zusammenhänge gelten grundsätzlich auch für das Exportwachstum in den nichttraditionellen Exportsektoren „Maschinen und Transportausrüstung" und „Bekleidung". Dabei zeigt sich eine deutlich höhere Wachstumsdynamik im ersteren Bereich. Hier liegen die Wachstumsraten im Gegensatz zum Bekleidungssektor in allen Ländern über dem Wachstum der Gesamtexporte.

Für die Teilperiode 1985–1995 ergibt sich ein verändertes Bild. Es zeigt sich, dass in dieser zweiten Teilperiode die Entwicklung der realen Wechselkurse über alle acht Länder gesehen stabiler verlief als in der ersten Teilperiode. Dies trifft insbesondere auf Chile und Argentinien zu, denen es — mit unterschiedlichen Wechselkursstrategien — gelang, die Standardabweichung unter 10 Indexpunkte zu senken. Unter den asiatischen Ländern vermochten es im gleichen Zeitraum Taiwan und insbesondere Thailand, die Schwankungen des realen Wechselkurses unter 5 Indexpunkte zu reduzieren. Dadurch konnte Chile beim Exportwachstum zur Gruppe der Länder mit hohen Wachstumsraten aufschließen, wobei sich die beiden nichttraditionellen Exportsektoren besonders dynamisch entwickelten. Das beste Ergebnis beim Wachstum der gesamten Exporte und der Exporte von Maschinen und Transportausrüstung zeigt mit Thailand das Land mit dem stabilsten realen Wechselkurs. Dagegen schnitt Brasilien als Land mit der höchsten Aufwertung und der höchsten Standardabweichung am schlechtesten beim Wachstum der gesamten Exporte ab.

Zu erklären bleibt das relativ schlechte Abschneiden Argentiniens und Taiwans. Bei Argentinien spielt sicherlich der Aufwertungseffekt eine Rolle, der verhindert hat, dass sich die traditionellen Exporte (Agrarprodukte) dynamisch entwickeln konnten. Bei den nichttraditionellen Exportsektoren zeigt sich dagegen ein deutlich höheres Wachstum. Im Fall Taiwans spielt vermutlich die Politik der Reduzierung von Leistungsbilanzüberschüssen eine Rolle, die seit Mitte der achtziger Jahre verfolgt wurde (Abschnitt C.I). Außerdem ist Taiwan die am weitesten entwickelte Volkswirtschaft, während die anderen asiatischen Länder — insbesondere Malaysia und Thailand — noch im Aufholprozess sind und deshalb höhere Wachstumsraten in den beiden nichttraditionellen Sektoren aufweisen.

Insgesamt legen die Ergebnisse aus Tabelle 5 den Schluss nahe, dass vor allem die Stabilität des realen Wechselkurses für die Exportdynamik entscheidend ist. Voraussetzung dabei ist allerdings, dass dieser Vorteil nicht durch eine reale Aufwertung konterkariert wird. Ein deutlicher Zusammenhang zwischen realer Abwertung und Exportexpansion ist nicht zu erkennen. Einerseits haben die asiatischen Länder im Gegensatz zu den lateinamerikanischen Ländern — mit einer Ausnahme — nicht aufgewertet. Andererseits betragen die durchschnittlichen Abwertungen über eine Periode von fünf Jahren in der Regel weniger als 5 Indexpunkte. Von einer Exportdynamik aufgrund realer Abwertung kann also kaum gesprochen werden.

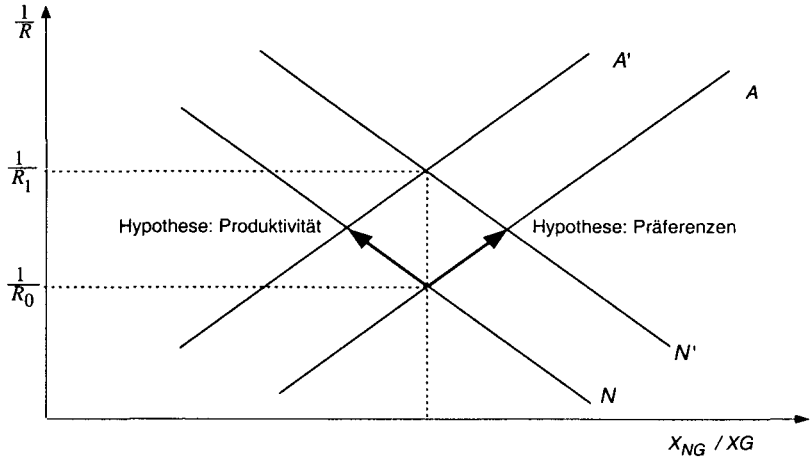
III. Realer Wechselkurs und Wirtschaftswachstum

Obwohl die asiatischen Staaten nicht in großem Umfang abgewertet haben, könnten sie dennoch eine Unterbewertungsstrategie verfolgt und das Exportwachstum so begünstigt haben. Zu beachten sind deshalb die Effekte des Wachstumsprozesses auf den realen Wechselkurs. Derartige Effekte können auf zwei Wegen ablaufen und damit unterschiedliche Verläufe des gleichgewichtigen realen Wechselkurses in den relativ langsam gewachsenen lateinamerikanischen Volkswirtschaften einerseits und den relativ rasch gewachsenen asiatischen Volkswirtschaften andererseits begründen (Rogoff 1996). Erstens könnte man erwarten, dass entsprechend der Balassa-Samuelson-Hypothese das Wachstum vor allem vom Produktivitätsfortschritt bei der Produktion gehandelter Güter getrieben wird. Setzen sich als Folge davon höhere Löhne in diesem Sektor durch und kann der Arbeitsmarkt nicht separiert werden, so folgen höhere Löhne und Preissteigerungen im Sektor der nichtgehandelten Güter. Der reale Wechselkurs sollte dann im Wachstumsprozess aufwerten (Produktivitätshypothese). Eine alternati-

ve Hypothese geht davon aus, dass im Zuge des Wachstumsprozesses immer mehr nichtgehandelte Güter, insbesondere Dienstleistungen, nachgefragt werden und folglich deren Relativpreis steigen sollte (Präferenzhypothese). Schnellwachsende Länder wie die asiatischen Tigerstaaten sollten nach beiden Hypothesen real aufwerten. Da sie dies nach den Ergebnissen von Tabelle 5 nicht getan haben, wäre eine Unterbewertung zu vermuten.

Eine solche Schlussfolgerung wäre aber nur dann zulässig, wenn die beiden Hypothesen zur realen Aufwertung im Wachstumsprozess richtig sind. Betrachtet man diese Hypothesen genauer, so besteht der wesentliche Unterschied darin, dass die erste Hypothese von Angebotseffekten, die zweite Hypothese dagegen von Nachfrageeffekten ausgeht. Schaubild 13 stellt die Implikationen der beiden Hypothesen dar. Eine höhere Produktivität im Sektor der gehandelten Güter müsste sich, bei konstanten Relativpreisen für die Endprodukte, negativ auf das relative Angebot an nichtgehandelten Gütern auswirken. Das bedeutet eine Linksverschiebung der Angebotskurve. Die reale Aufwertung müsste somit mit einer Reduzierung des relativen Angebots einhergehen. Eine Präferenzverschie-

Schaubild 13 — Realer Wechselkurs und der Markt für nichtgehandelte Güter



X_{NG} / XG	—	Nichtgehandelte Güter relativ zu gehandelten Güter
A	—	Relatives Angebot an nichtgehandelten Gütern
N	—	Relative Nachfrage nach nichtgehandelten Gütern
R	—	realer Wechselkurs (siehe Schaubild 1)
N ⟶ N'	—	Höhere Nachfrage aufgrund von Wirtschaftswachstum/ Erhöhung der Staatsausgaben
A ⟶ A'	—	Höheres Produktivitätswachstum bei der Produktion gehandelter Güter

bung zugunsten von nichtgehandelten Gütern bei zunehmendem Einkommen müsste dagegen zu einer Rechtsverschiebung der Nachfrage führen. Bei gleichen Relativpreisen für die Endprodukte müsste sich die Nachfrage zugunsten der nichtgehandelten Güter verschieben.

Tabelle 6 zeigt nun die Vorzeichen der signifikanten Korrelationen zwischen realem Wechselkurs, Entwicklung des Dienstleistungssektors und Wirtschaftswachstum. Dabei wird der Dienstleistungssektor einmal als Ganzes betrachtet und einmal um die Staatsausgaben bereinigt, wobei angenommen wird, dass der Hauptteil der Staatsausgaben auf den Dienstleistungssektor entfällt und als exogen zu betrachten ist. Nimmt man die Korrelationen des realen Wechselkurses mit diesen beiden alternativen Maßen für den Dienstleistungssektor zusammen, so weist lediglich Korea ein stabiles, negatives Vorzeichen auf. Offensichtlich spielen hier Angebotseffekte bei der Bestimmung dieses Zusammenhangs die wichtigste Rolle. Dagegen erweist sich der Zusammenhang zwischen Dienstleistungssektor und Einkommensentwicklung in den meisten Fällen als positiv. Daraus kann man schließen, dass sich in den hier betrachteten Ländern das Wirtschaftswachstum zwar auf die Entwicklung des Dienstleistungssektors ausgewirkt hat, dass dies aber nicht erkennbar den realen Wechselkurs beeinflusst hat.

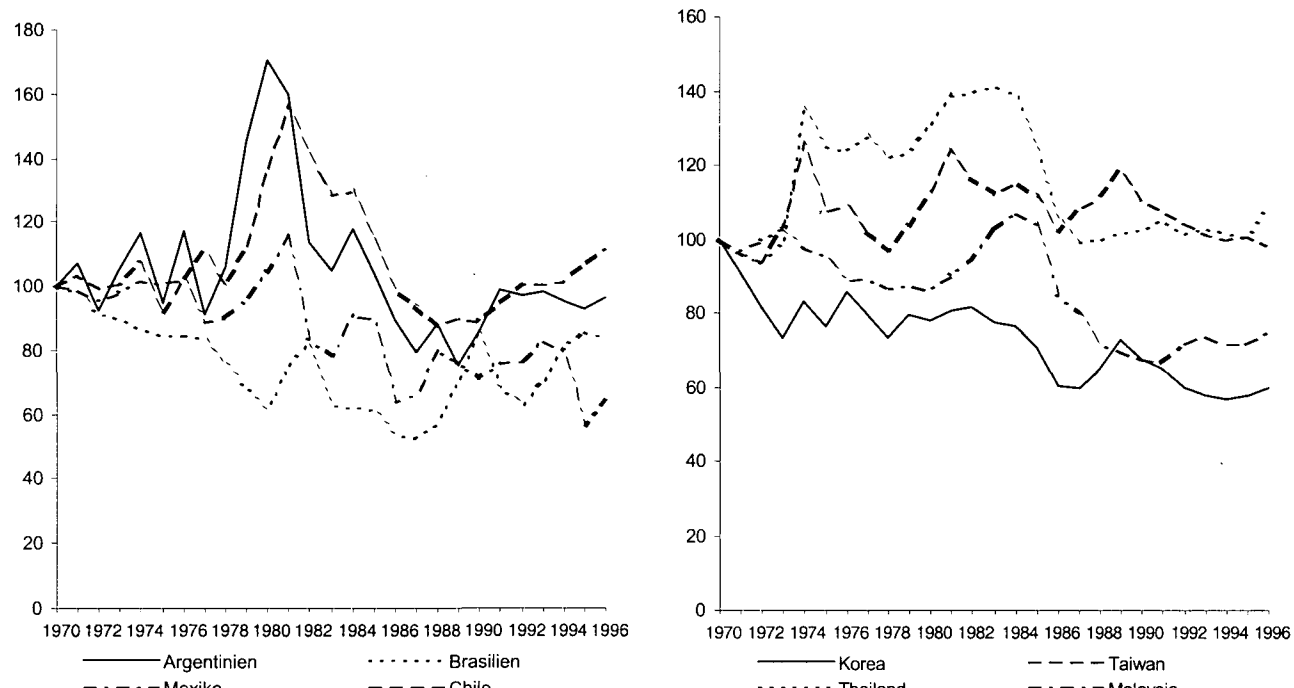
Tabelle 6 — Dienstleistungssektor, realer Wechselkurs und Wirtschaftswachstum — Pearson-Korrelationskoeffizienten 1970–1996

	DBIP			DBIPK		Trend		
	RWK	BIPK	SA	RWK	BIPK	RWK	DBIP	DBIPK
Argentinien		+			+		+	+
Brasilien	+		+		–	–		–
Chile		+	–		+		+	+
Mexiko	–	+				–	+	
Korea	–	+	+	–	+	–	+	+
Malaysia						–		
Taiwan		+	+		+		+	
Thailand		+		–	+		+	+

DBIP: Dienstleistungen in Prozent des BIP
DBIPK: DBIP minus SA
RWK: Realer effektiver Wechselkurs
BIPK: BIP in konstanten Preisen
SA: Staatsausgaben in Prozent des BIP
Trend: 1970 = 1, 1971=2, ...

Quelle: J.P. Morgan (verschiedene Ausgaben); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

Schaubild 14 — Entwicklung der effektiven realen Wechselkurse in acht lateinamerikanischen und asiatischen Ländern 1970–1996 (1970=100)

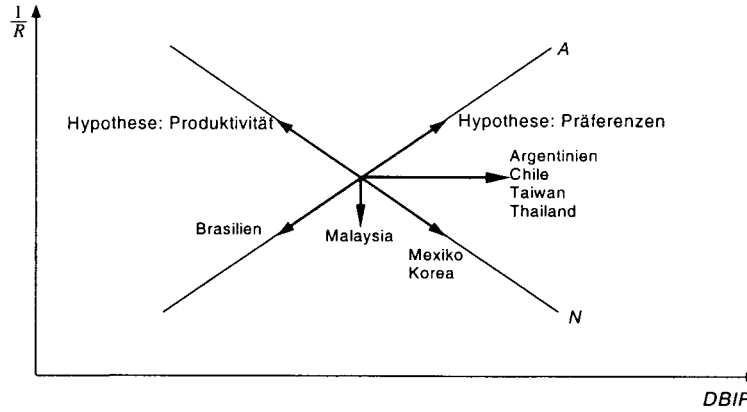


Quelle: J.P. Morgan (Juni 1999); eigene Berechnungen.

Was die Vorzeichen der Korrelationen mit den Trendvariablen anlangt, so ist zu erkennen, dass nur vier Länder — Brasilien, Mexiko, Korea und Malaysia — einen signifikanten Trend für den realen Wechselkurs über die betrachteten 27 Jahre aufweisen. Außerdem ergibt sich für kein Land ein positiver Zusammenhang, d.h., unabhängig von den sehr stark unterschiedlichen Wachstumsprozessen hat in keinem Land eine reale Aufwertung stattgefunden. Schaubild 14 verdeutlicht dies. Wesentlich über seinem Ausgangsniveau lag der reale Wechselkurs lediglich in Argentinien und Chile vor Ausbruch der Schuldenkrise sowie in Thailand für eine Periode von 10 Jahren und in Taiwan. Dabei zeigt der reale Wechselkurs für Taiwan jedoch eine hohe Konstanz (Abschnitt C.II).

In Bezug auf den gleichgewichtigen realen Wechselkurs lässt dies nun zwei Schlüsse zu. Entweder gelang den Ländern mit hohem Wachstum, insbesondere den asiatischen Staaten, eine dauerhafte Unterbewertung ihrer Währung, oder die Produktivitäts- und die Präferenzhypothesen waren für die langfristige Wechselkursentwicklung nicht maßgebend. Für die letztere Vermutung gibt Schaubild 15 einige Hinweise. Hier sind in stylisierender Weise die Entwicklungen der Länder anhand der trendmäßigen Entwicklung von realem Wechselkurs und Dienstleistungssektor (Tabelle 6) in den Modellrahmen von Schaubild 13 eingetragen. Für vier Länder — Argentinien, Chile, Taiwan und Thailand — ergibt sich ein konstanter realer Wechselkurs bei relativem Wachstum des Dienstleistungssektors. Für die übrigen vier Länder sinkt der reale Wechselkurs bei negativem (Brasilien), positivem (Mexiko, Korea) bzw. insignifikantem relativem Dienstleistungswachstum (Malaysia).

Schaubild 15 — Realer Wechselkurs und Dienstleistungssektor 1970–1996[a]



[a] *DBIP*: Dienstleistungen in Prozent des BIP. Sonstige Variablen siehe Schaubild 13.

Dieser Befund spricht vor allem gegen die Produktivitätshypothese. Das Gesamtbild wäre jedoch weitgehend konsistent mit der Gültigkeit der Präferenzhypothese und der Umkehrung der Produktivitätshypothese, d.h. der Vermutung, dass sich im Wachstumsprozess der reale Wechselkurs dann nicht aufwertet, wenn die Produktivitätssteigerungen im Sektor der nichtgehandelten Güter mindestens so groß ist wie im Sektor der gehandelten Güter.

In diesem Fall wäre die Kaufkraftparitätentheorie, die einen langfristig konstanten realen Wechselkurs prognostiziert, auch bei der Berücksichtigung von nichtgehandelten Gütern gültig. Voraussetzung hierfür wäre, dass der Wachstumsprozess mit positiven Angebotseffekten im Dienstleistungssektor verbunden ist. Hierfür können eine Reihe von plausiblen Argumenten angeführt werden. Findet bei den Exportgütern ein arbeitssparender technischer Fortschritt statt oder ist das Arbeitsangebot endogen, so kann eine Wanderung von Arbeitskräften in den Dienstleistungssektor dafür sorgen, dass dort die Löhne und Preise nicht steigen. Ein solcher Globalisierungseffekt wäre vor allem bei den traditionell außenwirtschaftlich orientierten asiatischen Volkswirtschaften zu vermuten. Zu vermuten wäre auch, dass sich Produktivitätsfortschritte im Sektor der handelbaren Güter auch auf den Sektor der nichtgehandelten Güter übertragen, dass entsprechende Wettbewerbsbedingungen zu Produktivitätsfortschritten vor allem bei Dienstleistungen führen oder dass die Preise für Dienstleistungen reguliert werden. Außerdem könnte eine Exportexpansion aufgrund von technischem Fortschritt eine negative Rückwirkung auf den Exportsektor haben, wenn die Exportexpansion zu sinkenden Exportpreisen führt (Rose und Sauernheimer 1995: 496 ff.).

Insgesamt lassen die angestellten Vermutungen natürlich keine strikte Schlussfolgerung zu. Es ist jedoch auf Grund des vorliegenden Befundes plausibel, gegenüber den Standardbegründungen für eine gleichgewichtige Aufwertung zurückhaltend zu sein.

D. Wirtschaftspolitik und Leistungsbilanzentwicklung

Die Analyse der Determinanten der Leistungsbilanzentwicklung über einen längeren Zeitraum hat die im Zusammenhang mit der Diskussion der Währungskrise gemachte Beobachtung bestätigt, dass der reale Wechselkurs und das Staatsbudget wohl die Leistungsbilanzentwicklung mitbestimmen, dass ein allgemeines Muster, das zur Vorhersage von Krisen dienen könnte, jedoch nicht zu erkennen ist. Dies trifft vor allem auf die Wirkungen des Staatsbudgets zu. Nur für die asiatischen Länder und für Chile zeigen sich signifikante aber sehr unterschiedliche Wirkungszusammenhänge. In Bezug auf den realen Wechselkurs ergibt sich zwar eine eindeutige Wirkung (eine Aufwertung führt zu einer Passivierung der Leistungsbilanz über sinkende Exporte und steigende Importe), die Wirkung ist aber nur für die lateinamerikanischen Länder signifikant.

Dabei wurde im Sinne einer möglichst allgemeingültigen Interpretation auf die Entwicklung der konkreten Wirtschaftspolitiken und Rahmenbedingungen, z.B. Wechselkursregime und externe Schocks, verzichtet. Nachdem nun deutlich wurde, dass die Ergebnisse eher länderspezifisch als allgemeingültig sind, soll im Folgenden dieses länderspezifische Moment durch die Analyse längerfristiger wirtschaftspolitischer Entwicklungen (seit 1970) in den Untersuchungsländern erklärt werden. Als Hintergrundinformation für jedes Land wird in einem Schaubild die Entwicklung der Leistungsbilanz, des realen Wechselkurses und des Staatsbudgets sowie der Leistungsbilanzkomponenten Ersparnis und Investition, Exporte und Importe, der Währungsreserven und der Leistungsbilanz ohne Handel auf der Basis der in Kapitel C verwendeten Variablen dargestellt.

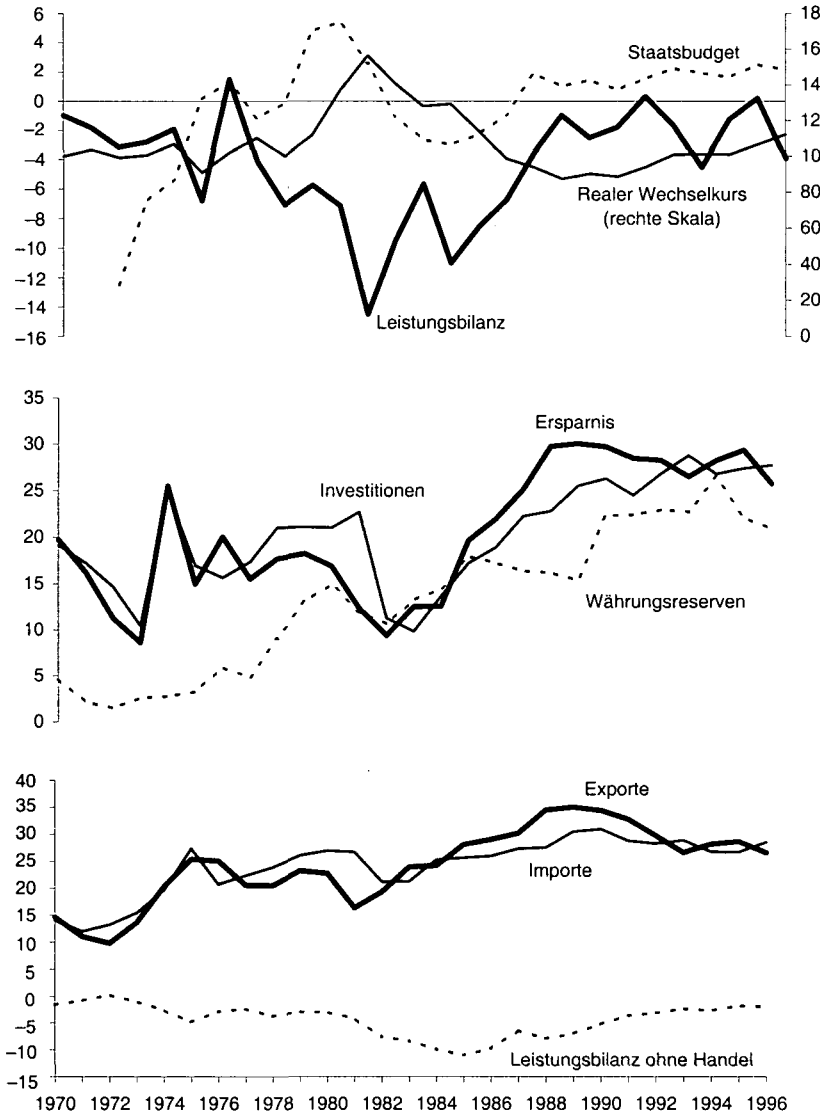
I. Chile

Die Wirtschaftspolitik Chiles bis Mitte der achtziger Jahre lässt sich in vier Phasen einteilen (Edwards und Cox-Edwards 1987; Schweickert 1993a).[9] Zunächst wurde die Wirtschaftspolitik durch eine sozialistische Regierung geprägt, die 1974 von einem Militärputsch beendet wurde und eine durch ausufernde Staatsdefizite getriebene Akzelleration der Inflationsrate und einen überbewerteten Wechselkurs hinterließ. Mitte der siebziger Jahre fanden dann erste marktwirtschaftliche

---

9 Schaubild 16 enthält einige Determinanten zur wirtschaftlichen Entwicklung des Landes.

Schaubild 16 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Chile 1970–1996 (Prozent des BIP)[a]



[a]Zur Definition der Variablen siehe Tabelle 2.

Quelle: J.P. Morgan (Juni 1999); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

Reformen bei flexiblen Wechselkursen statt. Im Jahr 1979 schwenkte Chile jedoch auf einen festen Wechselkurs um, damit die Inflationserwartungen gebrochen und die Inflation dauerhaft gesenkt werden konnten. Diese Phase der wechselkursbasierten Stabilisierung konnte jedoch nicht durchgehalten werden, und der Wechselkurs musste schließlich 1982 nach einer Währungskrise freigegeben werden.

Interessant ist dabei vor allem die Phase der wechselkursbasierten Stabilisierung. Die Konsequenzen für die Inflationsrate, den realen Wechselkurs und die wirtschaftliche Entwicklung entsprachen den Vorhersagen des in Abschnitt B.I skizzierten Modells. Die Inflationsrate ging zurück und der reale Wechselkurs wertete auf, da die Inflationsrate immer noch signifikant über dem US-Niveau lag, die Netto-Kapitalzuflüsse stiegen stärker als das Leistungsbilanzdefizit und die Wachstumsraten lagen aufgrund des Nachfragebooms auf sehr hohem Niveau. Diese expansive Phase der Wechselkursfixierung wurde durch einen negativen externen Schock, die Schuldenkrise, beendet. Durch die Umkehr der Kapitalströme war das Leistungsbilanzdefizit nicht mehr finanzierbar und die Währung somit überbewertet. Chile musste die Wechselkursfixierung aufgeben, um eine Zahlungsbilanzkrise und einen Run auf die Zentralbank zu verhindern, konnte jedoch dramatische Wachstumseinbrüche nicht vermeiden. Im Gegensatz zu vielen anderen Ländern führte die Wechselkursanpassung im Fall Chiles nicht zu einem erneuten Drehen an der Inflationsspirale, sondern zu einer dauerhaften Konsolidierung der Wirtschaft bei moderater Inflationsrate. Dies ist vor allem auf die Finanzpolitik zurückzuführen.

In den achtziger Jahren fand in Lateinamerika ein Umdenkprozess hinsichtlich der Gestaltung der Wirtschaftspolitik im Allgemeinen und der Finanzpolitik im Besonderen statt (Williamson 1990). Während in den siebziger Jahren hohe Budgetdefizite und eine schwache Steuerbasis noch als unproblematisch und eine Ausweitung der Staatstätigkeit zur Beschleunigung des wirtschaftlichen Aufholprozesses als notwendig angesehen wurde, wurde spätestens während der Anpassungskrise, die auf die Schuldenkrise folgte, die Notwendigkeit finanzpolitischer Reformen grundsätzlich erkannt.

Chile hob sich frühzeitig im positiven Sinne von den anderen Staaten ab (Schweickert und Wiebelt 1996). Hier wurden die Probleme nicht nur bereits in den siebziger Jahren erkannt, sondern auch einer Lösung zugeführt. Die chilenische Finanzpolitik war dabei nicht nur im Vergleich mit den europäischen, sondern auch mit den asiatischen Schwellen- und Entwicklungsländern außergewöhnlich. Erstens konnte Chile schon zu Beginn der achtziger Jahre einen erheblichen Budgetüberschuss aufweisen, der, von wenigen Jahren abgesehen, auch aufrechterhalten werden konnte. Zweitens ging über den Zeitraum 1980–1993 der Anteil der Staatsausgaben am BIP um rund 25 Prozent zurück und näherte sich dem asiatischen Durchschnittswert. Drittens ging die direkte Besteue-

rung zugunsten der indirekten Besteuerung drastisch zurück. Viertens konnten die Sozialabgaben drastisch auf nahezu ein Drittel zurückgeführt werden.

Aufgrund der finanzpolitischen Reformen in Chile wurden nicht nur Wachstumskräfte gestärkt, sondern durch eine Abkehr von der Verschuldungspolitik auch die Voraussetzungen für eine de facto unabhängige Geldpolitik geschaffen. So konnte die monetäre Expansion zurückgeführt und auf einem niedrigeren Niveau stabilisiert werden. Die finanzpolitischen Reformen ermöglichten schließlich auch eine radikale Liberalisierung der chilenischen Wirtschaft. So schaffte Chile alle Handelsbeschränkungen bis auf einen einheitlichen Importzollsatz ab, privatisierte (im zweiten Anlauf) erfolgreich das Bankensystem und beseitigte die Diskriminierung ausländischer Investitionen vollständig.

Zwei Gründe sind dafür anzuführen, warum Chile trotz einer vorbildlichen Finanzpolitik die Währungskrise nicht vermeiden konnte. An erster Stelle sind hier die Risiken zu nennen, die mit einer realen Aufwertung infolge eines festen Wechselkurses verbunden sind. Führen diese zu hohen Leistungsbilanzdefiziten, wie dies in Chile der Fall war, so ergibt sich eine Abhängigkeit der makroökonomischen Stabilität von der Stabilität der Kapitalzuflüsse. Diese kehrten sich jedoch in dem Moment um, als die Durchhaltbarkeit der Leistungsbilanzdefizite infrage stand und als die Investoren aufgrund der von Mexiko 1982 ausgelösten allgemeinen Schuldenkrise zunehmend vorsichtiger bei der Gewährung neuer Mittel wurden.

Wesentlich zum Ausmaß der Krise beigetragen hat jedoch auch die erste Privatisierung des Bankensystems. Sowohl der Privatisierungsprozess als auch die Geschäftstätigkeit der privatisierten Banken fand praktisch ohne Regulierung seitens der monetären Behörden statt. So konnten sich Unternehmensgruppen „ihre" Bank kaufen und die Bedienung der eigenen Schulden durch eine ständige Ausweitung der Verschuldung gewährleisten. Im Zuge der massiven Abwertung und Wirtschaftskrise musste der Staat schließlich die privaten Auslandsschulden übernehmen, um einen vollständigen Zusammenbruch des Finanzsystems zu vermeiden. Die unregulierte Privatisierung der Banken bei weitgehend freiem Kapitalverkehr trug somit wesentlich zum Kapitalimport und zur Entstehung der Leistungsbilanzdefizite und des Schuldenproblems bei.

Für dieses Szenario wurde der Satz geprägt: „Good-bye financial repression, hello financial crash" (Diaz-Alejandro 1985). Der Fall Chiles steht somit für eine Leistungsbilanz- und Währungskrise, die nicht auf eine Expansion der Staatstätigkeit zurückzuführen ist, sondern ihre Ursachen primär in einer Wechselkursfixierung und in einer mangelhaften Regulierung des Finanzsektors bei offenem Kapitalmarkt hat.

Mit einem konsolidierten Staatshaushalt, einem liberalen Handelsregime und privatisierten Staatsbetrieben hätte Chile zwar die Voraussetzungen für eine neuerliche Fixierung des Wechselkurses erfüllt. Im Gegensatz zu vielen anderen lateinamerikanischen Ländern, die dies taten, ohne annähernd die chilenischen Vor-

aussetzungen mitzubringen, strich die chilenische Regierung die Wechselkursfixierung jedoch vollständig von der wirtschaftspolitischen Agenda. Grundsätzlich räumte man der realwirtschaftlichen Anpassung und nicht der weiteren Inflationsbekämpfung oberste Priorität ein. Diese wirtschaftspolitische Weichenstellung fand 1985 ihren Ausdruck in der Einführung eines passiven Crawling-Pegs. Die zentrale Parität des Peso gegenüber dem Dollar wurde dabei täglich angepasst; die Veränderungsraten wurden monatlich bekannt gegeben und entsprachen der Differenz zwischen der im Vormonat realisierten Inflationsrate in Chile und einer Schätzung der aktuellen US-amerikanischen Inflationsrate; von Zeit zu Zeit fanden außerdem diskretionäre Anpassungen der zentralen Parität statt. Die Bandbreite, innerhalb derer der Peso-Dollar-Kurs schwanken durfte, betrug zunächst 2 Prozent, 3 Prozent ab Januar 1988, 5 Prozent ab Juni 1989 und 10 Prozent ab Januar 1992; seit Juni 1992 wird die zentrale Parität nicht mehr gegenüber dem Dollar, sondern gegenüber einem Währungskorb definiert (Helpman et al. 1994). Diese Wechselkurspolitik zeigt die klare Präferenz für einen wettbewerbsfähigen Wechselkurs.

Auf der Basis dieser Wechselkurspolitik gelang es der chilenischen Zentralbank ab 1992 auch, sowohl das Tempo der realen Aufwertung zu verlangsamen, als auch die Inflation auf einstellige Raten zurückzuführen. Dazu musste jedoch der Zusammenhang zwischen Wechselkursregime und Geldpolitik aufgeweicht werden (Ffrench-Davis et al. 1995):

- Die Zentralbank modifizierte das Wechselkursregime, um die Wechselkursflexibilität und damit auch die Wechselkursunsicherheit zu erhöhen und so Zuflüsse an kurzfristigem Kapital zu dämpfen. Sie erreichte dies durch eine Ausweitung der Bandbreite, durch die Definition der zentralen Parität in Bezug auf einen (nicht näher spezifizierten) Währungskorb statt auf eine einzige Währung, durch zahlreiche und sich zum Teil widersprechende diskretionäre Änderungen der zentralen Parität und schließlich durch Interventionen innerhalb der Bandbreite anstatt der zuvor üblichen Interventionen bei Erreichen der Bandbreite.
- Kurzfristige Kapitalzuflüsse wurden außerdem durch eine nicht verzinste Reserveeinlage von 30 Prozent abgehalten. Diese galt für alle Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern und gegenüber ausländischen Investitionen in bestimmte Aktien. Die Reserveeinlage war unabhängig von der Laufzeit der Investition ein Jahr lang bei der Zentralbank zu halten. Zusätzlich zu dieser steuerpolitischen Maßnahme hält Chile auch weiterhin Kontrollen und Regulierungen der Kapitalflüsse aufrecht. Allerdings werden langfristige Investitionen wie auch ausländische Direktinvestitionen extrem liberal gehandhabt.
- Die Zentralbank sterilisierte außerdem die Effekte des Anstiegs der Devisenreserven in der Folge von Devisenmarktinterventionen durch die Herausgabe von inländischen Schuldverschreibungen.

Dieser pragmatische Ansatz impliziert im Prinzip eine Veränderung des Wechselkursregimes von einem passiven Crawling-Peg hin zu einer Art regelgeleitetem schmutzigen Floaten (managed floating). Zusätzlich steht die Kapitalverkehrspolitik im scharfen Gegensatz zu der ansonsten sehr liberal ausgelegten Wirtschaftspolitik Chiles. Für diese Politik spricht ihr Erfolg. Im Gegensatz zu vielen anderen lateinamerikanischen Ländern konnte Chile seine außenwirtschaftliche Risikoposition bis 1994 gering halten: Die Netto-Exporte nahmen im hier betrachteten Zeitraum zwar ab, konnten aber als Folge der Stabilisierung des realen Wechselkurs dazu beitragen, das Leistungsbilanzdefizit auf 1,5 Prozent zu begrenzen; aufgrund der Sterilisierungspolitik nahm die Devisendeckung der Geldbasis von 27 Prozent im Jahr 1988 auf 75 Prozent 1994 zu; und aufgrund der Diskriminierung nahezu aller Kapitalzuflüsse relativ zu ausländischen Direktinvestitionen stieg der Anteil der Direktinvestitionen (einschließlich aller damit verbundenen Kredite) am gesamten Kapitalzufluss auf 55 Prozent an. Diese Politik zahlte sich 1995 aus, als ausländische Investoren in der Folge der Tequila-Krise in Mexiko massiv Kapital aus Lateinamerika abzogen. Diese Entwicklung war in Chile nur (in bescheidenem Ausmaß) im ersten Quartal zu beobachten und wurde durch die wieder einsetzenden Kapitalzuflüsse im zweiten Quartal überkompensiert. Realwirtschaftliche Effekte blieben sogar ganz aus.

Diese Bewertung der chilenischen Makropolitik bedeutet nun nicht, dass das chilenische Modell als Blaupause für andere lateinamerikanische Länder oder gar für Transformationsländer dienen sollte. Die pragmatische, aber sehr diskretionäre und in Teilbereichen stark interventionistische Politik Chiles erfordert ein hohes Maß an Reputation und Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Behörde. Die Öffentlichkeit muss davon überzeugt sein, dass die geldpolitische Behörde Willens und in der Lage ist, ihren diskretionären Spielraum ausschließlich für die Glättung kurzfristiger Schwankungen der Inflationsrate und des realen Wechselkurses einzusetzen. Den meisten Zentralbanken in Lateinamerika und in Transformationsländern fehlt eine solche Reputation.

Außerdem erfordert die Sterilisierung von Devisenmarktinterventionen einen gut entwickelten heimischen Kapitalmarkt, der in der Lage ist, Schuldverschreibungen der Zentralbank zu absorbieren. In Chile konnte sich ein solcher Markt entwickeln. Hierfür sind vor allem die finanzpolitischen Reformen verantwortlich. Die Nachfrage nach Kapitalmarktinstrumenten wurde durch die Privatisierung der Rentenversicherung angeregt: Private Pensionsfonds sind die Hauptabnehmer der Zentralbankpapiere. Außerdem schaffte der Rückzug des Staates als Anbieter von Schuldverschreibungen Platz für private Anbieter. Dieser Rückzug des Staates war das Ergebnis einer über 15 Jahre durchgehaltenen finanzpolitischen Disziplin. Von 1979 bis 1994 zeigte das Staatsbudget in 9 Jahren einen Überschuss. Defizite über 1 Prozent des BIP wurden nur in den Jahren der akuten Anpassungskrise (1983–1985) zugelassen und lagen hier bei moderaten 2,2–2,9 Prozent.

II. Argentinien

Bis Anfang der achtziger Jahre verlief die wirtschaftspolitische Entwicklung in Argentinien parallel zu der Chiles (Corbo et al. 1986; Schweickert 1993a), und auch hier wurden sozialistische Experimente durch Militärregierungen beendet.[10] Auch fanden in den siebziger Jahren Reformversuche statt, die Ende der siebziger Jahre in den Versuch mündeten, die Inflation mit Hilfe einer festgelegten Verringerung der nominierten Abwertung (Tablita) zu bekämpfen. Auch hier stellte sich das typische Muster einer realen Aufwertung, steigender Leistungsbilanzdefizite und schließlich einer Währungskrise mit einer Anpassungsrezession ein. Das Scheitern der Wechselkursstabilisierung musste allerdings weit weniger überraschen als im Fall Chiles. Zu keinem Zeitpunkt konnte in Argentinien die begründete Hoffnung aufrechterhalten werden, dass das Staatsdefizit entscheidend zurückgeführt werden könnte oder die Wirtschaft gegenüber dem Weltmarkt geöffnet und so eine Wettbewerbsdisziplin für die argentinischen Unternehmen eingeführt werden könnte. Dementsprechend war die Währungskrise zu Beginn der achtziger Jahre auch kein Betriebsunfall wie in Chile, sondern gab das Startsignal für ein Jahrzehnt wirtschaftspolitischen Chaos, in dem die gesamte Bandbreite wirtschaftspolitischer Strategien ausprobiert, jedoch nie in konsistenter Weise implementiert wurde. Als herausragendes Beispiel hierfür ist der Plan Austral zu nennen, bei dem eine neue Währungseinheit eingeführt und deren Wert gegenüber dem Dollar fixiert wurde. Gleichzeitig wurden weitere strategische Preise eingefroren, was lediglich zu einer aufgestauten Inflation und zu einer Verfestigung der Inflationsmentalität geführt hat.

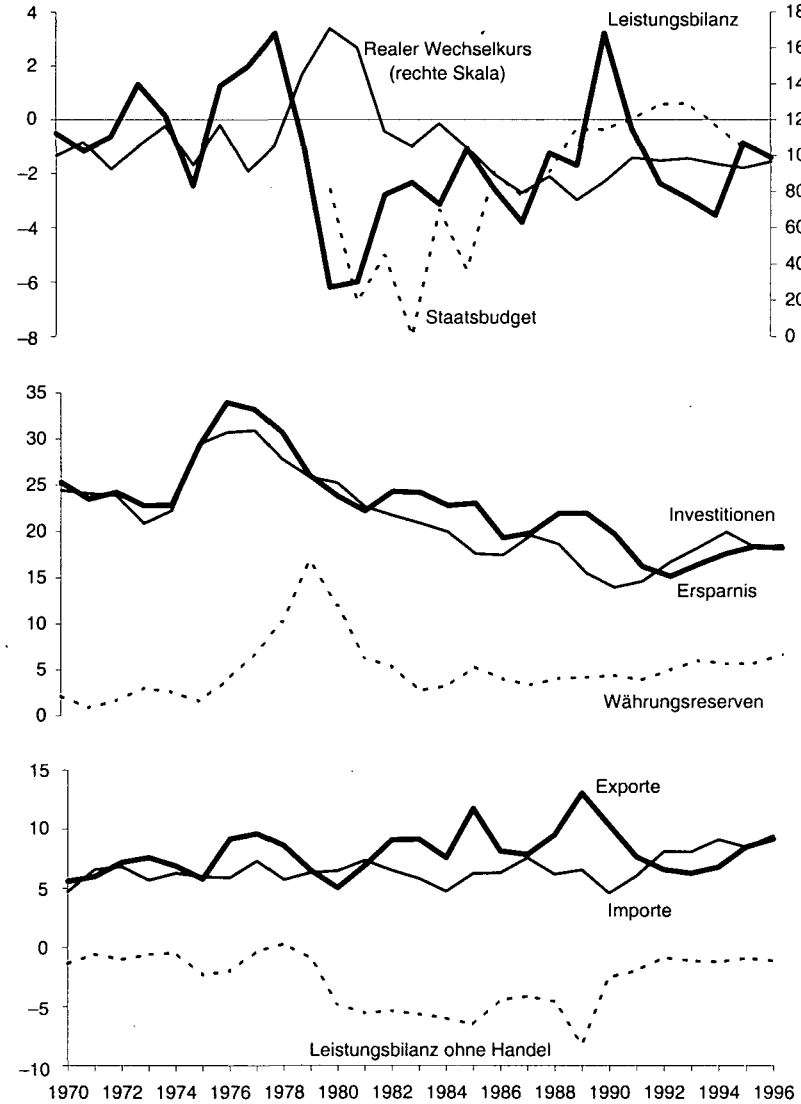
Die achtziger Jahre endeten für Argentinien im währungspolitischen Chaos, das in mehreren Hyperinflationen und zahllosen gescheiterten Reformprogrammen gipfelte. Vor diesem Hintergrund unternahm Argentinien im April 1991 einen erneuten Versuch, den Wechselkurs als Stabilisierungsinstrument einzusetzen (Schweickert 1994). Dieser Versuch unterscheidet sich allerdings in seiner Radikalität nicht nur von der „Tablita" zu Beginn der achtziger Jahre, sondern auch von allen anderen Implementierungen des Konzepts der wechselkursbasierten Stabilisierung in Lateinamerika. Die konstituierenden Elemente des so genannten Konvertibilitätsplans sind

- die Fixierung des Peso/Dollar-Wechselkurses per Gesetz,
- die obligatorische vollständige Devisendeckung für die Peso-Geldbasis,
- das Verbot der Finanzierung von Staatsdefiziten durch die Zentralbank,

---

10 Schaubild 17 enthält einige Determinanten zur wirtschaftlichen Entwicklung des Landes.

Schaubild 17 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Argentinien 1970–1996 (Prozent des BIP)[a]



[a]Zur Definition der Variablen siehe Tabelle 2.

Quelle: J.P. Morgan (Juni 1999); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

- die vollständige Konvertibilität des Peso für alle Leistungsbilanztransaktionen sowie
- die Einführung des Dollar als Parallelwährung im Finanzsystem und als legales Zahlungsmittel.

Grundsätzlich fungiert somit die argentinische Zentralbank als Currency Board. Zum festen Wechselkurs wird jedes am Markt auftretende Überschussangebot bzw. jede Überschussnachfrage befriedigt; Devisenzuflüsse (bzw. -abflüsse) bewirken eine Erhöhung (Dämpfung) der Expansion der Peso-Geldmenge. Dies bedeutet, dass eine diskretionäre Geldpolitik weitgehend ausgeschlossen ist und das Currency Board dafür sorgt, dass die in Abschnitt B.I für den Fall einer Wechselkursfixierung beschriebenen Wirkungsketten voll zum Tragen kommen. Aus der obigen Liste institutioneller Maßnahmen ergibt sich ein Maximum an Währungswettbewerb mit dem Ziel, Preisdisziplin durch entsprechende Marktsignale zu erzwingen.

Ausgehend von einer Situation der Hyperinflation und ökonomischer Stagnation im Jahr 1990 sank die Inflationsrate auf 4 Prozent im Jahr 1994. Dadurch war es möglich, den realen Aufwertungstrend zu brechen und 1994 sogar umzukehren, ohne vom festen Wechselkurs abzuweichen. Dieser Prozess war bis einschließlich 1994 mit Wachstumsraten verbunden, die durchaus asiatischen Standards entsprachen. Der Wechselkurs zeigte während der meisten Zeit eine Aufwertungstendenz, so dass die Zentralbank ständig Dollars kaufte und sich die Peso-Geldmenge von 1990 bis 1993 real mehr als verdreifachte.

Der argentinische Erfolg, der in der jüngeren Entwicklungsländergeschichte ohne Beispiel ist, zeigt, dass nur eine radikale Implementierung des Konzepts der Stabilisierung durch Wechselkursfixierung zu einer raschen Anpassung der Inflationsrate an das Niveau der Ankerwährung führt. Dazu war allerdings erforderlich, die Preissignale, auf deren Wirkung der Konvertibilitätsansatz beruht, konsistent und glaubwürdig zu setzen. Hierzu wurden radikale komplementäre Reformmaßnahmen durchgeführt.

Zentrales Element war die Konsolidierung der Staatsfinanzen. Schon im zweiten Jahr des Konvertibilitätsprogramms wurde ein Haushaltsdefizit in einen Überschuss umgewandelt, vor allem durch Reformen auf der Einnahmenseite. Dies betrifft in erster Linie die Mehrwertsteuer, die durch Erhöhungen des Steuersatzes, Rationalisierung und Verbreiterung der Steuerbasis und die Wiedereinführung der für die Steuererhebung zuständigen Behörde zur dominierenden Steuer ausgebaut wurde und wesentlich zur Verbesserung der Steuerbasis beigetragen hat. Bemerkenswert ist, dass die Konsolidierung trotz der Wiederaufnahme des externen und internen Schuldendienstes gelang.

Die Liberalisierung des Außenhandels, die Argentinien seit 1991 durchgeführt hat, ist ebenfalls beachtlich, wenn man bedenkt, dass die argentinische Volks-

wirtschaft de facto geschlossen war, d.h., Importe und Exporte waren so weit reguliert, dass kein entscheidender externer Wettbewerbsdruck spürbar war. Über einen weitreichenden Privatisierungsprozess wurde außerdem versucht, die „argentinischen Kosten" zu senken und die heimische Produktion effizienter zu gestalten.

Unter diesen Voraussetzungen gelang es Argentinien auch, das Currency Board während der Währungskrisen, die von anderen Ländern ausgingen, aufrechtzuerhalten. Zwar hielten sich die internationalen Anleger, aufgeschreckt durch negative Erfahrungen mit einem (quasi) fixierten Wechselkurs und einem hohen Leistungsbilanzdefizit in Mexiko, Anfang 1995 auch in Argentinien zurück. Das Versickern des Kapitalzuflusses im ersten Quartal 1995 hatte die aufgrund des Currency Boards zu erwartenden Konsequenzen für die Geldpolitik. Im ersten Quartal verminderte sich die Geldbasis nominal um nahezu 25 Prozent (M1: fast 10 Prozent). Hierbei nutzte die argentinische Zentralbank ihren diskretionären Spielraum, um die Kontraktion der Peso-Geldmenge zu beschleunigen, indem sie mit Hilfe ihrer Überschussreserve die bei der Zentralbank gehaltenen Peso-Reserven der Geschäftsbanken in Dollar-Reserven transferierte. Die argentinischen Preise zeigten daraufhin ein hohes Maß an Flexibilität. Seither liegt die argentinische Inflationsrate deutlich unter der der Ankerwährung. Dadurch wurde die bereits 1994 eingeleitete reale Abwertung verstärkt.

Nach der Wiederwahl von Präsident Menem im Mai 1995 stiegen die Einlagen im Bankensystem wieder deutlich an. Als Folge dieser Entwicklung zeigte sich der monetäre Sektor über das ganze Jahr 1995 gesehen erstaunlich stabil: Die Währungsreserven der Zentralbank veränderten sich kaum, die Geldmengenexpansion stieg sogar leicht an, und die Nominalzinsen hatten bereits im Januar 1996 das Niveau von Dezember 1994 wieder erreicht. Die Kosten der Anpassung fallen jedoch im realen Sektor an. So verzeichnete Argentinien 1995 einen wirtschaftlichen Einbruch und einen drastischen Anstieg der Arbeitslosigkeit.

Argentinien ist dennoch in zweierlei Hinsicht als erster Erfolgsfall einer wechselkursbasierten Stabilisierung in der jüngeren Wirtschaftsgeschichte der Entwicklungsländer zu bewerten. Zum einen wurde die Inflationsrate von über 1 000 Prozent auf das Niveau einer stabilen Ankerwährung reduziert und so der reale Aufwertungstrend umgekehrt. Zum anderen führte ein dramatischer externer Schock nicht zur Aufgabe der Wechselkursfixierung, sondern zu einer beschleunigten Anpassung. Dies bedeutet, dass zum ersten Mal ein fester Wechselkurs den eigentlichen Härtetest bestanden hat. Es zeigt allerdings auch das hohe systemimmanente Risiko einer derartigen Politik durch die Abhängigkeit der Entwicklung der Geldmenge von der Stabilität der Kapitalzuflüsse. War Ende 1994 ein Szenario mit stabilen Preisen und hohem realem Wachstum noch

am wahrscheinlichsten, so trat als Folge der „Tequila-Krise" eine Rezession ein. Ein ähnliches Szenario wiederholt sich gegenwärtig als Folge der Brasilienkrise. Dabei kommt erschwerend hinzu, dass — anders als bei der Tequilakrise — der Außenhandel direkt betroffen ist, da Brasilien der wichtigste Handelspartner ist. Die Diskrepanz zwischen dem brasilianischen und argentinischen Wechselkursregime belastet auch die Integrationsgemeinschaft Mercosur und gefährdet den Fortgang der Liberalisierung des Handels zwischen den Ländern.

Die Diskussion der Erfahrungen Argentiniens hat deutlich gemacht, dass die Glaubwürdigkeit der Wechselkursfixierung von den Erwartungen der Privaten abhängt, ob eine kontraktive Phase realer Abwertung ohne Aufgabe des festen Wechselkurses bewältigt werden kann. Die Wirtschaftspolitik muss darauf ausgerichtet sein, die Voraussetzungen dafür so rasch wie möglich zu schaffen, um den Markttest bei einem negativen externen Schock zu bestehen.

III. Mexiko

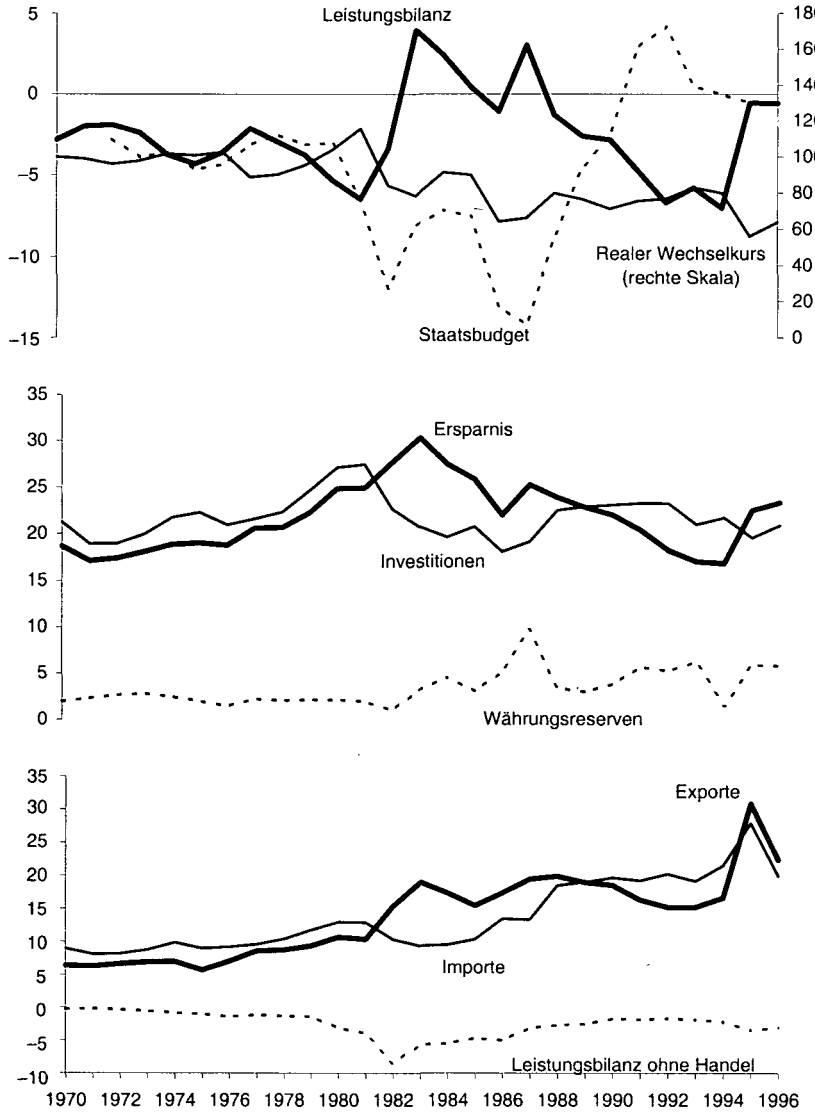
Nach einer langen Periode mit stabilem Wirtschaftswachstum, niedriger Inflationsrate und festem Wechselkurs zum Dollar fand in Mexiko eine erhebliche Destabilisierung statt (Milesi-Ferretti und Razin 1996).[11] Grund hierfür war eine erhebliche Ausweitung der Staatsausgaben, die zu einer Erhöhung der Inflationsrate und — bei festem Wechselkurs — zu einer realen Aufwertung führte. Die entsprechenden Leistungsbilanzdefizite wurden durch rasch steigende Auslandsschulden finanziert, bis schließlich 1976 der feste Wechselkurs nicht mehr aufrechterhalten werden konnte und der Peso die Hälfte seines Wertes verlor.

Die Regierung ergriff zwar zunächst auch Stabilisierungsmaßnahmen, schwenkte jedoch wieder um, nachdem bekannt wurde, dass, nach neueren Schätzungen, Mexikos Ölreserven mehr als doppelt so hoch sein sollten, als bisher angenommen wurde. Die Staatsausgaben wurden von 29 auf 41 Prozent des BIP gesteigert, und die Auslandsschulden verdoppelten sich bis 1981. Die Auslandskredite flossen hauptsächlich über staatliche Unternehmen in Investitionsprojekte. Der staatliche Investitionsboom führte zunächst zu einem Anstieg der Wachstumsrate auf über 8 Prozent. Gleichzeitig nahm die Inflation jedoch stetig zu, und es fand wiederum eine reale Aufwertung statt, da der Peso nicht entsprechend abgewertet wurde.

---

11 Schaubild 18 enthält einige Determinanten zur wirtschaftlichen Entwicklung des Landes.

Schaubild 18 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Mexiko 1970–1996 (Prozent des BIP)[a]



[a]Zur Definition der Variablen siehe Tabelle 2.

Quelle: J.P. Morgan (Juni 1999); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

In dieser riskanten makroökonomischen Situation wurde bekannt, dass die Ölreserven erheblich überschätzt worden waren. Außerdem stiegen die Weltmarktzinsen an, und die Weltwirtschaft befand sich in einer Rezession. Die Folge waren Spekulationswellen gegen den Peso und eine massive Kapitalflucht, die von der Regierung noch durch eine ständige Beschleunigung der Schuldenaufnahme zu immer ungünstigeren Bedingungen genährt wurde. Schließlich markierte das Aussetzen des Schuldendienstes durch Mexiko den Beginn der Schuldenkrise, der Peso musste erheblich abgewertet werden, ein gespaltener Wechselkurs wurde eingeführt, Dollarguthaben wurden zwangsweise in Pesoguthaben transferiert, und das Bankensystem wurde verstaatlicht. Neben der Abwertung führte eine fiskalische Kontraktion sowie eine Reduzierung der Reallöhne zu einer Korrektur des Leistungsbilanzdefizits. Die Folge dieser Politik war — wie in Chile und Argentinien — eine schwere Anpassungskrise mit negativem Wirtschaftswachstum und einem dramatischen Rückgang der staatlichen und privaten Investitionen.

Zwei Gründe können für die Destabilisierung Mexikos nach einer Phase stabilen Wachstums verantwortlich gemacht werden. Der Hauptgrund waren sicher die fiskalischen Ungleichgewichte. Der überwiegende Teil der Auslandsschulden Mexikos waren Schulden des öffentlichen Sektors. Dem lag die drastische Ausweitung der Staatstätigkeit zu Beginn der siebziger Jahre und dann noch einmal Ende der siebziger und Anfang der achtziger Jahre zugrunde. Finanziert wurden dabei neben staatlichen Investitionen auch in erheblichem Umfang steigende staatliche Konsumausgaben. Da der Anstieg der Staatseinnahmen aus dem Ölsektor erheblich überschätzt wurde, konnten die Konsum- und Investitionsausgaben bei weitem nicht gedeckt werden. Das fiskalische Ungleichgewicht wurde dann zu Beginn der achtziger Jahre noch verschärft, als der Staat indirekt die private Kapitalflucht dadurch finanzierte, dass er über eine Ausweitung seiner eigenen Schuldenaufnahme die Devisen für die Kapitalflucht zur Verfügung stellte.

Als Folge des fiskalischen Ungleichgewichts wertete der Wechselkurs bei eingeschränkter Flexibilität des nominalen Wechselkurses real erheblich auf. Dies beschleunigte die Schuldenaufnahme durch einen leichteren Schuldendienst. Außerdem wurde ein Importboom ausgelöst, der die Steigerung bei den Ölexporten bei weitem übertraf und durch die entsprechenden Leistungsbilanzdefizite eine riskante makroökonomische Situation schuf, die zu spekulativen Attacken geradezu einlud.

Ein weiterer Grund für die Destabilisierung Mexikos steht ebenfalls in engem Zusammenhang mit den fiskalischen Ungleichgewichten — das schwache Finanzsystem. Die Finanzierung von übermäßigen Defiziten im Staatshaushalt über das heimische Finanzsystem erforderte repressive Maßnahmen wie die Regulierung von Zinsen und hohe Reserveanforderungen. Die Effizienz der Kre-

ditvergabe musste darunter zwangsläufig leiden. Auch die Anpassungsfähigkeit eines solchen Finanzsystems ist eher gering. Dies zeigte sich nach der Verschlechterung der Wirtschaftslage Anfang der achtziger Jahre. Zusätzlich belastet wurden die Bilanzen der Banken und Firmen durch die realen Abwertungen, die, nachdem die vorhergehende reale Aufwertung die Schuldenaufnahme im Ausland angeregt hatte, den Schuldendienst erheblich erschwerten.

Insgesamt ist die erste mexikanische Leistungsbilanz- und Währungskrise also Ausdruck einer übermäßigen fiskalischen Expansion. Die Transmission der fiskalischen in externe Ungleichgewichte erfolgte dabei durch eine reale Aufwertung, die wiederum Folge einer Beschleunigung der Inflationsrate ohne Ausgleich durch entsprechende Abwertungen der Währung war. Die zweite mexikanische Leistungsbilanz- und Währungskrise im untersuchten Zeitraum war dagegen auf den Versuch zurückzuführen, ähnlich wie zuvor in Chile und Argentinien, die Inflation mit Hilfe eines festen Wechselkurses zu bekämpfen (Langhammer und Schweickert 1995).

Die Wechselkurspolitik Mexikos seit 1988 kann in vier Phasen eingeteilt werden:

- Von Februar bis Dezember 1988 war der Wechselkurs gegenüber dem Dollar fixiert;
- danach wurde die Parität täglich um einen festen absoluten Wert angepasst, der zunächst 1 Peso betrug, danach auf 0,4 Pesos (November 1990) bzw. auf 0,2 Pesos (November 1991) gesenkt und schließlich wieder auf 0,4 Pesos (Oktober 1992) erhöht wurde;
- im November 1991 wurde außerdem ein Wechselkursband eingeführt, das durch zwei Paritäten definiert wurde: die untere Parität wurde auf dem Stand des Wechselkurses im November 1991 eingefroren, und die obere Parität wurde nach wie vor täglich wie oben beschrieben angepasst;
- schließlich wurde die Wechselkursfixierung im Dezember 1994 aufgegeben und durch ein Floaten des Peso gegenüber dem Dollar ersetzt.

Grundsätzlich war der Peso/Dollar-Wechselkurs also zwischen Februar 1988 und Dezember 1994 entweder fixiert oder folgte einem aktiven Crawling-Peg, d.h., die Abwertungsrate lag deutlich unter der Inflationsdifferenz zwischen Mexiko und den Vereinigten Staaten. Mexiko verfolgte damit das Ziel, die heimische Inflationsrate auf das US-Niveau zu reduzieren. Unterstützt werden sollte die Preisanpassung durch die Pacto-Vereinbarungen zwischen Regierung, Unternehmen und Gewerkschaften, bei denen Zielgrößen für die Preisentwicklung eines Warenkorbes und für die Lohnentwicklung festgelegt wurden.

Tatsächlich war der nominale Wechselkurs als nominaler Anker weitgehend ineffektiv. Ein Vergleich der Veränderungen des nominalen Wechselkurses, des

Konsumentenpreisindexes und der Löhne zeigt deutlich, dass sich die mexikanischen Preise eher an den Lohnabschlüssen orientierten als am Wechselkurs. Diese wiederum waren jedoch inkonsistent mit dem durch die Wechselkursbindung implizit vorgegebenen Inflationsziel. Die Strategie, den nominalen Anker durch einen breiten sozialen Konsens zu stützen, muss damit als gescheitert beurteilt werden. Auf jeden Fall haben die Lohnabschlüsse über einen Kostendruck erheblich zum Beharrungsvermögen der mexikanischen Inflationsrate beigetragen.

Eine weitere Inkonsistenz offenbart die Betrachtung der Entwicklung von Währungsreserven und Geldmenge. Mit Ausnahme der Jahre 1991–1993 war die Geldpolitik insofern expansiv ausgerichtet, als die Geldmengenexpansion deutlich (vor allem 1988) über der Veränderungsrate der Reserven lag. Außerdem wurde 1991 die kräftige Zunahme der Währungsreserven nur in geringem Maße sterilisiert und somit die Chance vergeben, über eine restriktivere Geldpolitik zumindest die Reservedeckung der heimischen Geldmenge weiter zu erhöhen. Insgesamt nutzte die mexikanische Geldpolitik ihren diskretionären Spielraum aus, der aus der Variation der Reservedeckung folgt. Die im Zweifelsfall expansive Geldpolitik war jedoch nicht geeignet, den Desinflationsprozess zu beschleunigen (Brand und Röhm 1995).

Die Folge der aus der Kombination von Wechselkurs-, Lohn- und Geldpolitik folgenden realen Aufwertung war ein zunehmendes Leistungsbilanzdefizit. Getrieben wurde das Leistungsbilanzdefizit vor allem von einem Umschwung in der Handelsbilanz, die sich von einem Überschuss von 1,5 Prozent des BIP auf ein Defizit von etwa 5 Prozent des BIP verschlechterte. Die Wahrscheinlichkeit eines wachsenden Defizits aufgrund einer realen Aufwertung begründet die Notwendigkeit komplementärer Reformmaßnahmen in den Bereichen Fiskalpolitik sowie Güter- und Faktormärkte, um die Wettbewerbsfähigkeit wieder herzustellen. In diesen Bereichen wurden in Mexiko zwar gegenüber Anfang der achtziger Jahre erhebliche Fortschritte erzielt. Gemessen am ehrgeizigen Wechselkurs- bzw. Inflationsziel erwiesen sich die Maßnahmen jedoch als ungenügend.

So erfolgte die beachtliche Konsolidierung des Staatshaushalts vor allem über Ausgabenkürzungen zu Lasten der staatlichen Investitionen. Außerdem nahm die Steuerquote — bedingt durch Senkungen vor allem des Mehrwertsteuersatzes — stetig ab. Vor dem Hintergrund der Notwendigkeit, das heimische Angebot zu stärken, ist eine solche Entwicklung doppelt bedenklich: Zum einen bleiben notwendige Investitionen in Infrastruktur und Humankapitalbildung aus, weil die Finanzierung über Neuverschuldung ausgeschlossen ist, und zum anderen wird versäumt, den Konsum zu besteuern und somit die Investitionstätigkeit zu begünstigen.

Das durch die reale Aufwertung hervorgerufene Leistungsbilanzdefizit konnte bis 1994 durch den Zustrom von Auslandskapital finanziert werden. Es musste jedoch zunehmend von Portfoliokapital finanziert werden, das durch hohe Realzinsen und eine boomende Börse angezogen wurde. Im Vergleich zu Direktinvestitionen ist solches Kapital wesentlich weniger verlässlich bei der dauerhaften Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten. Dies zeigte sich im Dezember 1994, als die ausländischen Investoren ihre Risikoeinschätzung änderten, die Zuflüsse von Portfoliokapital versiegten und der Wechselkurs nicht mehr zu halten war.

Dieses hinreichend bekannte Szenario zeigt, dass die reale Aufwertung ein mit wachsendem Leistungsbilanzdefizit zunehmendes Risiko beinhaltet. Mitverantwortlich für die reale Aufwertung waren die inkonsistente Geld- und Lohnpolitik. Die Übersetzung der realen Aufwertung in ein zunehmendes Handelsbilanzdefizit wurde durch Reformdefizite in den Bereichen Staatshaushalt, Güter- und Faktormärkte erleichtert. Die ausländischen Investoren, die das Defizit finanzierten, wurden schließlich durch die politischen Ereignisse des Jahres 1994 verunsichert. An allen Entwicklungen trägt die mexikanische Wirtschaftspolitik zumindest eine Mitverantwortung, da selbst geringe Verzögerungen im Reformtempo und geringe Inkonsistenzen zum Aufbau einer Risikoposition beitragen. Ein solches Risiko kann auch bei geringen Verschlechterungen des externen Umfelds kulminieren. Dies bedeutet, dass — wie auch schon von den chilenischen und argentinischen Erfahrungen belegt — die wechselkursbasierte Stabilisierung ein hohes systemimmanentes Risiko in sich birgt.

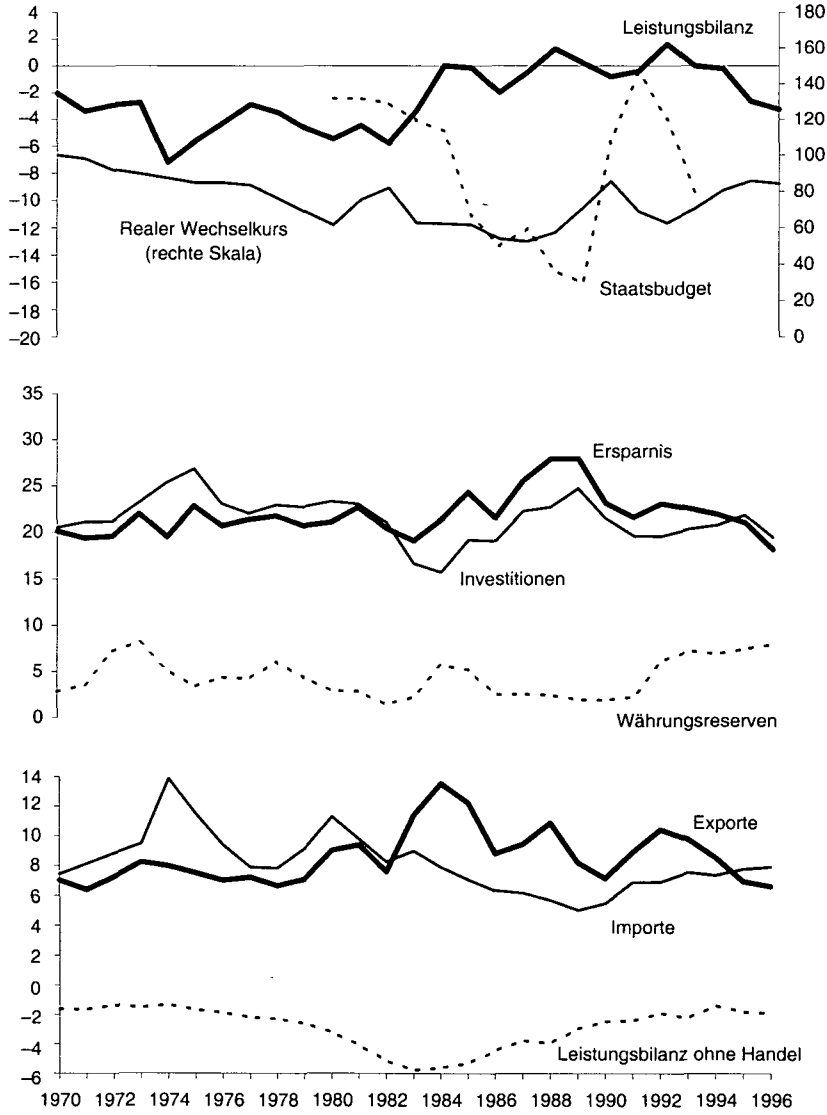
IV. Brasilien

Die makroökonomische Entwicklung Brasiliens lässt sich in den siebziger Jahren mit der Mexikos, danach jedoch mit der Argentiniens vergleichen.[12] Ähnlich wie in Mexiko ging der Destabilisierung in den siebziger Jahren eine Phase mit hohem Wachstum voraus (Baer 1995; Baer und Paiva 1996). Die Wirtschaftspolitik konzentrierte sich dabei auf die Reduzierung des Budgetdefizits und die Kontrolle der monetären Expansion, auf die Implementierung einer neuen Strategie der Lohnanpassung, die zu einer Reallohnsenkung führte, und auf die Einführung eines Indexierungssystems. Dieses bestand vor allem in der Indexierung der Kreditinstrumente — der Schuldendienst wurde entsprechend der aktuellen Inflationsrate angepasst. Daneben wurde die Indexierung bei den Spareinlagen eingeführt, was zu einer wesentlichen Zunahme der Ersparnisse führte.

---

12 Schaubild 19 enthält einige Determinanten zur wirtschaftlichen Entwicklung des Landes.

Schaubild 19 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Brasilien 1970–1996 (Prozent des BIP)[a]



[a]Zur Definition der Variablen siehe Tabelle 2.

Quelle: J.P. Morgan (Juni 1999); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

Der Ölpreisschock im November 1973 hatte eine dramatische Auswirkung auf Brasilien, das über 80 Prozent seines Erdölverbrauchs importieren musste. Brasilien entschied sich in dieser Situation dafür, trotz dieser Verschlechterung der Terms of Trade zu versuchen, die hohen Wachstumsraten der vorhergehenden Jahre mit Hilfe einer expansiven Wirtschaftspolitik zu konservieren. Mit dem Zweiten Nationalen Entwicklungsplan wurde ein umfassendes Investitionsprogramm gestartet, mit dem die Produktion in den Grundstoffindustrien sowie die rasche Ausweitung der Infrastruktur vorangetrieben wurden. Die Wahl der Wachstumsoption implizierte jedoch gleichzeitig einen dramatischen Anstieg der Auslandsschulden. Ohne eine Kreditaufnahme im Ausland hätte Brasilien nicht die höhere Rechnung für Erdölimporte bezahlen und zugleich weiterhin die notwendigen Vorprodukte für die großen Investitionsprogramme importieren können.

Letztlich war dies die Fortsetzung der Importsubstitutionspolitik, die die Wirtschaftspolitik Lateinamerikas und insbesondere Brasiliens dominierte. Die wichtigsten Instrumente dieser Politik waren Beschränkungen des Devisenverkehrs, hohe Zölle, spezielle Kredite der staatlichen Entwicklungsbank, steuerliche Anreize sowie die Gründung von Staatsunternehmen. Diese Politik, die bereits zum Aufbau zahlreicher ineffizienter, weil vom Wettbewerb abgeschotteter, Industrien geführt hatte, wurde nun unter ungünstigeren Bedingungen mit erhöhtem Einsatz und mit stärkeren Auswirkungen auf den Staatshaushalt fortgesetzt. Das Defizit des Staatshaushalts stieg dramatisch, und der Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors erhöhte sich 1979 auf über 13 Prozent des BIP. Dies war zum größten Teil durch den Finanzierungsbedarf der Staatsunternehmen des Nicht-Finanzsektors zu erklären, die bis 1979 hauptsächlich aufgrund des intensiven Kapitalbildungsprozesses in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre beträchtlich expandierten.

Die entsprechenden Folgen für das externe Gleichgewicht Brasiliens blieben, wie in Mexiko, dann auch nicht aus. Durch die intensive Verschuldungsstrategie bewegten sich die Leistungsbilanzdefizite auf einem deutlich höheren Niveau als zu Beginn der siebziger Jahre. Ähnlich wie in Mexiko wurden die Wirkungen der Expansion auf die Leistungsbilanz dadurch abgeschwächt, dass es nicht zu einer dramatischen realen Aufwertung aufgrund eines festen Wechselkurses kam. Im Zuge der Indexierung wurde in Brasilien seit 1968 ein Wechselkursregime des passiven Crawling-Pegs verfolgt; dies bedeutete eine informelle Indexierung, bei der die Abwertungsrate sich an der Inflation orientierte. In der Praxis kam es sogar zu einer leichten realen Abwertung.

Die makroökonomische Situation wurde so zwar riskanter, erschien allerdings als stabil. Das Wachstum durch Verschuldung konnte damit gerechtfertigt werden, dass spätere Devisenersparnisse durch die Investitionsprogramme schließlich zur Erwirtschaftung ausreichender Handelsüberschüsse führen würden, mit

denen die internationalen Schulden bedient werden könnten. Die zweite Ölpreiskrise, die verdeutlichte, dass die Ölpreiserhöhungen nicht kurzfristiger Natur waren, in Kombination mit dem Anstieg der Weltmarktzinsen und der weltweiten Rezession ließ die Rechnung der brasilianischen Regierung jedoch nicht aufgehen, und das Land wurde zum Hauptakteur in der Schuldenkrise.

Für Brasilien läutete dies einen Regimewechsel ein. Solange die internationalen Finanzmärkte für Brasilien zugänglich waren, wurde das öffentliche Defizit zu einem Großteil über eine Erhöhung der Auslandsschuld finanziert. Als jedoch zu Beginn der achtziger Jahre die internationale Schuldenkrise ausbrach, wurde das öffentliche Defizit fast nur noch durch die rasche Ausweitung der inländischen Verschuldung finanziert. In den siebziger Jahren betrug die interne Verschuldung zwischen 7 und 9 Prozent des BIP, 1981 erhöhte sie sich sprungartig auf 12 Prozent und erreichte 1985 fast 30 Prozent.

Nun zeigten sich die negativen Folgen der expansiven Politik im Zusammenspiel mit der Indexierung. Als sich die Inflation infolge des Ölpreis- und des Zinsschocks beschleunigte, wurde es für die ökonomischen Akteure zunehmend wichtiger, sich um eine gewisse Absicherung zu bemühen. Die Indexierung machte aus einer temporären eine chronische Inflation, die in der Folgezeit eine erhebliche Eigendynamik entwickelte. Zum einen wirkte sie als Kostenfaktor für Unternehmen, die indexierte Kredite aufgenommen hatten, und zum anderen führte sie zu steigenden Defiziten im Staatshaushalt. Schließlich mussten die Staatsschulden täglich neu mit hohen Zinsaufschlägen refinanziert werden.

Die prekäre Situation des Staatshaushalts führte letztlich dazu, dass die mit dem Internationalen Währungsfonds vereinbarte restriktive Fiskal- und Geldpolitik nicht durchgehalten wurde. Ähnlich wie in Argentinien schwenkten die zivilen Regierungen, die Mitte der achtziger Jahre die Militärregierungen ablösten, auf so genannte heterodoxe Stabilisierungsversuche um. Die Ökonomen und Politiker der neuen Regierung vertraten die Ansicht, dass die traditionellen Austeritätsmaßnahmen für die Inflationskontrolle nicht angemessen seien. Sie gingen vielmehr davon aus, dass die Inflation durch die Indexierung verursacht sei. Aufgrund dieser Diagnose wurden zwischen 1986 und 1991 fünf Stabilisierungsversuche mittels Preisstopps bzw. (im Fall des Collor-Plans) mittels der Einfrierung von Sparguthaben unternommen. Die Grundidee war, Preise, Löhne und den Wechselkurs gleichzeitig einzufrieren, damit die Wirtschaftssubjekte keinen Grund mehr gehabt hätten, die Preise zu erhöhen. Keiner dieser Pläne hatte einen mehr als vorübergehenden Effekt auf die Inflationsrate, die sich in den Monaten nach der Preis- und Lohneinfrierung wieder beschleunigte. Der Grund dafür war, dass die eigentliche Inflationsursache — die Finanzierung der Staatsdefizite — nicht beseitigt wurde. Folglich wurde die Inflation lediglich aufgestaut und setzte nach dem Scheitern des Preisstopps mit verstärkter Dynamik wieder ein, da wieder ein Stück Glaubwürdigkeit der Stabilisierungspolitik

verloren gegangen war. So wurde in Brasilien durch Indexierung aus einer temporären eine chronische Inflation und schließlich durch Preisstopps aus einer chronischen eine Hyperinflation.

Schließlich folgte Brasilien dem argentinischen Beispiel und versuchte im Zuge des „Plan Real" mit Hilfe einer wechselkursbasierten Stabilisierung die Inflation zu brechen (Dornbusch 1997). Im Gegensatz zu den vorhergegangenen Stabilisierungsversuchen verzichtete die Regierung in diesem Fall auf Lohn- und Preiskontrollen oder die Konfiszierung von Guthaben. Um die Inflation zu stoppen, wurde eine Umrechnungseinheit geschaffen, in die im März 1994 alle Löhne gemäß ihres Durchschnitts in den vergangenen vier Monaten umgerechnet wurden. Nach dieser Konvertierung wurden die Löhne für ein Jahr indexiert und die Umrechnungseinheit an den Dollar gebunden. Die Umrechnungseinheit wurde dann nach Einsetzen der Stabilisierung in eine neue Währung, den Real, überführt.

Zunächst wertete der Real gegenüber dem Dollar sogar um 15 Prozent auf. Mehrere kritische Entwicklungen sorgten jedoch für eine Dämpfung des ursprünglichen Optimismus, und der Real wurde in der Folge kontinuierlich um etwa 0,6 Prozent monatlich abgewertet. Es zeigte sich auch in Brasilien zunächst die typische Entwicklung einer realen Aufwertung bei hoher Inflation und festem Wechselkurs (vgl. auch Schaubild 2 in Abschnitt B.III). Die Inflation verlangsamte sich zwar deutlich; dennoch sorgte vor allem die Lohnentwicklung für steigende Reallöhne. Dies war sowohl die Folge der Indexierung der Löhne nach der Konvertierung in die Umrechnungseinheit als auch bedingt durch zusätzliche Lohnerhöhungen und den Verzicht auf eine kontraktive Geld- und Fiskalpolitik. Um die Inflation möglichst rasch zum Erliegen zu bringen und so die reale Aufwertung zu stoppen, trieb die Regierung die Realzinsen auf ein extrem hohes Niveau. Ab 1995 lag der Realzins in Brasilien im Durchschnitt zwischen 30 und 40 Prozent. Hohe inländische Zinsen und der quasi-feste Wechselkurs führten zu einem starken Anstieg vor allem des kurzfristigen Kapitalzuflusses.

Die Kehrseite dieser Entwicklung war ein Anstieg des Leistungsbilanzdefizits aufgrund der realen Aufwertung und der damit verbundenen Verschlechterung der Handelsbilanz. Gleichzeitig stieg aufgrund der hohen Zinsen auch das Defizit im Staatshaushalt stark an. Hier wirkte sich vor allem negativ aus, dass die inländischen Staatsschulden in Brasilien extrem kurzfristig refinanziert worden waren. Nach dem Einsetzen spekulativer Attacken im Zuge der Asienkrise befand sich die Regierung in einem Dilemma. Einerseits mussten weitere Zinserhöhungen zur Verteidigung der Währung automatisch die Staatsverschuldung und damit letztlich auch das Leistungsbilanzdefizit in die Höhe treiben. Nachdem das Staatsdefizit 8 Prozent des BIP erreicht hatte, war dies kaum möglich. Andererseits musste auch von einer starken Abwertung erwartet werden, dass sich der externe Schuldendienst für Staat und Unternehmen drastisch erhöhen

würde. Die Regierung versuchte dann auch, die Abwertung zu kontrollieren, indem sie durch eine Verschiebung der Zielzone für den Wechselkurs die Währung de facto um etwa 10 Prozent abwertete. Aufgrund des oben beschriebenen Dilemmas implizierte dies eine Verschlechterung der Verschuldungssituation und löste weitere Attacken gegen den Real aus, der zeitweilig von einem Anfangskurs von 1,20 zum Dollar auf über 2 Real anstieg. Im Gegensatz zu den vorangegangenen fehlgeschlagenen Stabilisierungsversuchen in Brasilien und im Gegensatz zu Mexiko nach der Tequila-Krise blieb die Inflation in Brasilien nach der Freigabe des Real auf einstelligem Niveau; allerdings erforderte dies nach wie vor extrem hohe Realzinsen — sie lagen Anfang August 1999 im kurzfristigen Bereich noch bei etwa 18 Prozent.

Insgesamt lässt sich aus der makroökonomischen Entwicklung Brasiliens in den letzten drei Jahrzehnten deutlich erkennen, dass die Wurzel der Leistungsbilanz- und Inflationsprobleme in der prekären Lage des Staatshaushalts zu finden ist. Seit dem Umschalten auf einen expansiven Kurs zu Beginn der siebziger Jahre gelang es keiner Regierung, den Staatshaushalt nachhaltig zu sanieren und so die Voraussetzungen für eine Beschränkung des Geldmengenwachstums zu schaffen. Zwei Gründe dürften dafür entscheidend sein. Die grundsätzliche Ausrichtung der brasilianischen Industriepolitik auf Importsubstitution anstelle von Exportexpansion führte zu strukturellen Defiziten im Staatshaushalt, die direkt oder indirekt mit den Staatsunternehmen, mit deren Hilfe die Strategie vornehmlich umgesetzt wurde, zusammenhängt. Zwar ist seit Beginn der neunziger Jahre eine Privatisierungspolitik zu erkennen, die aber keinesfalls versucht, das Problem radikal zu beseitigen, wie dies in Argentinien der Fall war. Unabhängig vom finanziellen Erfolg einer radikalen Privatisierungsstrategie — kurzfristig können hier sogar Kosten entstehen — hat die Entlastung zukünftiger Haushalte eine Signalfunktion für Investoren, die nicht zu unterschätzen ist. Dies gilt für Lateinamerika umso mehr, als die Möglichkeit, staatliche Unternehmen so effizient zu führen, wie dies in asiatischen Ländern über viele Jahre hinweg gelang, kaum glaubwürdig sein dürfte.

Neben der Importsubstitutionspolitik spielt in Brasilien aber wohl die Verteilungsproblematik eine dominierende Rolle. Betrachtet man die Einkommensrelation zwischen dem obersten und dem untersten Fünftel der Einkommen, so ergibt sich für Brasilien ein Wert von 23, der in einer weltweiten Querschnittsuntersuchung nur von drei Ländern übertroffen wird. Für Chile, einem Land mit sehr ungleicher Verteilung beträgt die Relation 14, für den Durchschnitt der ostasiatischen Staaten 7 (Deininger und Squire 1996). Dies erklärt zum einen, warum zu Beginn von Stabilisierungsversuchen immer wieder eine Einkommenspolitik über Reallohnsteigerungen für die unteren Einkommen betrieben wird, was zwar populär ist und auch die Verteilung verbessert, aber die Inflationsbekämpfung konterkariert und zum Verlust von Wettbewerbsfähigkeit führt. Die

ungleiche Verteilung erklärt zum anderen auch, warum eine kontraktive Fiskalpolitik entweder ausgeschlossen oder nicht lange durchgehalten wurde.

Der Verteilungskonflikt hat in Brasilien zusätzlich noch einen regionalen Aspekt. Im Zuge der Verfassungsreform nach dem Rückzug der Militärs aus der Regierungsverantwortung wurde den regionalen Regierungen eine erhebliche Ausweitung ihrer Ausgabenkompetenz zugebilligt, wobei das Problem der Mittelaufbringung weitgehend auf der gesamtstaatlichen Ebene verblieb. Daraus ergeben sich relativ geringe Anreize seitens der regionalen Regierungen, ihre Ausgaben zurückzuführen, sondern vielmehr Anreize erhebliche Schulden gegenüber der Zentralregierung anzuhäufen. So war zumindest ein Mitauslöser der Währungskrise im Januar 1999, dass der ehemalige brasilianische Präsident und jetzige Gouverneur des Bundesstaates Minas Gerais, Itamar Franco, erklärte, er werde seine Schulden gegenüber der Zentralregierung nicht mehr bedienen. Dies verstärkte die latente Skepsis über die Fähigkeit der Zentralregierung, ihre eigenen in- und ausländischen Schulden zu bedienen (Werkmeister 2000; Tanzi 1996).

Die zukünftige Entwicklung Brasiliens wird also davon abhängen, ob die Importsubstitutionsstrategie überwunden wird und der Staatshaushalt nachhaltig konsolidiert werden kann. Dabei stehen die Chancen für einen außenwirtschaftlichen Strategiewechsel ungleich günstiger, da bereits seit Beginn der neunziger Jahre eine deutliche Öffnung des brasilianischen Marktes zu erkennen ist. Interessant ist die weitere Entwicklung in Brasilien auch deshalb, weil die beiden Problembereiche exemplarisch für die Probleme stehen, die sich lateinamerikanische Länder in den vergangenen Jahrzehnten selbst bereitet haben. Hier sind auch die deutlichsten Unterschiede zwischen den vier untersuchten lateinamerikanischen Ländern zu erkennen. Am deutlichsten ist dabei der Unterschied zwischen Chile und Brasilien. Während die Marktöffnung und Konsolidierung Chiles in den siebziger Jahren stattfand, wird sie in Brasilien noch im nächsten Jahrzehnt Thema der wirtschaftspolitischen Auseinandersetzung sein. In Mexiko und Argentinien fand der Umdenkprozess dagegen bereits Mitte der achtziger bzw. Anfang der neunziger Jahre statt und wurde schließlich in Argentinien mit einem radikalen Schnitt vollzogen.

Die lateinamerikanischen Erfahrungen belegen insgesamt, wie schwierig es bei fehlender geldpolitischer Reputation ist, die Inflation ohne Störungen der Leistungsbilanzentwicklung zu bekämpfen. Von diesen Problemen hat sich lediglich Chile durch seine frühen Reformen bisher weitgehend befreien können; Argentinien musste die eigene Währung de facto aufgeben; in Mexiko liegt die Inflationsrate fast fünf Jahre nach Aufgabe des quasi-festen Wechselkurses immer noch über 10 Prozent; und die Realzinsen zur Kontrolle der Inflation sind nach Aufgabe des quasi-festen Wechselkurses in Brasilien immer noch extrem hoch.

V. Thailand

Thailand ist nicht nur deswegen ein besonders interessanter Fall makroökonomischer Erfahrungen, weil von diesem Land die Asienkrise in den neunziger Jahren ausging, sondern auch weil die langfristige makroökonomische Entwicklung einige Besonderheiten aufweist.[13] Zum einen ist hier die Beibehaltung eines festen Wechselkurses seit 1955 zu nennen, die nur zweimal von diskretionären Abwertungen unterbrochen werden musste. Zum anderen hat von den betrachteten asiatischen Ländern nur Thailand eine Phase realer Aufwertung aufzuweisen, in der der reale Wechselkurs sein Niveau zu Beginn der siebziger Jahre übersteigt. Schließlich hat in Thailand die Fiskalpolitik und hier insbesondere die staatliche Ausgabenpolitik eindeutig stabilisierenden Charakter.

Dabei sind zwei Episoden der makroökonomischen Entwicklung zu unterscheiden, die durch externe Schocks geprägt waren (Warr und Nidhiprabha 1996). Bis Mitte der achtziger Jahre dominierten die negativen Terms-of-Trade-Schocks infolge der Ölpreiserhöhungen und die Verarbeitung dieser Schocks. Danach setzte ein Boom infolge der gestiegenen Nachfrage nach arbeitsintensiv produzierten Gütern im Rahmen des Globalisierungsprozesses und ein damit verbundener Kapitalzustrom nach Thailand ein.

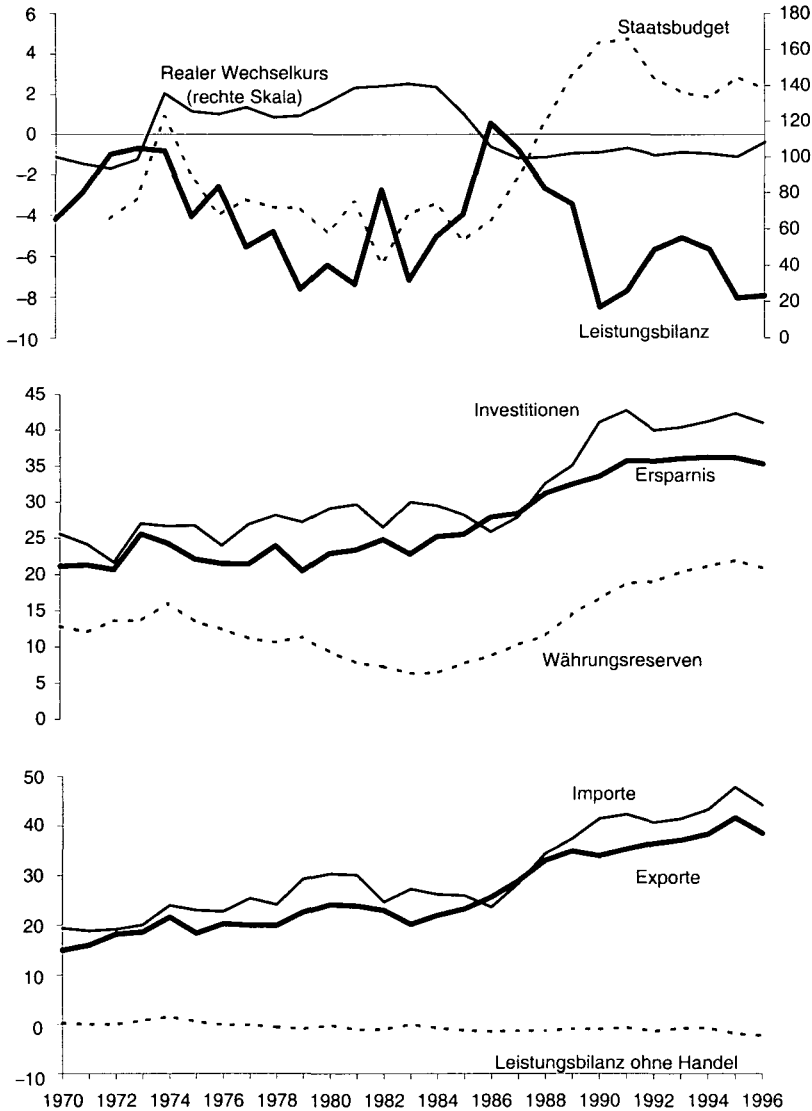
Die beiden Ölpreisschocks führten zu einer erheblichen Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits, einem Zurückbleiben des Wachstums hinter dem Trend und — zumindest kurzfristig — zu einem Anstieg der Inflationsrate über 20 Prozent. Dieses Muster erklärt sich aus der Geldpolitik, die zunächst akkomodierend war. Die Erhöhung der Ölpreise konnte so zu einem allgemeinen Preisanstieg führen und eine Anpassung des Relativpreises von gehandelten zu nichtgehandelten Gütern bewirken, ohne dass die Preise der nichtgehandelten Güter nominal sinken mussten. Danach schaltete die Geldpolitik — zum größten Teil automatisch durch den Reserveabfluss bei festem Wechselkurs — auf Kontraktion um und sorgte so für eine Anpassungsrezession. Im Folgenden wurde versucht die negativen Einkommenswirkungen durch eine weitere Phase monetärer Expansion wieder auszugleichen. Die Geldpolitik verfolgte somit das Ziel, im Rahmen der Möglichkeiten, die vom festen Wechselkursregime vorgegeben waren, das Einkommen zu stabilisieren. Dies war bei weitgehend reguliertem Kapitalmarkt in den siebziger Jahren zumindest kurzfristig möglich.

Am Ende dieser kurzfristigen Anpassungen reagierte Thailand jedoch im Fall der zweiten Ölpreiskrise mit einer Abwertung. Im Jahr 1981 waren die Reserven auf den Importwert zweier Monate gefallen, und die Regierung ließ eine Abwertung

---

13 Schaubild 20 enthält einige Determinanten zur wirtschaftlichen Entwicklung des Landes.

Schaubild 20 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Thailand 1970–1996 (Prozent des BIP)[a]



[a]Zur Definition der Variablen siehe Tabelle 2.

Quelle: J.P. Morgan (Juni 1999); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

um 10 Prozent und — bei einer Inflationsrate von lediglich 1 Prozent — 1984 noch einmal um 15 Prozent zu. Da die thailändische Währung bei nahezu konstanten Preisen real abwertete, wurde die durch die vorangegangenen Inflationsperioden bei festem Wechselkurs erzeugte reale Aufwertung vollständig rückgängig gemacht, und das Leistungsbilanzdefizit verschwand.

Danach setzte eine Boomphase ein, in der arbeitsintensive Industrien zunehmend aus den Ländern mit relativ hohen Löhnen, d.h. aus den Tigerstaaten Taiwan, Korea, Hongkong und Singapur, nach Thailand abwanderten. Dies wurde von einem Investitionsboom begleitet, der dafür sorgte, dass sich die Leistungsbilanz nicht weiter aktivierte, sondern vielmehr dramatisch passivierte. Die Fiskalpolitik versuchte in dieser Phase durch eine drastische fiskalische Kontraktion, d.h. durch eine Erhöhung der staatlichen Ersparnis, aktiv gegenzusteuern und so eine Überhitzung der thailändischen Wirtschaft zu vermeiden. Dagegen wurde die Geldpolitik bei festem Wechselkurs und nun offenem Kapitalverkehr automatisch expansiv.

Die Gründe, warum es nicht gelang, die Folgen des Kapitalzuflusses durch die Fiskalpolitik zu neutralisieren, sind noch zu diskutieren. An dieser Stelle ist zunächst festzuhalten, dass die thailändische Fiskalpolitik in Bezug auf die Leistungsbilanzentwicklung stabilisierend wirkte. Hauptinstrument war dabei die Ausgabenpolitik. Hier lassen sich vor allem zwei Perioden identifizieren, in denen dies sehr deutlich zum Ausdruck kommt. In den Jahren 1970–1986 zeigten die Staatsausgaben in Thailand einen kontinuierlichen und moderaten Anstieg von 18 auf 20 Prozent des BIP. Abweichend von diesem Trend wurden die Staatsausgaben als Reaktion auf die erste Ölpreiskrise und die damit verbundenen Preissteigerungen auf 13 Prozent des BIP reduziert. Das Leistungsbilanzdefizit blieb dadurch — wenn auch nur kurzfristig — trotz der Ölpreiserhöhungen konstant. Im Fall der Boomphase ab Mitte der achtziger Jahre kann man sogar von einer permanenten Reduzierung der Staatsausgaben um bis zu 4 Prozentpunkte sprechen.

Die beschriebene Fiskalpolitik in Thailand ist zu einem guten Teil institutionell verankert. Zum einen ist eine automatische Gegensteuerung im Fall eines Anziehens der Inflationsrate zu erkennen. Steigen aufgrund der Inflation die Preise für die Kapitalgüter, die für die staatliche Investitionstätigkeit angeschafft werden müssen, so steigen nicht die Staatsausgaben, sondern die staatliche Investitionstätigkeit geht sogar real zurück. Zum anderen existieren gesetzliche Obergrenzen für die geplanten Staatsausgaben, die den Staat davor bewahren, eine expansive Fiskalpolitik zu verwirklichen.

Die günstigen Voraussetzungen im Bereich der Fiskalpolitik trugen wesentlich dazu bei, dass der reale Wechselkurs trotz massiver Kapitalzuflüsse in den neunziger Jahren nicht aufwertete (Diehl und Schweickert 1998). Außerdem sterilisierte die Zentralbank einen Teil der Devisenzuflüsse und beschränkte die

Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken. Dennoch fand eine Ausweitung der Kreditvergabe statt, die bei gerade liberalisiertem Kapitalmarkt durch die steigende externe Verschuldung des Bankensektors refinanziert wurde. So gelang eine Konsolidierung der Kreditvergabe erst auf hohem Niveau der externen Verschuldung, die bereits 1996 die Währungsreserven Thailands überstieg.

Es ist für asiatische Staaten typisch, dass eine drastische Ausweitung der Kreditvergabe nicht in erster Linie für eine Erhöhung der Konsumausgaben verwendet wird, wie dies in Lateinamerika regelmäßig der Fall war, sondern für Investitionen vor allem in Wertpapiere und Immobilien, die die bevorzugten Sicherheiten für Finanzinstitute in Asien darstellen. Aus dieser Konstellation heraus entwickelte sich in den neunziger Jahren eine spekulative Blase am Aktien- und Immobilienmarkt. Mit steigenden Zinsen in den USA — und damit auch steigenden Inlandszinsen — wurde die Liquidität zur Finanzierung solcher Blasen zunehmend teurer und knapper, so dass sich der Trend 1994 umkehrte und schließlich bereits 1996, ein Jahr vor der eigentlichen Krise, steil nach unten zeigte. Schließlich führte ein drastisch steigender Anteil schlechter Schulden zu ernsten Schwierigkeiten vor allem bei den Finanzinstitutionen, die die Immobiliengeschäfte finanziert hatten.

In dieser Situation befand sich die Zentralbank von Thailand in einem Dilemma, das bereits in Abschnitt B.I diskutiert wurde. Bei festem Wechselkurs ist eine eigenständige Geldpolitik nicht möglich, also auch keine umfangreichen Bail-outs für bedrohte Finanzinstitutionen. Plant die Zentralbank bei festem Wechselkurs dennoch Bail-outs, so wird automatisch der feste Wechselkurs in Frage gestellt. Eine drastische Abwertung, die Raum für eine expansivere Geldpolitik schafft, führt dagegen zu einer dramatischen Verschlechterung der Bilanzen der Finanzinstitute, die Auslandsschulden bedienen müssen, und droht damit, das gesamte Finanzsystem in Mitleidenschaft zu ziehen. Als die Zentralbank 1997 begann, Bail-outs für Finanzinstitute zu organisieren, war dies das Startsignal für spekulative Attacken, die bei relativ geringen Währungsreserven rasch erfolgreich waren. Die ersten Abwertungen führten dann, wie erwartet, zu einer Verschlechterung der Bilanzen und weiteren Spekulationen und Abwertungen.

Insgesamt lässt sich sagen, dass die Währungskrise in Thailand bedingt war durch die hohe Risikoposition in Form des Leistungsbilanzdefizits und der Anfälligkeit des Finanzsystems für Änderungen der Kapitalströme. Die Erfahrungen Thailands unterscheiden sich somit nicht systematisch von denen, die Chile bereits 15 Jahre zuvor gemacht hatte (Abschnitt D.I). Von der Vergleichbarkeit dieser Fälle konnte lediglich die Tatsache ablenken, dass die Leistungsbilanzdefizite im Fall Chiles durch den Versuch, die Inflation mit einem festen Wechselkurs zu bekämpfen, provoziert worden waren und die zufließenden Mittel in Chile hauptsächlich für konsumtive Zwecke verwendet wurden und in Thailand — wenn auch nicht produktiv — investiert worden waren. Ähnlich wie in Chile

gingen jedoch vom Staatssektor keinerlei destabilisierende Impulse aus, und die Kapitalzuflüsse fanden in einem Umfeld liberalisierter aber kaum regulierter Finanzmärkte statt. Das gleiche Szenario wiederholte sich somit in Asien, wenn auch aufgrund gestiegener Kapitalmobilität mit gesteigerter Intensität (Corsetti et al. 1999).

VI. Malaysia

Ähnlich wie Mexiko profitierte Malaysia als Ölexporteur von der Ölkrise.[14] Steigende Rohstoffpreise in den siebziger Jahren verleiteten auch hier die Regierung zu einer expansiven Wirtschaftspolitik, der beim Rückgang der Rohstoffpreise in den achtziger Jahren und der Rezession in den OECD-Ländern die Basis entzogen wurde (Wiebelt 1996).

Bereits Ende der siebziger Jahre — also während des Rohstoffbooms — begann die malaysische Regierung ein großangelegtes Ausgabenprogramm, das ernsthafte Rückwirkungen auf die makroökonomische Situation in den kommenden Jahren haben sollte. Es waren zwei Gründe, die die Behörden veranlassten, auf die Preissteigerungen mit einer fiskalischen Expansion zu reagieren. Zum einen führte die Rohstoffhausse zu zusätzlichen Staatseinnahmen aus der Besteuerung wichtiger Exportprodukte sowie aus Rohölexporten der staatlichen Ölgesellschaft PETRONAS. Zum anderen war die Regierung bestrebt, die aus der Rezession in den OECD-Ländern resultierenden rezessiven Effekte zu kompensieren.

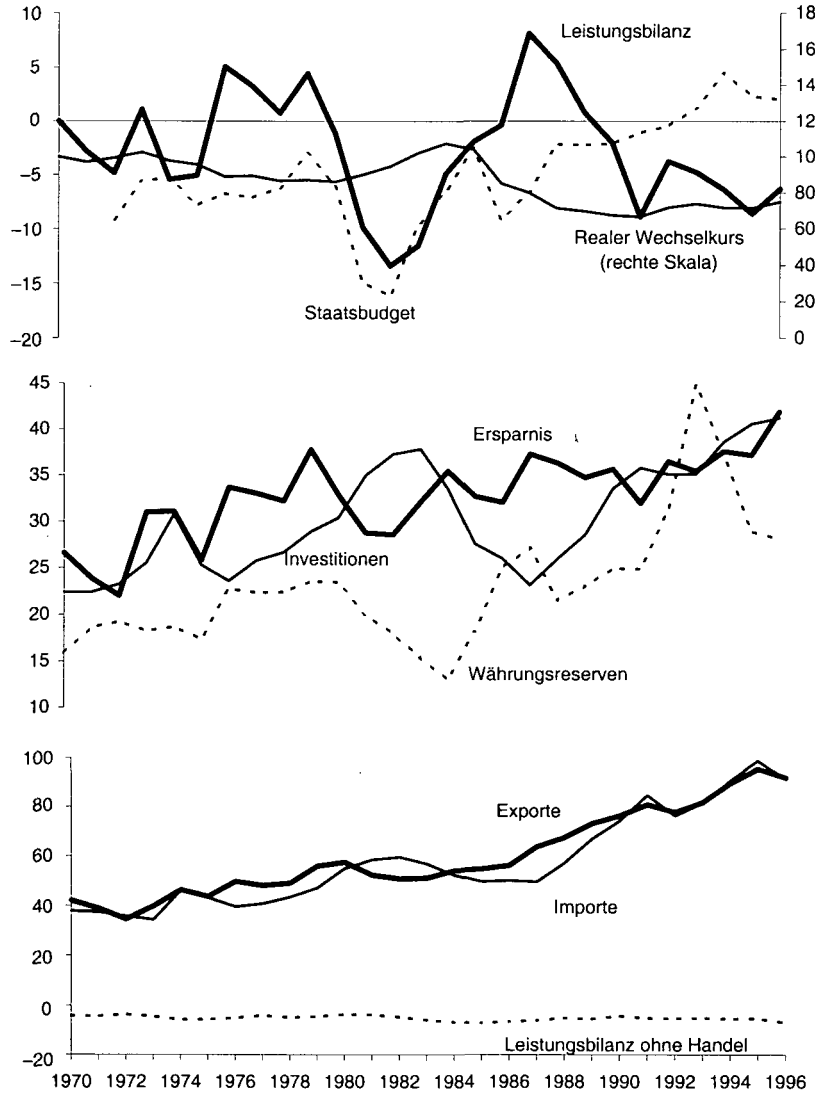
Vor allem die laufenden und erwarteten Einnahmesteigerungen aus dem Ölexport veranlassten die malaysische Regierung zu einer bisher nicht gekannten Ausgabenexpansion in den Jahren 1981 und 1982. Das Defizit des konsolidierten Staatshaushalts stieg von durchschnittlich 10 Prozent des BIP in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre auf 20 Prozent zu Beginn der achtziger Jahre, und zwar hauptsächlich aufgrund zunehmender Ausgaben für öffentliche Investitionen. Diese Budgetdefizite entstanden trotz zusätzlicher Einnahmen aus den Betriebsüberschüssen öffentlicher Unternehmen, hauptsächlich der Ölgesellschaft PETRONAS und ihrer Tochterunternehmen.

Das zunehmende Haushaltsdefizit hatte zwei wichtige Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Zum einen führte es über eine zunehmende Auslandsverschuldung zu einer zunehmenden Verschlechterung der Leistungsbilanz. Zum anderen bereitete die Finanzierung der Staatsdefizite auch erhebliche binnen-

---

[14] Schaubild 21 enthält einige Determinanten zur wirtschaftlichen Entwicklung des Landes.

Schaubild 21 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Malaysia 1970–1996 (Prozent des BIP)[a]



[a]Zur Definition der Variablen siehe Tabelle 2.

Quelle: J.P. Morgan (Juni 1999); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

wirtschaftliche Probleme. Die Kombination von expansiver Fiskalpolitik und restriktiver Geldpolitik erhöhte die inländischen Zinssätze. Die steigenden Zinsen trugen wiederum zum Anwachsen des Budgetdefizits bei. Dies war vor allem dadurch bedingt, dass der Anteil von kommerziellen Krediten zu variablen Zinsen im Verschuldungsportfeuille der Regierung ständig zunahm. Deshalb versuchte die malaysische Regierung, sich so wenig wie möglich im Inland zu verschulden, um ihren geldpolitischen Kurs nicht zu gefährden. Als Folge davon bildeten Auslandskredite die wichtigste Finanzierungsquelle im Zeitraum 1981–1984 und finanzierten durchschnittlich 40 Prozent des Defizits.

Obwohl die fiskalische Expansion Anfang der achtziger Jahre dazu führte, das Wirtschaftswachstum aufrechtzuerhalten, war diese Strategie nicht durchzuhalten. Der zunehmende Rückgriff auf kommerzielle Kredite zu variablen Zinssätzen, um die privaten und vor allem öffentlichen Ausgaben aufrechtzuerhalten, führte unausweichlich zu engeren außenwirtschaftlichen Restriktionen für das Wachstum in späteren Phasen. Die Verstetigung des hohen Wachstums in den frühen achtziger Jahren hing offensichtlich davon ab, ob das Niveau der Auslandsfinanzierung, das zu dieser Zeit erforderlich war, langfristig beibehalten werden konnte. Das war jedoch nicht der Fall und die Regierung musste — entgegen ihrer Absicht — zunehmend auf inländische Finanzierungsquellen umstellen. So wurde bereits 1985 der Großteil der Verschuldung der Zentralregierung durch inländische Finanzierungsquellen gedeckt.

Die Wechselkurspolitik trug während der Destabilisierungsphase ebenfalls zur Verschlechterung der Leistungsbilanz bei. Trotz einer zunehmenden Verschlechterung der Terms of Trade wertete der reale Wechselkurs auf. Eine nominale Abwertung, die aufgrund rückläufiger Exporterlöse und zunehmender Importausgaben notwendig gewesen wäre, fand aufgrund von Kapitalzuflüssen zur Finanzierung der fiskalischen Expansion nicht statt.

Die Anpassungsphase begann 1985, als die malaysische Regierung ihre Wirtschaftspolitik grundlegend änderte. Das Haushaltsdefizit der Zentralregierung sank auf 7,8 Prozent des Bruttoinlandsprodukts und dies in einem Jahr, in dem aufgrund einer weiteren drastischen Verschlechterung der Terms of Trade eher eine antizyklische Fiskalpolitik zu erwarten gewesen wäre. Die Hauptanpassungslast entfiel dabei auf öffentliche Investitionsprojekte der Regierung und staatseigenen Unternehmen. Die Ausgaben wurden hierfür innerhalb von 4 Jahren halbiert. Außerdem wurde die Aufnahme von Auslandskrediten stark eingeschränkt und die malaysische Zentralbank kaufte nun im Gegensatz zum Beginn der achtziger Jahre Devisen auf. Beide Maßnahmen hatten einen Abwertungsdruck für die heimische Währung zur Folge. Der Anstieg des nominalen Wechselkurses in Verbindung mit geringen Inflationsraten führte zu einer beträchtlichen realen Abwertung von rund 30 Prozent im Zeitraum 1985–1987. Die reale Abwertung hatte zwei wichtige Effekte. Erstens wurde dadurch die Rentabilität

und Wettbewerbsfähigkeit der Handelssektoren wiederhergestellt und eine Reallokation von Faktoren in diesem Bereich initiiert. Dadurch wurde die Verbesserung der Leistungsbilanz durch einen Anstieg der Exporte wesentlich erleichtert und der Anpassungsdruck von der Importseite genommen. Zweitens bewirkte die Abwertung einen realen Einkommensverlust und dadurch einen starken Rückgang des privaten Konsums, der ebenfalls zu einem Großteil für die Verbesserung der Leistungsbilanzposition verantwortlich war.

Die zügige Anpassung an veränderte Rahmenbedingungen entspricht der Reaktion Thailands und steht in scharfem Kontrast zu den Reaktionen Mexikos und vor allem Brasiliens. Während in den lateinamerikanischen Ländern die notwendigen Anpassungsmaßnahmen Abwertung und fiskalische Kontraktion entweder verschleppt wurden oder zu nachhaltigen Wirtschaftskrisen führten, zeigte Malaysia in Einklang mit den anderen asiatischen Ländern eine hohe Anpassungsflexibilität, wenn sich auch Anpassungsrezessionen nicht vermeiden ließen. Dies weist auf einige wesentliche Unterschiede zwischen den beiden Ländergruppen hin: eine hohe interne Ersparnisbildung, die Kapitalzuflüsse zur Finanzierung von Investitionen nicht zwingend erfordert; eine solide Finanzierung des Staatshaushalts, die Korrekturen der Staatsausgaben erleichtert und ein inflationsfreies Umfeld ermöglicht; eine exportorientierte Wirtschaftsstrategie, die bei einer Abwertung zu höheren Exporten führt und damit die notwendige Kontraktion vermindert. Kurz: Die Leistungsbilanzdefizite waren auf dieser Basis temporärer und nicht struktureller Natur wie in Lateinamerika.

Die zweite Phase hoher Leistungsbilanzdefizite in den neunziger Jahren unterschied sich in nahezu allen Aspekten von der ersten Phase in den achtziger Jahren (Milesi-Ferretti und Razin 1996). Die neunziger Jahre waren charakterisiert durch ein hohes Wirtschaftswachstum, das von boomenden privaten Investitionen und Exporten sowie von großen Kapitalzuflüssen in den privaten Sektor getragen wurde. Die Verschuldungsquote des Staates war dabei kontinuierlich rückläufig und die Geldpolitik wie in Thailand darauf ausgerichtet, die Wirkung des Liquiditätszuflusses auf die Geldmenge zu dämpfen und so eine reale Aufwertung zu verhindern. Auch gesamtwirtschaftlich war die Belastung durch den Schuldendienst rückläufig und ein großer Anteil der Kapitalzuflüsse fand in Form von Direktinvestitionen statt.

Dennoch verzeichnete auch Malaysia einen steigenden Zustrom an kurzfristigem Kapital, der wie in Thailand einen Aktien- und Immobilienboom nährte und zu einer starken Verzahnung von Banken- und Immobiliensektor führte. Anders als in Thailand war die Dynamik des Aktienmarktes bei Ausbruch der Asienkrise allerdings noch ungebrochen, obwohl Malaysia am stärksten vom Einbruch der Preise für Halbleiter und damit ausgestatteter elektronischer Produkte betroffen war und dadurch 1996 einen starken Einbruch bei den Exporten verzeichnete. Wie bereits aus der Querschnittsanalyse in Abschnitt B.II deutlich wurde,

bestanden für Malaysia also begründete Aussichten auch hohe Leistungsbilanzdefizite durchzuhalten. Die Folgewirkungen der Abwertungen in Thailand und den anderen asiatischen Krisenländern stellte diese Prognose jedoch auf den Kopf. Letztlich können auch hohe Leistungsbilanzdefizite durchhaltbar sein, allerdings nur unter der Annahme, dass keine wesentlichen negativen externen Schocks auftreten. Die Währungskrise in Thailand war zwar nicht vorherzusehen. Dennoch lässt sich vor allem aus den Erfahrungen Malaysias in den neunziger Jahren der Schluss ziehen, dass hohe Leistungsbilanzdefizite generell ein hohes Risiko darstellen, das zumindest Maßnahmen zu seiner Absicherung wenn nicht zu seiner Beseitigung erfordern.

VII. Korea

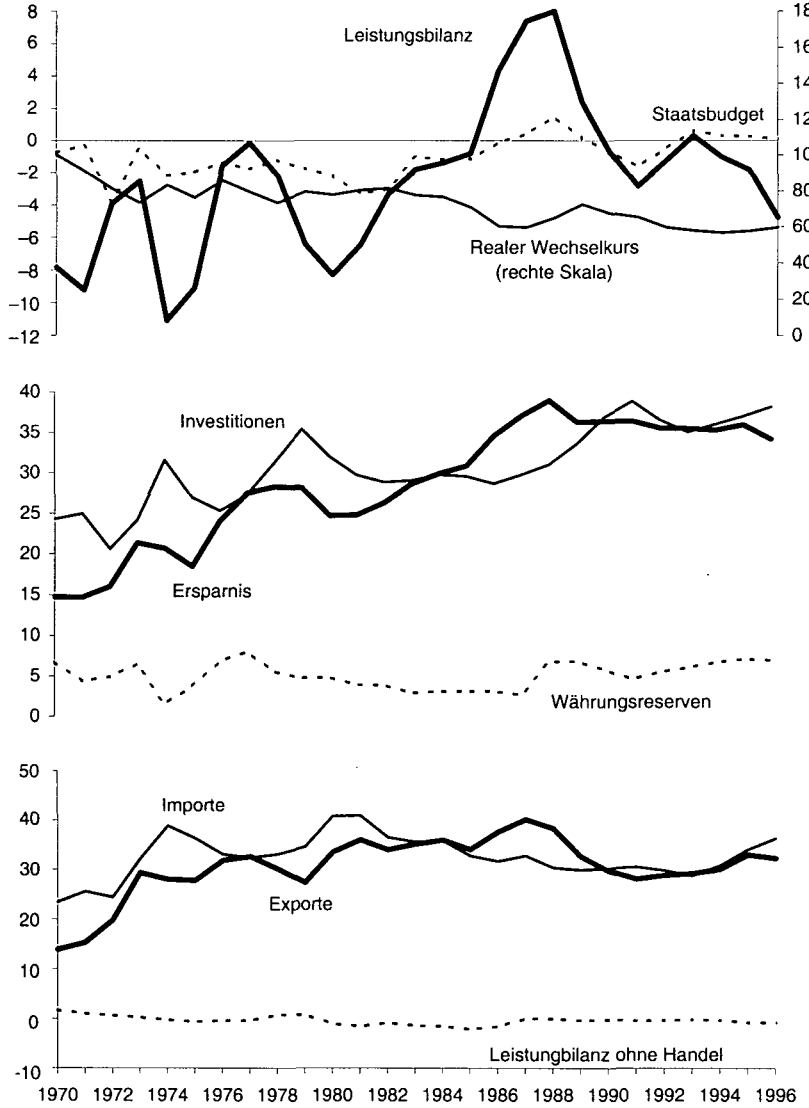
Wie Brasilien verzeichnete auch Korea im Verlauf der siebziger Jahre eine Destabilisierung bedingt durch den Versuch, die negativen Auswirkungen der Ölpreiskrisen durch eine zunehmende externe Verschuldung zu kompensieren und so das hohe Wachstum aufrechtzuerhalten (Schweickert 1991).[15] Dies führte zu einer stufenweisen Erhöhung der externen Verschuldung auf über 40 Prozent des BIP. Die zweite Ölpreiskrise traf Korea dann in einer kritischen Phase. Diesmal ging der Ölpreiserhöhung eine Phase mit realer Aufwertung voraus, die bedingt war durch den festen Wechselkurs zum Dollar bei hoher Inflationsrate. Außerdem kamen eine schlechte Ernte und politische Unruhen aufgrund der Ermordung des Präsidenten hinzu. Ein drastischer Einbruch der privaten Ersparnis und ein Leistungsbilanzdefizit von über 8 Prozent des BIP waren die Folge.

Die Regierung reagierte schnell und mit umfassenden Reformmaßnahmen: Die Währung wurde abgewertet, die Geld- und Fiskalpolitik restriktiver und strukturelle Reformen wie die Handels- und Kapitalmarktliberalisierung zügig umgesetzt. Der Erfolg dieser Strategie zeigte sich in hohen Wachstumsraten, die es Korea erlaubten, seine Verschuldungsstrategie nicht zu ändern und auch weiterhin erhebliche Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren. Die hohen Wachstumsraten führten schließlich zu einer automatischen Rückführung der Verschuldungsquote. Als in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre die Ölpreise sanken und der Dollar abwertete, verstärkte sich diese Tendenz. Zugleich wertete Korea seinen Wechselkurs noch einmal drastisch ab und verwandelte so das Leistungsbilanzdefizit in einen Überschuss, der die weitere Rückführung der Auslandsschulden auf etwa 20 Prozent des BIP bewirkte.

---

15 Schaubild 22 enthält einige Determinanten zur wirtschaftlichen Entwicklung des Landes.

Schaubild 22 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und Politikvariablen in Korea 1970–1996 (Prozent des BIP)[a]



[a]Zur Definition der Variablen siehe Tabelle 2.

Quelle: J.P. Morgan (Juni 1999); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

Wie erklärt sich nun der relative Erfolg Koreas bei der Bewältigung der Ölpreiskrisen? Hier ist zuerst zu erwähnen, dass das Wachstum im Fall Koreas in erster Linie von Investitionen und Exporten getragen wurde. Aus der exportorientierten Wachstumsstrategie, die im scharfen Gegensatz zu der von Brasilien verfolgten Importsubstitutionsstrategie steht, ergibt sich die Möglichkeit zu flexibler Anpassung: Eine Abwertung der Währung wird dann auch in steigende Exporte umgesetzt. Die Reaktion auf den Ölpreisschock konnte somit als Betriebsunfall verarbeitet werden, indem die Politik rasch für veränderte Rahmenbedingungen sorgte, als die Situation durch weitere externe Schocks zunehmend kritischer wurde. Die Leistungsbilanz konnte somit durch von Exporten getragenem Wachstum aktiviert werden, und die reale Abwertung wirkte nicht kontraktiv, wie dies in vielen Anpassungskrisen der Fall war und einen Hauptkritikpunkt an den Maßnahmen des Internationalen Währungsfonds darstellte.

Die positive Erfahrung der Bewältigung von Verschuldungssituationen hat Korea wahrscheinlich auch dazu bewegt, eine ähnliche Strategie in den neunziger Jahren einzuschlagen. So wurden bei steigenden Kapitalimporten vor allem Direktinvestitionen und langfristige Auslandskredite reguliert, um deren Anwachsen zu verhindern. Hintergrund ist dabei im Fall Koreas die Dominanz der Unternehmenskonglomerate (chaebol), die ihren politischen Einfluss dahin gehend geltend machen, ausländische Beteiligungen oder Abhängigkeiten vom Ausland zu begrenzen. Diese Gefahren werden vor allem bei Direktinvestitionen, aber auch bei langfristigen Krediten vermutet.

Die Asienkrise hat demonstriert, dass genau das Gegenteil zutrifft. Gerade bei kurzfristiger Verschuldung, wie sie von den „chaebol" exzessiv betrieben wurde, ergibt sich eine Abhängigkeit durch die Notwendigkeit einer ständigen Refinanzierung der Schulden. Die Öffnung des Kapitalmarktes im Zuge der Vorbereitung der OECD-Mitgliedschaft führte dann zu einem starken Verschuldungsanstieg und auch zu einem Anstieg des Leistungsbilanzdefizits (Diehl und Schweickert 1998). Ähnlich wie im Fall Thailands gingen von einem rückläufigen Aktienindex bereits 1996 erste Warnsignale für die Durchhaltbarkeit der kurzfristigen Verschuldungspolitik aus. Schließlich wurde bekannt, dass mehrere große „chaebol" durch ihre Verschuldungspolitik von Insolvenz bedroht waren. Dies betraf automatisch auch das Bankensystem, da in Korea die Kredite von den Banken nicht frei vergeben werden, sondern zu den „chaebol" dirigiert werden. Die Abwertungen in den ASEAN-Staaten, die die Wettbewerbsfähigkeit Koreas bedrohten, verschlechterten die Situation zusätzlich. Ausgelöst wurde die Krise schließlich durch die Weigerung der ausländischen Gläubiger, die kurzfristigen Kreditlinien zu prolongieren, und der Tatsache, dass Koreas Devisenreserven bei weitem zu gering waren, um die Schulden kurzfristig zu bedienen.

Wie schon im Fall Malaysias ist unklar, ob es ohne den Ausbruch der Krise in Thailand zu einem Umschwung in der Kapitalbilanz gekommen wäre. Im Gegensatz zu Malaysia hatte Korea jedoch ähnlich wie Thailand seine Risikoposi-

tion durch eine falsche Regulierung des Finanzmarktes verschlechtert. Fehlte in Thailand eine effektive Regulierung weitgehend, so war sie in Korea kontraproduktiv. Die chilenische Kapitalverkehrspolitik in den neunziger Jahren hätte ein geeignetes Vorbild abgeben können. Wie oben angeführt, bestand diese Politik im Wesentlichen darin, den Kapitalzufluss in Form von Direktinvestitionen zu fördern und den Zufluss an kurzfristigen Krediten und Portfoliokapital zu überwachen und zu dämpfen. Das chilenische Beispiel zeigt, dass eine Besteuerung des Kapitalverkehrs oder dessen Regulierung in Phasen intensiver Kapitalzuflüsse kurzfristig durchaus effektiv sein kann, wenn diese Politik durch die stabilitätspolitische und finanzpolitische Reputation der Regierung gestützt wird. In den asiatischen Tigerstaaten wären die Voraussetzungen für eine effektive Kapitalverkehrspolitik also sogar noch besser gewesen.

VIII. Taiwan

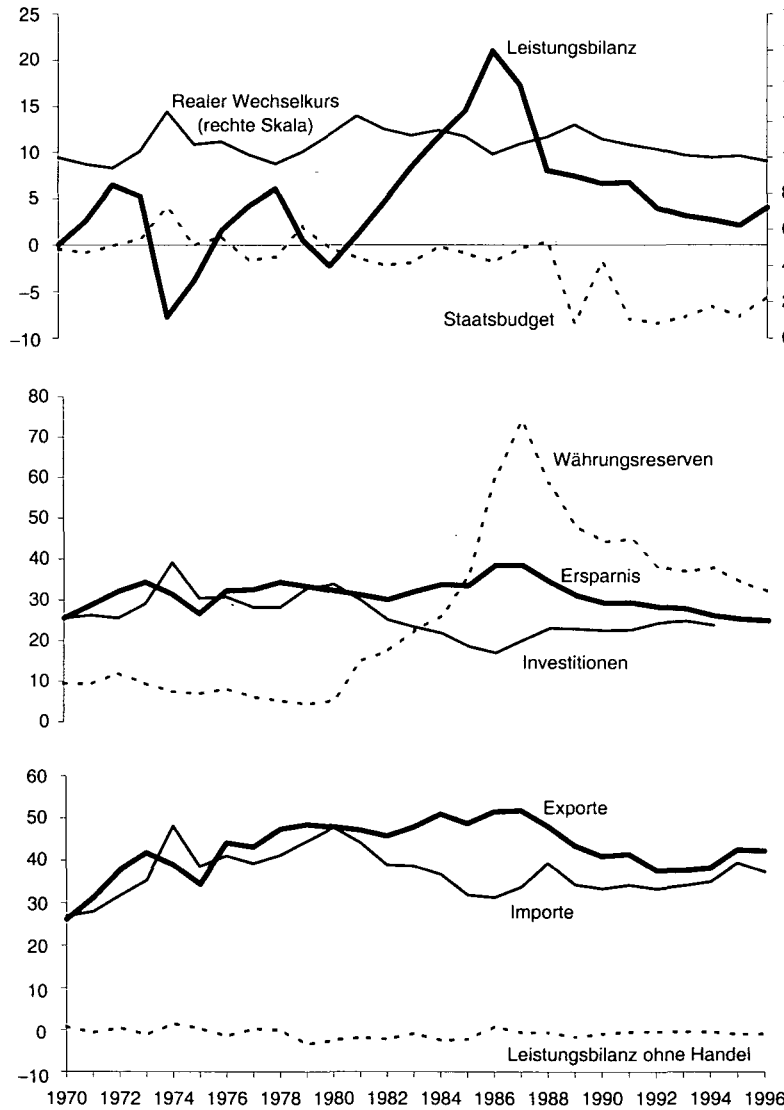
Taiwan ist das einzige Land im hier betrachteten Ländersample, das seit Beginn der siebziger Jahre im Durchschnitt einen positiven Leistungsbilanzsaldo ausweist.[16] Dies ergibt sich durch eine zu Beginn ausgeglichene Leistungsbilanz und einen positiven Trend, der in den siebziger Jahren zunächst noch durch die Auswirkungen der Ölpreiskrise gebremst wurde. In den achtziger Jahren zeigt sich dagegen ein drastisches Überschießen der Leistungsbilanz bis auf einen Überschuss von 20 Prozent des BIP.

Die Wechselkurs- und Kapitalmarktpolitik Taiwans spielte für diese Entwicklung eine wesentliche Rolle (Diehl und Schweickert 1997). Hier ist zunächst die Wechselkurspolitik zu nennen. Nach drastischen Abwertungsschritten war die Währung Taiwans von 1961 bis 1978 an den Dollar gekoppelt. In diesem Zeitraum erfolgten nur zwei geringe Aufwertungen um jeweils 5 Prozent. Im Februar 1979 ging man offiziell zu einem System des „managed floating" über. De facto blieb der Wechselkurs zum Dollar aber bis 1985 nahezu unverändert, da der Devisenmarkt maßgeblich von staatlichen Banken beeinflusst wurde. Von einer freien Wechselkursbildung kann man allerdings erst seit Beginn der neunziger Jahre sprechen. Bis zu diesem Zeitpunkt unterlagen sowohl die Leistungs- als auch die Kapitalbilanztransaktionen staatlichen Beschränkungen. Ausnahmen gab es lediglich für Kapitalimporte von (staatlich kontrollierten) Banken und für Direktinvestitionen. Seit 1987 wurden die Kapitalverkehrsbeschränkungen zwar sukzessive gelockert, die Beschränkung für Auslandskredite jedoch verschärft, um die starken Kapitalzuflüsse in den neunziger Jahren zu begrenzen.

---

16 Schaubild 23 enthält einige Determinanten zur wirtschaftlichen Entwicklung des Landes.

Schaubild 23 — Entwicklung der Leistungsbilanz, ihrer Komponenten und der Politikvariablen in Taiwan 1970–1996 (Prozent des BIP)[a]



[a]Zur Definition der Variablen siehe Tabelle 2.

Quelle: J.P. Morgan (Juni 1999); World Bank (1998); eigene Berechnungen.

Grundsätzlich kann man sagen, dass der Kapitalverkehr bis in die neunziger Jahre stark reguliert wurde, um den festen Wechselkurs abzusichern. Dies erlaubte Taiwan eine eigenständige Geldpolitik, die vermieden hat, dass der Wettbewerbsvorteil durch die anfängliche Abwertung durch Inflation wieder aufgezehrt wurde, wie es für lateinamerikanische Länder typisch war. Der feste nominale Wechselkurs und der — bei geringer Inflation — im Trend stabile reale Wechselkurs dürften wiederum wesentlich zur positiven Exportentwicklung und damit zum positiven Trend der Leistungsbilanz beigetragen haben. Dies wird durch die Ergebnisse der Analyse zum Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Exportentwicklung gestützt (Abschnitt C.II).

Eine weitere Konsequenz der Kapitalverkehrskontrollen war, dass der feste Wechselkurs nicht zu einem Zufluss an spekulativem Kapital oder zum Aufbau einer Auslandsverschuldung geführt hat. Aufgrund seiner prekären politischen Lage sah sich Taiwan gezwungen, eine übermäßige Abhängigkeit vom Ausland zu vermeiden. Im Gegensatz zu anderen Ländern hat Taiwan diese Abhängigkeit nicht in ausländischen Direktinvestitionen gesehen, sondern in der Abhängigkeit von der Gewährung neuer Kreditlinien. Taiwan hat deshalb — im Gegensatz zu den anderen hier betrachteten asiatischen Ländern, insbesondere Korea — keine Auslandsschulden aufgebaut und Anfang der achtziger Jahre und während der Krise in den neunziger Jahren keine Probleme mit der Bedienung solcher Schulden gehabt. Dagegen wurde in Taiwan frühzeitig begonnen, ausländische Investitionen zuzulassen, vor allem in speziell gegründeten Exportzonen. Dabei gab die Regierung jedoch gezielte Anreize für bestimmte Industriezweige, vor allem Elektronik, und verlangte die Beteiligung taiwanesischer Firmen und den Transfer von Know-how zu gewährleisten.

Neben der Exportentwicklung ist für eine Aktivierung der Leistungsbilanz vor allem die Entwicklung der Ersparnis entscheidend. Auch in dieser Beziehung lassen sich die Wirkungen der Wirtschaftspolitik erkennen. Die Liberalisierung des inländischen Finanzmarktes wurde in Taiwan erst seit Anfang der achtziger Jahre begonnen. Bis dahin war die Zinsbildung stark reguliert, und aufgrund der Kapitalverkehrskontrollen war auch eine Abkopplung vom Zinsniveau der USA möglich. Trotzdem waren die Realzinsen in Taiwan — verglichen mit anderen Entwicklungsländern — relativ stabil und positiv oder nur kurzfristig negativ. Die Regierung hat ihren Einfluss also nicht dazu genutzt, sich billig zu verschulden. Dies dürfte die Steigerung der Sparquote auf über 30 Prozent des BIP in den sechziger und siebziger Jahren wesentlich begünstigt haben. In jedem Fall hat es zur Entwicklung des formellen Finanzmarktes beigetragen.

Eine Besonderheit des taiwanesischen Kreditsystems ist es aber nach wie vor, dass Kredite von staatlich kontrollierten Banken vor allem an staatliche Unternehmen ausgereicht werden. Privatunternehmen sind deshalb auch zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch zu etwa einem Drittel auf Kredite von informellen Fi-

nanzmärkten angewiesen. Während ähnliche Systeme in anderen Entwicklungsländern zu starken Ineffizienzen bei der Kreditvergabe und zu wirtschaftlicher Stagnation geführt haben, hat Taiwan damit eine der höchsten Wachstumsraten erzielt. Dafür können im Wesentlichen zwei Gründe angeführt werden. Erstens werden auch im formellen Kreditsektor positive Realzinsen gezahlt. Der Anreiz zum Sparen beschränkt sich also nicht auf den informellen Sektor, und die investive Verwendung der Kredite ist eher sichergestellt als bei negativen Realzinsen im formellen Sektor.

Zweitens besteht die taiwanesische Wirtschaft zum größten Teil aus kleinen und kleinsten Unternehmen, und es besteht eine hohe Präferenz für eine selbstständige Tätigkeit. Die staatlichen Unternehmen sind dabei — mit wenigen Ausnahmen — im Versorgungsbereich tätig. Gerade in den Sektoren, die die Exportdynamik Taiwans im Wesentlichen geprägt haben — Textilien und Elektronik —, sind die Unternehmenseinheiten sehr klein, und es gibt zahlreiche Familienunternehmen vor allem im Bereich der Zulieferer. Für die Ersparnis bedeutet dies, dass sich bei beschränktem Zugang zum formellen Kreditmarkt der Aufbau eines eigenen Unternehmens nur bei eigenen Ersparnissen realisieren lässt. Die Sparanreize resultieren dann darin, dass aufgrund der Wirtschaftsstruktur und der Wachstumsaussichten für neue Unternehmen große Chancen bestehen und dass aufgrund der positiven Realzinsen gute Möglichkeiten für den Aufbau eines Startkapitals gegeben sind.

Neben der Wechselkurs- und Kapitalmarktpolitik hat die Fiskalpolitik ihren Beitrag zur Leistungsbilanzentwicklung in Taiwan in zweierlei Hinsicht geleistet. So waren bis in die neunziger Jahre keine wesentlichen Budgetdefizite zu verzeichnen. Die Geldpolitik konnte sich dadurch auf die Inflationsbekämpfung konzentrieren, und es bestand keine Notwendigkeit den staatlichen Schuldendienst durch negative Realzinsen zu erleichtern. Gleichzeitig bestanden dadurch Freiräume, den Staatshaushalt als Instrument der Leistungsbilanzpolitik zu nutzen. Wie bereits bei der Diskussion zu den Determinanten der Leistungsbilanzentwicklung dargestellt, verhielt sich die taiwanesische Fiskalpolitik in den siebziger Jahren antizyklisch, indem sie bei einer Passivierung der Leistungsbilanz aufgrund des Rückgangs der privaten Ersparnis, die staatliche Ersparnis erhöhte und so die Leistungsbilanzentwicklung stabilisierte. In den neunziger Jahren konnte die Fiskalpolitik schließlich aktiv eingesetzt werden, um mit Hilfe von Budgetdefiziten die Leistungsbilanzüberschüsse zu reduzieren und so eine drastische reale Aufwertung zu vermeiden (Abschnitt C.I).

Die Vermeidung eines realen Aufwertungstrends resultierte also weniger aus protektionistischen Maßnahmen als vielmehr aus einem Zusammenspiel der Wechselkurs-, Kapitalmarkt- und Fiskalpolitik Taiwans. Vor allem während der achtziger Jahre ist Taiwan von Seiten der USA — dem dominierenden Exportland Taiwans — der Vorwurf gemacht worden, eine Unterbewertungsstrategie zu be-

treiben, um so das Exportwachstum zu Lasten des Wachstums des Dienstleistungssektors zu beschleunigen (Riedel und Cicoganani 1993). Der hohe Leistungsbilanzüberschuss in den achtziger Jahren basierte aber nicht — wie es mit der Theorie der Wechselkursprotektion konsistent wäre — auf staatlichen Budgetdefiziten, sondern auf einer zunehmenden Lücke zwischen privaten Ersparnissen und privaten Investitionen. Bei relativ stetigem Wachstum der Sparquote war diese Lücke vor allem auf einen starken Rückgang der Investitionstätigkeit zurückzuführen. Dies war vor allem durch externe Schocks bedingt. Zum einen fand in der amerikanischen Außenpolitik eine wesentliche Änderung der Chinapolitik statt. In der Folge kündigten die USA 1979 das gegenseitige Sicherheitsabkommen mit Taiwan und entzogen Taiwan die diplomatische Anerkennung zugunsten einer Anerkennung Chinas. Investitionen in Taiwan unterlagen damit einer erheblichen Unsicherheit, da nicht abzusehen war, wie sich die Änderungen der politischen Rahmenbedingungen konkret auf die Sicherheit Taiwans auswirken würden. Zum anderen stiegen die Zinsen in den USA aufgrund der Reaganschen Politik eines expansiven Staatshaushalts und der restriktiven Geldpolitik stark an, so dass auch deshalb Investitionen in Taiwan weniger lohnend erschienen.

Richtig ist jedoch wohl, dass die zunehmende außenpolitische Unsicherheit den Anreiz zum Aufbau hoher Devisenreserven geboten hat. Nach der diplomatischen Anerkennung Chinas wurde Taiwan nämlich auch von allen internationalen Organisationen ausgeschlossen. Somit stehen seitdem auch keine Liquiditätshilfen durch den Internationalen Währungsfonds im Krisenfall zur Verfügung. Taiwan hat deshalb durch die Vermeidung einer realen Aufwertung das Ansteigen der Leistungsbilanzüberschüsse zumindest toleriert. Bei geschlossenem Kapitalmarkt konnte die zufließende Liquidität neutralisiert werden, indem sie ausschließlich für den Aufbau der Reserveposition genutzt wurde. Dies kann man sowohl als temporäre Unterbewertungsstrategie als auch als eine Anpassung der Devisenreserven an veränderte politische Rahmenbedingungen interpretieren. Ausgezahlt hat sich die Politik hoher Devisenreserven spätestens im Zuge der Asienkrise. Im Zusammenspiel mit der Vermeidung von Auslandsschulden dürften die Devisenreserven wesentlich zu der (relativen) Stabilität des New Taiwan Dollars beigetragen haben.

Auch von der realwirtschaftlichen Seite her lässt sich der stabile Trend des realen Wechselkurses erklären. Die Balassa-Hypothese geht davon aus, dass der technische Fortschritt vor allem im Bereich der Exportgüter stattfindet. Im Fall einer Wirtschaftsstruktur wie in Taiwan, wo die Konkurrenz nicht nur im Bereich der Exportgüter, sondern auch bei den Dienstleistungen durch eine Vielzahl kleiner Unternehmen hoch ist, dürfte gewährleistet sein, dass (1) technischer Fortschritt sich sehr schnell über alle Sektoren verbreitet und dass (2) Anreize für einen eigenständigen technischen Fortschritt im Dienstleistungssektor bestehen.

Insgesamt kann Taiwan als Modellfall einer außenwirtschaftlichen Strategie der Risikominimierung angesehen werden, die aus mehreren Elementen besteht: stabiler realer Wechselkurs, Förderung der Ersparnisbildung, Exportorientierung, solide Finanzierung des Staatshaushalts, Vermeidung wirtschaftlicher Konzentration und Regulierung des Kapitalverkehrs. Optimal ist eine solche Strategie lediglich, wenn sie auch den nationalen Präferenzen entspricht. Immerhin ist es Taiwan dadurch aber gelungen, im Gegensatz zu allen anderen hier untersuchten Ländern, gravierende Leistungsbilanz- und Währungskrisen in den letzten 30 Jahren zu vermeiden.

E. Zusammenfassung und wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen

I. Die Währungskrisen der neunziger Jahre

These: Der reale Abwertungsbedarf im Krisenfall hängt kurzfristig nicht von der Abweichung des realen Wechselkurses von seinem Gleichgewichtswert ab, sondern vom Leistungsbilanzdefizit sowie von Risiken in den Bereichen Verschuldung, Währungsreserven und Bankensektor.

Die makroökonomische Ausgangssituation vor der Asienkrise, also für das Jahr 1996, zeigt, dass Leistungsbilanzdefizite nicht mit einer eindeutig zu definierenden makroökonomischen Entwicklung einhergehen. Tatsächlich wiesen die asiatischen Krisenländer im Jahr vor Ausbruch der Krise die höchsten Leistungsbilanzdefizite auf. Dagegen zeigten die übrigen asiatischen Länder Leistungsbilanzüberschüsse und die lateinamerikanischen Länder, mit Ausnahme Brasiliens und Chiles, geringe Defizite. Allerdings ist kein Zusammenhang zwischen der Höhe der Leistungsbilanzdefizite und den anderen Indikatoren für makroökonomische Ungleichgewichte wie Änderungen des realen Wechselkurses, Wachstum, Inflation und Staatsbudget zu erkennen. Hier fällt lediglich Brasilien auf. Brasilien zeigt die höchste Aufwertungsrate seit 1987, das niedrigste Wirtschaftswachstum sowie die zweithöchste Inflationsrate und das zweithöchste Staatsdefizit.

Unabhängig vom Entstehen der Leistungsbilanzdefizite ergibt sich aus dem Rückgang von Kapitalzuflüssen die Notwendigkeit einer realen Abwertung. Die Abwertung wird sowohl die Zins- als auch die Tilgungszahlungen erhöhen, sofern Private und der Staat sich in ausländischer Währung verschuldet haben. Dies wird — wie schon die höheren Zinsen — den Schuldendienst erhöhen und die Stabilität des Bankensektors bedrohen. Die Folge wäre ein weiterer Kapitalabfluss, eine weitere Abwertungswelle etc. Daraus folgt nun, dass der Abwertungsbedarf vor allem dann hoch ist, wenn eine anfängliche Abwertung den Schuldendienst erhöht und den Bankensektor destabilisiert und wenn die Währungsreserven gering sind.

Die Betrachtung von Indikatoren zu diesen Risikobereichen, wie sie sich 1996 darstellten, zeigt zunächst, dass die Risikovorsorge im Kreditbereich in Thailand und Indonesien mit am schlechtesten war. Das bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit einer Bankenkrise bei einer Zunahme schlechter Kredite in diesen Ländern wahrscheinlicher war als in den anderen Ländern. Hinzu kommt, dass Thailand und Indonesien einen hohen Anteil ausländischer Bankkredite an

der Kreditfinanzierung und Indonesien die höchste Auslandsverschuldung der asiatischen Länder hatte. Der Schuldendienst für diese Kredite steigt jedoch proportional mit einer Abwertung. Für Thailand und Indonesien gilt also, dass die ersten Abwertungen zu einem deutlich höheren Schuldendienst und dadurch zu einer Erhöhung des Anteils der schlechten Kredite führen mussten. Für diese Entwicklung war wiederum die Risikovorsorge unzureichend.

Die Risikoposition Koreas stellt sich dagegen etwas anders dar. In Bezug auf den Bankensektor und die Auslandsschulden ergeben die Zahlen ein wesentlich geringeres Risiko als für Thailand und Indonesien. In Bezug auf die Devisendeckung bestand dagegen ein erhebliches Risiko — vor allem für die Bedienung kurzfristig fälliger Auslandsschulden. Dies bedeutet, dass die Verteidigung des Wechselkurses nur bei einer ständigen Refinanzierung dieser Kredite möglich war. Nachdem die Banken die Refinanzierung einstellten, musste Korea dann auch abwerten. Dadurch erhöhte sich jedoch der Schuldendienst für die ohnehin angeschlagenen koreanischen Konglomerate (chaebol). Die Folge waren ein rasanter Anstieg schlechter Kredite und drohende Bankrotte von Banken.

Somit lässt sich die Ausbreitung der asiatischen Krise recht gut erklären. Am stärksten betroffen waren mit Thailand, Indonesien und Korea Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten und zusätzlichen Risiken in den Bereichen Verschuldung, Währungsreserven und Bankensektor. Übertragen hat sich die Krise vor allem auf Malaysia und die Philippinen aufgrund der Leistungsbilanzdefizite in diesen Ländern.

Demnach wären vor allem Brasilien und Chile aufgrund ihrer Leistungsbilanzdefizite von über 3 Prozent des BIP anfällig für eine Übertragung der asiatischen Krise gewesen. Tatsächlich zeigte sich in beiden Ländern ein deutliches Sinken der Aktienkurse nach Ausbruch der Baht-Krise und im Fall Chiles auch erste Zinsausschläge. Dass es letztlich zu einer Realkrise gekommen ist, hängt mit der sehr unterschiedlichen Risikoposition beider Länder zusammen. Chile zeigte keine ausgeprägten Risiken, während Brasilien ein geringes Wirtschaftswachstum, die hohe Inflationsrate, das hohe Haushaltsdefizit, eine hohe Auslandsverschuldung und hohe Risiken im Bankenbereich aufwies. Auch ohne die Übertragungseffekte aus Asien bestand in Brasilien ein hohes Risiko für eine Leistungsbilanzkrise.

Die gleichen Indikatoren für makroökonomische Ungleichgewichte und Risiken wurden auch für das Jahr 1994, also vor dem Ausbruch der Mexikokrise, betrachtet. Die Mexikokrise wirkte sich im Gegensatz zur Asienkrise lediglich auf wenige Länder und innerhalb dieser Länder vor allem auf Argentinien aus. Bei diesen wenigen Ländern handelt es sich um die beiden Länder mit absolut festem Wechselkurs — Argentinien und Hongkong — und die beiden späteren Krisenländer Thailand und Korea. Die Betrachtung der makroökonomischen Ungleichgewichte und der Risikopositionen dieser Länder können das Ausbreitungsmuster ähnlich gut erklären wie im Fall der asiatischen Krise.

Daraus ergibt sich, dass Mexiko wie später auch Thailand das höchste Leistungsbilanzdefizit im Vorlauf zum Ausbruch der Krise aufwies. Ähnlich wie in Thailand zeigt sich auch hier kein systematischer Zusammenhang zwischen dem Auftreten eines außenwirtschaftlichen Gleichgewichts und eventuellen anderen makroökonomischen Ungleichgewichten. Betrachtet man die Risikopositionen in den Bereichen Verschuldung, Währungsreserven und Bankensystem, so zeigt sich, dass Mexiko in allen drei Unterbereichen der Risikoposition Reservedeckung — kurzfristige Auslandsschulden, Importe und inländische Kredite — ein sehr hohes Risiko aufwies und in den hier betrachteten drei Ländergruppen deutlich am schlechtesten abschnitt.

Für die beiden Länder mit Currency Board Systemen ergibt sich ein sehr unterschiedliches Risikoprofil. Während der Zinsanstieg in Hongkong wohl als Folge einer reinen spekulativen Attacke bezeichnet werden muss, die allein auf das Testen des absolut festen Wechselkurses zurückzuführen ist, ergeben sich für Argentinien Anhaltspunkte für eine besondere Abhängigkeit von externem Kapital. Argentinien trug die höchste Schuldenlast gemessen an den Exporten und hatte den höchsten Anteil ausländischer Kredite am gesamten Kreditvolumen. Außerdem war der reale Wechselkurs Argentiniens in der Vergangenheit eng mit dem Mexikos korreliert.

Interessante Unterschiede ergeben sich auch aus der Betrachtung der Risikopositionen von Korea und Thailand. Schon damals wies Korea ein hohes Risiko bei der Reservedeckung aus. Dass es nicht zu einer Krise kam, ist wohl dem damals recht niedrigen Leistungsbilanzdefizit zuzuschreiben. Dagegen wies Thailand auch 1994 schon ein hohes Leistungsbilanzdefizit in Kombination mit Risiken im Bereich der kurzfristigen Auslandsschulden und der Stabilität des Bankensektors auf. Daraus lassen sich zwei wichtige Schlussfolgerungen ableiten. Erstens deutete sich die spätere Krise in Thailand und Korea langfristig an, und zweitens funktionierte schon damals der internationale Kapitalmarkt in dem Sinne, dass die Währungen der Länder getestet wurden, bei denen sich dies durch eine besondere Risikokonstellation als gerechtfertigt bezeichnen lässt.

II. Die langfristige Leistungsbilanzentwicklung

These: Seit Anfang der siebziger Jahre wird die Leistungsbilanzentwicklung der lateinamerikanischen Länder vor allem vom realen Wechselkurs, die der asiatischen Länder vor allem vom Staatshaushalt bestimmt. Die Exportdynamik der asiatischen Länder resultiert auch weniger aus einer Abwertungsstrategie als vielmehr aus der Stabilität des realen Wechselkurses.

Bei den Wirkungen des Staatsbudgets zeigt sich für die Gesamtperiode ein positiver Zusammenhang zwischen dem Saldo des Staatshaushalts und der gesamtwirtschaftlichen Sparquote für Chile und die asiatischen Länder. In diesen Ländern besteht offensichtlich ein Potential zur Beeinflussung der Leistungsbilanz durch die Fiskalpolitik.

Ein besonders starker Einfluss des Staatshaushalts auf die Leistungsbilanz ergibt sich für Malaysia und Taiwan. Für Malaysia erklärt sich dies damit, dass bis 1985 die Leistungsbilanzentwicklung nahezu ausschließlich von der staatlichen Investitionspolitik geprägt wurde. So war die Leistungsbilanzverschlechterung bis 1983 Ausdruck eines starken Anstiegs öffentlicher Investitionen. Die unmittelbare Anpassung fand dann auch über eine Rückführung der staatlichen Investitionen und des Budgetdefizits statt. In Taiwan wurde die Rückführung des sehr hohen Leistungsbilanzüberschusses Mitte der achtziger Jahre hauptsächlich von der erheblichen Ausweitung des Staatsdefizits getragen, während eine Aufwertung nur phasenweise stattfand und dann auch wieder zurückgeführt wurde. Vor 1985 war die Politik Taiwans jedoch darauf ausgerichtet, einen Leistungsbilanzüberschuss zu schaffen. Der signifikant negative Koeffizient des Staatshaushalts bezüglich der Leistungsbilanz deutet darauf hin, dass der Staat eine antizyklische Fiskalpolitik betrieben hat. Gespart wurde bei Auftreten von Leistungsbilanzdefiziten (die zweimal im Zuge der Ölpreiskrisen auftraten), die fiskalpolitische Bremse wurde jedoch stets bei einer Verbesserung der Leistungsbilanzposition wieder gelockert. Diese Politik wurde erst aufgegeben, als die steigenden Leistungsbilanzüberschüsse eine Ausweitung der Devisenreserven erlaubte, die schließlich 70 Prozent des BIP erreichten.

In Bezug auf die Wirkung des realen Wechselkurses ergibt sich, dass er vor allem in Lateinamerika den erwarteten Einfluss auf die Leistungsbilanzentwicklung hat. Alle signifikanten Koeffizienten zeigen hier ein negatives Vorzeichen, d.h., die Leistungsbilanz aktiviert (passiviert) sich bei einer Abwertung (Aufwertung). Lediglich in einer Teilperiode (Brasilien 1970–1982) bleibt die Korrelation insignifikant.

In Asien trifft dies lediglich für Thailand vor 1986 zu. In dieser Periode gab es eine Auf- und eine Abwertung, die letztlich zum Ausgangsniveau des realen Wechselkurses zurückgeführt haben. Besonders die Abwertungsphase war mit einer deutlichen Aktivierung der Leistungsbilanz verbunden. Einen Extremfall stellt Taiwan dar, wo so gut wie keine signifikanten Wirkungen des realen Wechselkurses auf die Zahlungsbilanz oder Teilkomponenten der Leistungsbilanz ausgehen.

Fast alle untersuchten Länder (Ausnahme Taiwan) zeigen jedoch einen positiven Zusammenhang zwischen Änderungen des realen Wechselkurses und der Exportquote. Erklären Abwertungen also die Exportdynamik in Asien? Die Be-

trachtung längerfristiger Entwicklungen des realen Wechselkurses, seiner Standardabweichung und des Exportwachstums bestätigt dies nicht.

Vergleicht man die Standardabweichung des realen Wechselkurses und das Wachstum der gesamten Exporte, so ergeben sich drei Ländergruppen. Die erste Gruppe mit einer hohen Standardabweichung und einem geringen Exportwachstum umfasst die drei lateinamerikanischen Länder Argentinien, Brasilien und Chile. Die zweite Gruppe mit einer geringen Standardabweichung und einem hohen Exportwachstum besteht aus den asiatischen Ländern Malaysia, Taiwan und Thailand. Ein Vergleich beider Gruppen führt nun zu dem relativ eindeutig negativen Zusammenhang zwischen Schwankungen des realen Wechselkurses und dem Exportwachstum.

Lediglich die dritte Gruppe mit Mexiko und Korea passt nicht in dieses Bild. Dies sind allerdings die beiden Länder mit der höchsten durchschnittlichen Abwertungsrate. Für das gesamte Ländersample ist aber ein deutlicher Zusammenhang zwischen realer Abwertung und Exportexpansion nicht zu erkennen. Zudem betragen die durchschnittlichen Abwertungen in den asiatischen Ländern in der Regel weniger als einen Indexpunkt pro Jahr. Von einer Exportdynamik aufgrund realer Abwertung kann also kaum gesprochen werden.

Die asiatischen Staaten könnten aber eine Unterbewertungsstrategie verfolgt haben, indem sie trotz hohen Wirtschaftswachstums nicht aufgewertet haben. Tatsächlich hat in keinem Land eine reale Aufwertung stattgefunden. Für vier Länder — Argentinien, Chile, Taiwan und Thailand — ergibt sich ein konstanter realer Wechselkurs. Die übrigen vier Länder werten real ab. Geht man davon aus, dass eine gleichgewichtige reale Aufwertung nur kurzfristig vermieden werden kann, so spricht dieser Befund vor allem gegen die Produktivitätshypothese, die eine reale Aufwertung aufgrund von technischem Fortschritt bei den gehandelten Gütern prognostiziert.

Zu erklären wäre der Befund durch positive Angebotseffekte im Dienstleistungssektor. Zu denken wäre dabei an eine Zuwanderung von Arbeitskräften in den Dienstleistungssektor von bisher nicht Beschäftigten bzw. aus dem Industriesektor aufgrund eines arbeitssparenden technischen Fortschritts. Ein solcher Globalisierungseffekt wäre vor allem bei den traditionell außenwirtschaftlich orientierten asiatischen Volkswirtschaften zu vermuten. Außerdem könnte eine Exportexpansion aufgrund von technischem Fortschritt eine negative Rückwirkung auf den Exportsektor haben, wenn die Exportexpansion zu sinkenden Exportpreisen führt. Zu vermuten wäre auch, dass sich Produktivitätsfortschritte im Sektor der handelbaren Güter auch auf den Sektor der nichtgehandelten Güter übertragen, dass entsprechende Wettbewerbsbedingungen zu Produktivitätsfortschritten vor allem bei Dienstleistungen führen oder dass die Preise für Dienstleistungen reguliert werden.

Insgesamt lassen die angestellten Vermutungen natürlich keine strikte Schlussfolgerung zu. Sie zeigen vielmehr einen noch erheblichen Forschungsbedarf auf. Es ist jedoch plausibel, aufgrund des vorliegenden Befundes gegenüber den Standardbegründungen für eine gleichgewichtige Aufwertung zurückhaltender zu sein. Die Entwicklung des realen Wechselkurses wird zumindest stark von der Kaufkraftparität beeinflusst. Für die asiatischen Staaten bedeutet dies, dass ein stabiler realer Wechselkurs die Exportentwicklung begünstigt hat.

III. Wirtschaftspolitik und Leistungsbilanzentwicklung

These: Drei Ursachenkomplexe für hohe Leistungsbilanzdefizite sind zu unterscheiden: Inflation in Verbindung mit einem festen Wechselkurs, externe Schocks in Verbindung mit Verschuldungsstrategien und die Öffnung der Kapitalmärkte in Verbindung mit schwachen internen Kapitalmärkten. Unabhängig von ihrer Ursache treten Anpassungsprobleme bei einer Umkehr der Kapitalströme auf.

Bei der Betrachtung der Leistungsbilanzdefizite in den vier lateinamerikanischen und den vier asiatischen Untersuchungsländern ist zunächst festzustellen, dass sich hohe Leistungsbilanzdefizite in zwei Phasen konzentrieren. Die erste Phase (Anfang der achtziger Jahre) markiert den Höhepunkt der Ölpreiskrisen und den Ausbruch der Schuldenkrise; die zweite Phase ab Mitte der neunziger Jahre beendet einen boomenden Kapitalzufluss in Schwellen- und Entwicklungsländer im Zeichen eines globalen Kapitalmarktes. Die lateinamerikanischen Länder unterscheiden sich dabei von den asiatischen Ländern dadurch, dass in beiden Phasen Versuche, die Inflation mit Hilfe eines festen Wechselkurses zu bekämpfen, in Leistungsbilanz- und Währungskrisen enden. In den achtziger Jahren betraf dies Chile und Argentinien, in den neunziger Jahren Mexiko und Brasilien.

Dabei zeigt sich in jedem Fall der typische Ablauf einer gescheiterten wechselkursbasierten Stabilisierung: Die Trägheit der Inflation sorgt bei festem Wechselkurs für eine reale Aufwertung; diese führt zu steigenden Leistungsbilanzdefiziten; diese werden zunehmend durch kurzfristiges Kapital finanziert; negative Neuigkeiten wie politische Unruhen oder Krisen in anderen Ländern geben das Startsignal für eine Umkehr der Kapitalströme; die Folge sind schwere Anpassungsrezessionen und Arbeitslosigkeit. Vergleicht man die vier Beispiele gescheiterter wechselkursbasierter Stabilisierung, so ergibt sich, dass nur zwei Fälle (Argentinien und Brasilien) durch ausufernde Staatsdefizite gekennzeichnet sind. Dagegen kann Chile als Vorläufer für die Währungskrisen der neunziger Jahre gelten. Bereits vor der Wechselkursfixierung hatte Chile seinen Staats-

haushalt konsolidiert und das Land von einer Importsubstitutionsstrategie auf Exportorientierung umgestellt.

Im Fall Chiles zeigten sich früh zwei entscheidende Schwachpunkte. Erstens stellt das Leistungsbilanzdefizit selbst ein Risiko dar, dass sich aus der Höhe des Defizits und nicht aus seinen Ursachen bestimmt. Zweitens wird aus einer Leistungsbilanzkrise schnell eine Finanzmarktkrise, wenn der Finanzsektor hohe Risikopositionen ausweist. Im Fall Chiles war dies dadurch gegeben, dass sowohl die Privatisierung der staatlichen Banken in den siebziger Jahren als auch ihre Geschäftstätigkeit ohne jede staatliche Regulierung stattfanden. So konnten sich Unternehmensgruppen Banken kaufen und ihre schlechten Kredite durch eine ständige Erhöhung der Auslandsschulden über ihre eigene Bank refinanzieren.

Die Leistungsbilanzdefizite in Mexiko und Brasilien zu Beginn der achtziger Jahre hatten andere Ursachen. Zusammen mit den Leistungsbilanzdefiziten in den drei asiatischen Ländern Malaysia, Thailand und Korea stellten sie die Folge der Ölpreisschocks und der damit verbundenen Verschuldungsstrategien dar. Interessant ist dabei, dass dieses Muster sowohl für die Erdölexporteure Mexiko und Malaysia als auch für die Erdölimporteure Brasilien, Thailand und Korea zutraf. Während die Importeure versuchten die negativen Wachstumseffekte der Ölpreiserhöhungen durch die ausländische Finanzierung der entsprechenden Leistungsbilanzdefizite zu vermeiden, verschuldeten sich die Exporteure im Vorgriff auf zu erwartende Exporteinnahmen, die sich dann jedoch nicht realisierten. Wiederum ergibt sich also eine einheitliche Risikoposition aufgrund völlig unterschiedlicher wirtschaftspolitischer Konstellationen. Die steigenden Weltmarktzinsen und die Rezession in den OECD-Ländern zu Beginn der achtziger Jahre beendeten die Verschuldungsstrategien in allen Ländern.

Der wesentliche Unterschied zwischen den lateinamerikanischen und den asiatischen Krisenländern zeigte sich in den achtziger Jahren jedoch in der Anpassung an die veränderten Rahmenbedingungen. In Mexiko und Brasilien führte der Aufbau eines staatlich gelenkten Wirtschaftssektors zu strukturellen Defiziten im Staatshaushalt und letztlich zu den chronischen Inflationsproblemen, die in den neunziger Jahren den Versuch provozierten, die Inflation mit Hilfe des festen Wechselkurses zu beenden. In den asiatischen Ländern konnte die Krise relativ rasch mit Hilfe einer Abwertung des Wechselkurses und einer restriktiven Fiskalpolitik bewältigt werden. Grundlage hierfür war eine hohe interne Ersparnis, die dafür sorgte, dass ein hohes Investitionsniveau auch ohne Kapitalzuflüsse realisiert werden konnte, eine solide Finanzierung des Staatshaushalts, die Korrekturen der Staatsausgaben erleichterte und ein inflationsfreies Umfeld ermöglichte, sowie eine weltmarktorientierte Wirtschaftsstrategie, die bei einer Abwertung zu höheren Exporten führte und damit die notwendige Kontraktion verminderte. In Lateinamerika zeigte sich diese Exportexpansion

bei weitem nicht in dem Maße wie in Asien. Die Leistungsbilanzdefizite waren auf dieser Basis temporärer und nicht struktureller Natur wie in Lateinamerika.

Interessant ist, dass sich auch die vier lateinamerikanischen Länder in Bezug auf die genannten Wirtschaftspolitiken deutlich unterscheiden. Am deutlichsten ist dabei der Unterschied zwischen Chile und Brasilien. Während die Marktöffnung und die Konsolidierung des Staatshaushalts in Chile bereits in den siebziger Jahren stattfand, wird zumindest die Haushaltskonsolidierung in Brasilien noch im nächsten Jahrzehnt Thema der wirtschaftspolitischen Auseinandersetzung sein. In Mexiko hat dagegen der Umdenkprozess bereits Mitte der achtziger Jahre stattgefunden; Argentinien hat sich dem Reformzug Anfang der neunziger Jahre mit Hilfe einer radikalen Wende in seiner Wirtschaftspolitik angeschlossen.

Die Erfahrungen mit dem argentinischen Currency Board System, das neben dem Currency Board selbst die vollständige Konvertibilität, Marktöffnung und Privatisierung staatlicher Unternehmen sowie ein Parallelwährungssystem beinhaltet, zeigen zweierlei. Einerseits wird belegt, dass Reformrückstände mit radikalen Reformschritten aufgeholt werden können. Andererseits wird deutlich, dass die Festlegung auf einen absolut festen Wechselkurs zu einer vollständigen Abhängigkeit von Schwankungen der Kapitalströme infolge von Krisen in anderen Ländern führt. Die lateinamerikanischen Erfahrungen belegen insgesamt, wie schwierig es ist, die Inflation ohne Störungen der Leistungsbilanzentwicklung zu bekämpfen. Von diesen Problemen hat sich lediglich Chile durch seine frühen Reformen bisher weitgehend befreien können; Argentinien musste dagegen die eigene Währung nahezu aufgeben.

Anders als in den lateinamerikanischen Ländern Mexiko und Brasilien waren die Leistungsbilanz- und Währungskrisen in den neunziger Jahren in Thailand, Korea und Malaysia nicht die Konsequenz aus den Krisen in den achtziger Jahren. Lediglich der erfolgreiche Umgang mit diesen früheren Krisen mag zu einem unberechtigten Optimismus und zur Vernachlässigung der Risiken geführt haben, die mit schwankenden Kapitalzuflüssen verbunden sind. Während Chile versuchte aufgrund der Erfahrungen mit dem plötzlichen Rückgang des Kapitalzuflusses zu Beginn der achtziger Jahre, den Zustrom vor allem des kurzfristigen Kapitals durch Besteuerung des Kapitalverkehrs und Flexibilisierung des Wechselkurses zu bekämpfen, öffneten sich insbesondere Thailand und Korea vor allem kurzfristigen Auslandskrediten. Die Erfahrungen, die die beiden Länder im Zuge der Asienkrise machen mussten, unterschieden sich dann auch nicht systematisch von denen, die Chile 15 Jahre zuvor gemacht hatte. Von der Vergleichbarkeit dieser Fälle konnte lediglich die Tatsache ablenken, dass die Leistungsbilanzdefizite im Fall Chiles durch den Versuch, die Inflation mit einem festen Wechselkurs zu bekämpfen, ausgelöst worden waren und mit einer starken realen Aufwertung einhergingen, sowie dass die zufließenden Mittel in Chile haupt-

sächlich für konsumtive Zwecke verwendet wurden und in Asien — wenn auch zunehmend ineffizient — investiert wurden. Entscheidend waren aber die Gemeinsamkeiten: ein hohes Leistungsbilanzdefizit in Verbindung mit einem liberalisierten bzw. kaum regulierten Finanzmarkt.

IV. Wirtschaftspolitische Schlussfolgerungen

These: Optimale Strategien hinsichtlich der Leistungsbilanz gibt es nicht. Identifizieren lässt sich aber eine risikominimierende Strategie, mit der Taiwan in den letzten Jahren Leistungsbilanz- und Währungskrisen vermieden hat: Stabilisierung des realen Wechselkurses, Förderung der Ersparnisbildung, Exportorientierung, Vermeidung von strukturellen Staatsdefiziten, Vermeidung wirtschaftlicher Konzentration, Regulierung des Kapitalverkehrs und des heimischen Kapitalmarktes.

Die Forderung nach einem stabilen realen Wechselkurs schließt ein System fester Wechselkurse für Länder mit hohen Inflationsraten weitgehend aus (Schweickert 1996). Nur für Länder wie Argentinien, in denen die geldpolitischen Behörden durch eine Reihe gescheiterter Reformversuche jede Reputation verspielt haben, oder für Transformationsländer, die in der Vergangenheit keine Chance hatten eine entsprechende Reputation aufzubauen, macht ein fester Wechselkurs in Form eines Currency Boards Sinn. Allerdings zeigt das Beispiel Argentiniens, dass mit Hilfe dieses Konzepts zwar tatsächlich die Inflation beseitigt werden kann, allerdings nur in Verbindung mit einem radikalen glaubwürdigen marktwirtschaftlichen Reformprogramm. Selbst wenn dies erfüllt wird, ergeben sich erhebliche Kosten in Form einer absoluten Abhängigkeit von Schwankungen des Kapitalverkehrs, die sich direkt auf das Geldangebot übertragen. Die Problematik des Currency Boards besteht also darin, es nach erfolgreicher Stabilisierung wieder aufzugeben, ohne die gewonnene Stabilität zu riskieren. Die wenigen historischen Beispiele für eine Abschaffung eines Currency Boards ohne Währungskrise zeigen, dass dies in einer Phase geschehen muss, in der für die Währung ein Aufwertungsdruck gegeben ist (Singapur, Malaysia), oder dass der Übergang sehr langfristig angelegt sein muss und den Übergang in ein multilaterales Währungssystem zum Ziel hat (Irland) (Schweickert 1998b).

Allgemein erscheint für Schwellenländer ein Wechselkurssystem des Inflationsausgleichs durch Abwertung (passiver Crawling Peg) optimal, um die außenwirtschaftliche Stabilität zu sichern. In einem solchen Rahmen kann die Geldpolitik eigenständig agieren und für eine sukzessive Reduzierung der Inflationsrate sorgen. Vorbild für ein solches System ist Chile, das damit nach der

des Instituts für Weltwirtschaft

Schuldenkrise die Entwicklung des realen Wechselkurses wesentlich stabilisierte. Gelingt in einem solchen Rahmen die Inflationsbekämpfung, so geht das System automatisch in ein System mit festem Wechselkurs über, wie es von vielen asiatischen Staaten de facto praktiziert wurde. Es stellen sich also automatisch die Risiken eines Festkurssystems ein. Es empfiehlt sich deshalb, einen festen Wechselkurs lediglich als Richtschnur für die Geldpolitik zu verwenden und auf externe Schocks mit Paritätsanpassungen zu reagieren, wie es bis in die achtziger Jahre ebenfalls von den asiatischen Staaten praktiziert wurde.

Diese Schlussfolgerungen setzen voraus, dass es für Schwellenländer im Aufholprozess durchaus sinnvoll ist, die Weltmarktpreise in inländischer Währung zu stabilisieren, um den Investoren eine Richtschnur für den Einsatz knapper finanzieller Ressourcen zu geben (Fischer 1997). Der daraus gezogene Nutzen für die wirtschaftliche Entwicklung kann für viele Länder — abhängig von ihrer Risikobereitschaft — die damit verbundenen Risiken einer temporären außenwirtschaftlichen Destabilisierung durchaus rechtfertigen. Unabdingbar sind dann allerdings komplementäre Maßnahmen der Risikobegrenzung, die die Wahrscheinlichkeit einer solchen Entwicklung herabsetzen bzw. deren Auswirkungen auf die Wirtschaft verringern.

Dies sind grundsätzlich Maßnahmen, die zu einer Aktivierung der Leistungsbilanz beitragen und damit die Wahrscheinlichkeit von Währungskrisen vermindern. Die Leistungsbilanz aktiviert sich, wenn bei gegebenen Investitionen und Importen die Ersparnis und die Exporte steigen. Hier bieten sich zahlreiche Ansatzpunkte für Reformen vor allem in den lateinamerikanischen Ländern. So haben Länderstudien eindeutig gezeigt, dass durch die Aufhebung von finanzieller Repression durch positive Realzinsen für Spareinlagen eine deutliche Erhöhung der Sparquote zu erreichen ist (Corsepius 1989). Dabei ist es vorteilhaft, die Realzinsen durch eine Senkung der Inflationsrate anstatt einer ständigen Erhöhung der nominalen Zinssätze herbeizuführen. Notwendig ist also eine stabilitätsorientierte Geldpolitik und nicht in erster Linie die vollständige Privatisierung und Liberalisierung des Finanzsektors. Letztere Maßnahme trägt zwar zur wirtschaftlichen Entwicklung bei, indem die Mittelverwendung verbessert werden kann und auch die Sparanreize steigen können, wenn der Sparzweck der spätere Zugang zu ergänzenden Krediten ist. Die Erfahrungen zahlreicher Länder haben jedoch eindeutig belegt, dass dies eine effiziente Bankenaufsicht und ein stabiles makroökonomisches Umfeld voraussetzt (Villanueva und Mirakhor 1990) — eine Erkenntnis, die wesentlich älter ist als die Asienkrise.

Ein weiterer Ansatzpunkt zur Vermeidung von Zahlungsbilanz- und Währungskrisen ist eine exportorientierte Wachstumsstrategie (Hiemenz und Langhammer 1989). Eine solche Strategie impliziert die Vermeidung von massiven Subventionen und prohibitiven Handelsbarrieren zum Aufbau von Industrien, die Importe substituieren sollen. Ein solches System diskriminiert automatisch

den Exportsektor und führt zu strukturellen Defiziten nicht nur in der Handels- und Leistungsbilanz, sondern auch im Staatshaushalt. Diese Erkenntnis hat sich letztlich auch in den lateinamerikanischen Ländern durchgesetzt und zu einer zunehmenden Liberalisierung des Außenhandels beigetragen. Allerdings zeigte sich hier auch der enge Zusammenhang zur Wechselkurspolitik. Bei überbewerteten Wechselkursen findet die Weltmarktintegration vor allem über steigende Importe bei stagnierenden Exporten statt, während in Asien die Liberalisierung des Außenhandels mit einem ausgewogenen Wachstum von Importen und Exporten verbunden war (Otsubo 1995).

Die gegenseitige Abhängigkeit einzelner Politikkomponenten zeigt sich auch im Fall der Fiskalpolitik. Erstens ermöglicht ein ausgeglichener Haushalt, dass der Staat darauf verzichtet, die Realzinsen künstlich niedrig zu halten, um seinen Schuldendienst zu reduzieren. Zweitens setzt eine stabilitätsorientierte Geldpolitik voraus, dass die Zentralbank weder direkt noch indirekt den staatlichen Finanzierungsbedarf alimentiert. Drittens erlaubt das Vermeiden struktureller Defizite auch den temporären Einsatz der Fiskalpolitik als Instrument zur Glättung von Leistungsbilanzschwankungen. Dadurch wird der Anpassungsdruck auf den Wechselkurs wesentlich vermindert und die Bewahrung der Wechselkursstabilität erleichtert. Die Konsolidierung des Staatshaushalts ist vor allem in lateinamerikanischen Ländern mit hoher Inflation und zahlreichen geschützten Staatsunternehmen ein Problem. Dabei sind die Reformschritte zur Konsolidierung relativ klar vorgegeben, jedoch schwer umzusetzen (Schweickert und Wiebelt 1996): die Privatisierung der Staatsunternehmen und die drastische Reduzierung der Staatsausgaben, um die Inflation zu bekämpfen. Gelingt dies, so steigen — gestützt durch eine verbesserte Steueradministration und eine breite Steuerbasis bei einfacher Steuerstruktur — automatisch die Einnahmen vor allem aus indirekten Steuern und damit die Staatseinnahmen und die Sparanreize (Schweickert und Wiebelt 1996).

Neben diesen quantitativen Eingriffen in die Wirtschaft hat der Staat jedoch auch eine wichtige Rolle im Bereich der Regulierung der Wirtschaft zu spielen. Hier ist einmal die Wettbewerbspolitik zu nennen. Nicht nur lateinamerikanische Länder haben durch Subventionen und durch die Lenkung von Krediten in bestimmte Sektoren und Unternehmen zu einer Konzentration der Wirtschaft beigetragen, die einen unternehmerischen Mittelstand benachteiligt hat. Vieles spricht dafür, nicht große, sondern vielmehr kleine und mittlere Unternehmen zu fördern. Eine geringe Konzentration der Wirtschaftsstruktur wie in Taiwan bietet die Chance zu einer flexiblen Anpassung an veränderte weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen. Sie kann zudem in den Bereichen, die vom internationalen Konkurrenzdruck ausgenommen sind, wie im Dienstleistungssektor, den Anreiz zu technischem Fortschritt aufrechterhalten und dadurch eine gleichgewichtige Aufwertung der Währung durch die Erhöhung der relativen Dienstleistungs-

preise vermeiden helfen. Die Wettbewerbspolitik kann so zur Stabilisierung des realen Wechselkurses beitragen.

In der gegenwärtigen Diskussion dominiert aber eher die Rolle des Staates im Finanzsektor. Es ist völlig klar, dass sich kein Land im Aufholprozess vom internationalen Kapitalmarkt abschotten kann, ohne dass dies zu massiven Umgehungsstrategien und damit zu Verzerrungen der Handelsströme führt. Richtig ist aber, dass die Struktur der Kapitalzuflüsse beeinflussbar ist. Der empirische Befund zeigt, dass vor allem die Direktinvestitionsströme — über alle Zyklen des internationalen Kapitalverkehrs in den letzten 30 Jahren hinweg — bei weitem das stabilste Muster zeigen (Reisen 1998). Nahe liegend ist hier die Gleichstellung von ausländischen und inländischen Investitionen in einer exportorientierten Wirtschaft. Kapitalverkehrsbeschränkungen, wie die Besteuerung des Kapitalverkehrs in Chile, können außerdem temporär den Zufluss kurzfristigen Kapitals dämpfen. Um die Verschuldung im Ausland einzudämmen, ist es aber sinnvoll, umfangreiche Kapitalverkehrsbeschränkungen durch die zuvor skizzierten Politiken überflüssig zu machen. Bei steigenden inländischen Ersparnissen, stabilem realem Wechselkurs und geringem Staatsdefizit sinkt automatisch die Nachfrage nach ausländischem Kapital.

Bleibt das Problem kurzfristiger Zuflüsse zu Spekulationszwecken. Hier haben die Erfahrungen der asiatischen Krisenländer in den neunziger Jahren nicht gezeigt, sondern vielmehr bestätigt, dass bei offenem Kapitalverkehr, die strikte Regulierung des heimischen Finanzmarktes unabdingbar ist. Gegenwärtig ist eine Diskussion auf der Ebene der internationalen Organisationen in Gang mit dem Ziel, Standards und Normen zu definieren und Ländern, die solche Standards und Normen nicht erfüllen, im Krisenfall keinen Zugang zu Krediten des Internationalen Währungsfonds zu gewähren. Wichtiger als eine solche Harmonisierung der Regulierung von Finanzmärkten scheint allerdings die Transparenz solcher Regulierungen zu sein. Dies könnte zu einem institutionellen Wettbewerb führen, bei dem jedes Land gemäß seinen Präferenzen und wirtschaftspolitischen Voraussetzungen mit den Parametern Regulierungsniveau und Zinsniveau um internationales Kapital konkurriert. Die Anreize zur genaueren Überprüfung der Investitionsvorhaben könnten zusätzlich durch die finanzielle Beteiligung der Geschäftsbanken in den Gläubigerländern an den Rettungsaktionen des Internationalen Währungsfonds gestärkt werden (Nunnenkamp 1998).

Insgesamt zeigen die wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen, dass eine Strategie zur Bewahrung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts bei einer zunehmenden Globalisierung der Weltwirtschaft und des Kapitalmarktes ein Paket von Maßnahmen beinhaltet, die zusammengenommen die Risikoposition eines Landes im Aufholprozess wesentlich reduzieren und so eine ungestörte Entfaltung der Wachstumskräfte ermöglichen. Die Erfahrungen Taiwans sind Beleg hierfür. Die Erfahrungen der vier lateinamerikanischen Länder Chile, Brasilien,

Argentinien und Mexiko sowie der asiatischen Länder Thailand, Malaysia und Korea zeigen dagegen, dass bereits Defizite in einem Politikbereich zu hohen Leistungsbilanzdefiziten führen bzw. Anpassungskrisen bei einer Rationierung der Kapitalzuflüsse nach sich ziehen.

V. Möglichkeiten externer Unterstützung

These: Möglichkeiten zur externen Unterstützung einer risikominimierenden Wirtschaftspolitik ergeben sich in den Bereichen Handelspolitik, internationaler Kapitalverkehr sowie im Rahmen technischer Hilfeleistungen.

Grundsätzlich ergibt sich aus den wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen, dass die Krisenursachen und der Schlüssel zur Vermeidung von Krisen im Wesentlichen bei den Schwellen- und Entwicklungsländern selbst liegen. Die Implementierung eines entsprechenden Reformpakets sollte außerdem aus sich selbst heraus tragfähig, d.h. finanzierbar sein. Finanzielle Unterstützung ist also höchstens im Rahmen der HIPC-Initiative relevant, die jedoch für die hier betrachtete Gruppe der Schwellenländer nicht von Bedeutung ist.

Unterstützung für eine risikominimierende Reformstrategie kann deshalb nur an den Stellen ansetzen, wo externe Rahmenbedingungen eine Rolle für die Umsetzung der Strategie spielen: beim Handel und beim Kapitalverkehr. So wäre von einer Beseitigung der Handelsbarrieren für Importe in die Europäische Union zu erwarten, dass sie die Chancen für eine exportorientierte Wachstumsstrategie verbessert, indem sie einen wichtigen Absatzmarkt vollständig öffnet. Hier müssten sich die EU-Mitgliedsländer von der Illusion verabschieden, im Zeitalter der Globalisierung durch den Schutz einiger Sektoren einen notwendigen Strukturwandel aufhalten bzw. eine strukturelle Arbeitslosigkeit beseitigen zu können. Eine vollständige Liberalisierung des europäischen Außenhandels würde nicht zuletzt auch die Erweiterung der EU erleichtern, indem sie den Finanzierungsbedarf senkt und verhindert, dass der europäische Integrationsprozess zu Lasten der Integration in den Weltmarkt stattfindet.

Beim Kapitalverkehr ergeben sich Ansatzpunkte zur Unterstützung im Rahmen der auch vom Internationalen Währungsfonds mitgetragenen Initiative, die Geschäftsbanken in den Gläubigerländern an einer Risikovorsorge für Währungs- und Finanzkrisen zu beteiligen. Davon wäre zu erwarten, dass die Anreize auf Seiten der Banken gestärkt werden, langfristige Engagements in Schwellenländern einzugehen, und dass Strategien kurzfristiger Gewinnmitnahmen in Boomphasen vereitelt werden. Dies dürfte auch für Schwellen- und Entwicklungsländer den Nachteil höherer Kosten bei der Kreditaufnahme aus-

gleichen und ihre Bemühungen unterstützen, mit Auslandskrediten vorsichtig umzugehen. Wie eine solche Beteiligung der Banken an der Risikovorsorge aussehen sollte, ist gegenwärtig umstritten. Hier besteht noch Forschungsbedarf, der den Rahmen dieser Studie sprengt. Implizit hat der Internationale Währungsfonds eine solche Beteiligung eingeleitet, indem er seine Doktrin aufgegeben hat, nach der er nur dann Kredite zur Verfügung stellt, wenn alle Auslandsverbindlichkeiten bedient werden. Ist dies in Zukunft nicht mehr der Fall, so verlieren die Gläubigerbanken an Verhandlungsmacht und sind eher zu zügigeren Umschuldungsverhandlungen, d.h. zu einer Beteiligung an den Anpassungskosten, gezwungen.

In diesem Rahmen ist auch zu begrüßen und zu unterstützen, dass sich ein Trend zu mehr Transparenz hinsichtlich der Regulierung und des Status von Finanzinstituten in Schwellen- und Entwicklungsländern zeigt. Dies würde es erlauben, dass die Schuldnerländer mit zwei Parametern um internationales Kapital konkurrieren können: dem Regulierungsniveau und dem Zinsniveau. Skeptisch ist deshalb der Versuch einzuschätzen, bestimmte Regulierungen zur Bedingung für den Zugang zu Liquiditätskrediten zu machen. Erstens ist das optimale Regulierungsniveau unbekannt, die Harmonisierung von Regulierungen damit also nicht optimal, und zweitens steht die Glaubwürdigkeit einer solchen Regelung für große Schwellenländer wie Brasilien und Korea in Zweifel.

Bleibt als Ansatzpunkt für externe Unterstützung noch technische Hilfe, d.h. ein Transfer von Know-how bei dem Entwurf und der Umsetzung von Reformen des Staatshaushalts und des Finanzmarktes. Einschränkend ist jedoch festzuhalten, dass bei der hier betrachteten Gruppe von Schwellenländern davon auszugehen ist, dass das Know-how grundsätzlich vorhanden ist bzw. von der World Bank und dem Internationalen Währungsfonds abgerufen werden kann. Ein sinnvoller zusätzlicher, bilateraler Transfer von Know-how wird sich deshalb vor allem auf Transformations- und Niedrigeinkommensländer beschränken. Sinnvoll erscheint deshalb die Unterstützung entsprechender Schwerpunkte der internationalen Institutionen.

Literatur

Baer, W. (1995). *The Brazilian Economy. Growth and Development.* Westport.

Baer, W., und C. Paiva (1996). Brasiliens inflationäre Erblast und der Plano Real. In G. Calcagnotto und B. Fritz (Hrsg.), *Inflation und Stabilisierung in Brasilien: Probleme einer Gesellschaft im Wandel.* Schriftenreihe des Instituts für Iberoamerika-Kunde, Hamburg. Frankfurt am Main.

BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) (verschiedene Ausgaben). The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending. Basel.

Bosworth, B.P. (1993). *Savings and Investment in a Global Economy.* Washington, D.C.

Brand, D., und T. Röhm (1995). Ursachen und Konsequenzen der mexikanischen Währungskrise. *Ifo-Schnelldienst* 18 (7): 20–29.

Cárdenas, M., und F. Barrera (1997). On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia During the 1990s. *Journal of Development Economics* 54 (1): 27–57.

Corbo, V., J. de Melo und J. Tybout (1986). What Went Wrong with the Recent Reforms in the Southern Cone. *Economic Development and Cultural Change* 34 (3): 607–640.

Corbo, V., und L. Hernández (1996). Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Lessons from Recent Latin American and East Asian Experience. *The World Bank Research Observer* 11 (1): 61–85.

Corden, W.M. (1991). Exchange Rate Policy in Developing Countries. In J. de Melo und A. Sapir (Hrsg.), *Trade Theory and Economic Reform: North, South, and East. Essays in Honor of Bela Balassa.* Cambridge, Mass.

Corsepius, U. (1989). *Kapitalmarktreform in Entwicklungsländern: Eine Analyse am Beispiel Perus.* Kieler Studien 225. Tübingen.

Corsetti, G., P. Pesenti und N. Roubini (1999). Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis. *European Economic Review* 43: 1211–1236.

Deininger, K., und L. Squire (1996). A New Data Set Measuring Income Inequality. *World Bank Economic Review* 10 (3): 565–591.

Diaz-Alejandro, C.F. (1985). Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash. *Journal of Development Economics* 19 (1/2): 1–24.

Diehl, M., und R. Schweickert (1997). *Wechselkurspolitik im Aufholprozeß: Erfahrungen lateinamerikanischer, europäischer und asiatischer Länder.* Kieler Studien 286. Tübingen.

— (1998). Currency Crises: Is Asia Different? Kieler Diskussionsbeiträge 309. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

Dornbusch, R. (1997). Brazil's Incomplete Stabilization and Reform. *Brookings Papers on Economic Activity* (1). 367–404.

Edwards, S. (1996). Exchange-rate Anchors, Credibility, and Inertia: A Tale of Two Crises, Chile and Mexico. *The American Economic Review* 86 (2): 176–180.

— (1998). Capital Inflows into Latin America: A Stop-Go Story? NBER Working Paper 6441. Cambridge, Mass.

Edwards, S., und A. Cox-Edwards (1987). *Monetarism and Liberalization. The Chilean Experiment.* Cambridge, Mass.

Ffrench-Davis, R., M. Agosin und A. Uthoff (1995). Capital Movements, Export Strategy, and Macroeconomic Stability in Chile. In R. Ffrench-Davis, R.S. Griffith-Jones (Hrsg.), *Coping With Capital Surges. The Return of Finance to Latin America.* Colorado.

Fischer, S. (1997). Capital Account Liberalization and the Role of the IMF. Washington, D.C. (Mimeo).

Frankel, J.A. (1994). Sterilization of Money Inflows: Difficult (Calvo) Easy (Reisen)? IMF Working Paper 94/159. Washington, D.C.

Gaab, W. (1990). Möglichkeiten und Grenzen des Erkennens spekulativer Bubbles an den Devisenmarkten. In W. Filc und C. Köhler (Hrsg.), *Kooperation, Autonomie und Devisenmarkt.* Berlin.

Gern, K.-J., J. Gottschalk, J. Scheide, M. Schlie und H. Strauß (1998). Gedämpfte Expansion in den Industrieländern. *Die Weltwirtschaft* (3): 207–234.

Goldstein, M., und P. Turner (1996). Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options. BIS Economic Papers 46. Basel.

Heitger, B. (1983). *Strukturwandel und realer Wechselkurs: Ein Zwei-Sektoren-Modell im Test.* Kieler Studien 183. Tübingen.

Helpman, E., L. Leiderman und G. Bufman (1994). A New Breed of Exchange Rate Bands: Chile, Israel and Mexico. *Economic Policy* 9 (19): 259–306.

Hiemenz, U., und R.J. Langhammer (1989). Liberalisation and the Successful Integration of Developing Countries into the World Economy. In G.T. Renshaw (Hrsg.), *Market Liberalisation, Equity and Development.* International Labour Office, Genf.

Hossain, A., und A. Chowdhury (1998). *Open-Economy Macroeconomics for Developing Countries.* Cheltenham.

J.P. Morgan (verschiedene Ausgaben). *World Financial Markets.* New York.

— (Juni 1999). *Emerging Markets Currencies.* //www.jpmorgan.com/MarketDataInd/Forex/currIndex.html.

Kenen, P.B. (1996). Analyzing and Managing Exchange-rate Crises. *Open Economies Review* 7 (Suppl. 1): 469–492.

Langhammer, R.J. (1997). The Expansion of Intra-Asian Trade: An Analysis of Structural Patterns and Determinants. Kieler Arbeitspapiere 792. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

Langhammer, R.J., und R. Schweickert (1995). The Mexican Reform Process: Improving Long-Run Perspectives and Mastering Short-Run Turbulences. Kieler Diskussionsbeiträge 255. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

Milesi-Ferretti, G.M., und A. Razin (1996). Current-Account Sustainability. Princeton Studies in Intertemporal Finance 81. Princeton.

Nunnenkamp, P. (1998). Wirtschaftliche Aufholprozesse und „Globalisierungskrisen" in Entwicklungsländern: Implikationen für die nationale Wirtschaftspolitik und den globalen Ordnungsrahmen. Kieler Diskussionsbeiträge 328. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

— (1999). Latin America after the Currency Crash in Brazil: Why the Optimists May Be Wrong. Kieler Diskussionsbeiträge 337. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

Otsubo, S. (1995). Developing Countries in an Integrating World: Opportunities and Challenges. ADB, Manila. (Mimeo).

Reisen, H. (1998). Sustainable and Excessive Current Account Deficits. OECD Development Centre Technical Papers 132. Paris.

Riedel, J., und M.L. Cicognani (1993). Economic Relations between Taiwan and the United States. *Journal of Asian Economics* 5 (3): 349–366.

Rogoff, K. (1996). The Purchasing Power Parity Puzzle. *Journal of Economic Literature* 34: 647–668.

Rose, K., und K. Sauernheimer (1995). *Theorie der Außenwirtschaft*. 12. Aufl. München.

Schimmelpfennig, A. (1998). Die deutsche Vereinigung und das Leistungsbilanzdefizit. *Kredit und Kapital* 31 (2): 190–216.

Schweickert, R. (1991). Government Regulations, External Financing, and Economic Performance: The Case of Korea. In H.W. Singer et al. (Hrsg.), *Aid and External Financing in the 1990s. New World Order Series* 9. New Dehli.

— (1993a). *Geld- und Wechselkurspolitik in Entwicklungsländern: Eine Analyse alternativer Stabilisierungs- und Anpassungsstrategien*. Kieler Studien 256. Tübingen.

— (1993b). Implikationen alternativer geld- und wechselkurspolitischer Regeln im Transformationsprozeß. *Kredit & Kapital* 26: 205–229.

— (1994). Exchange Rate Based Stabilization: Lessons from a Radical Implementation in Argentina. *The World Economy* 17: 171–189.

— (1996). Which Target for Exchange Rate Policy in Developing Countries: Stability or Competitiveness. In F.P. Lang und R. Ohr (Hrsg.), *Openness and Development*. Yearbook of Economic and Social Relations 1996. Heidelberg.

— (1998a). Die asiatische Währungskrise. Eine makroökonomische Zwischenbilanz. *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* 27 (9): 454–462.

— (1998b). Chancen und Risiken eines Currency Board Systems, *Die Weltwirtschaft* (4): 421–442.

Schweickert, R., und M. Wiebelt (1996). Finanzpolitik im Aufholprozeß — Lehren aus Europa, Lateinamerika und Asien. *Die Weltwirtschaft* (3): 318–344.

Stockman A.C. (1983). Real Exchange Rates under Alternative Nominal Exchange-Rate Systems. *Journal of International Money and Finance* 2: 147–166.

— (1988). Real Exchange Rate Variability under Pegged and Floating Nominal Exchange Rate Systems: An Equilibrium Theory. NBER Working Paper 2565. Cambridge, Mass.

Tanzi, V. (1996). Fiscal Federalism and Decentralization. A Review of Some Efficiency and Macroeconomis Aspects. In M. Bruno und P. Pleskovic, *Annual World Bank Conference on Development Economics 1995*. Washington, D.C.

UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) (verschiedene Ausgaben). *Handbook of International Trade and Development Statistics*. New York.

Villanueva, D., und A. Mirakhor (1990). Strategies for Financial Reforms: Interest Rate Policies, Stabilization, and Bank Supervision in Developing Countries. *IMF Staff Papers* 37 (3): 509–536.

Warr, P.G., und B. Nidhiprabha (1996). *Thailand's Macroeconomic Miracle. Stable Adjustment and Sustained Growth*. Kuala Lumpur.

Werkmeister, C. (2000). Die Währungskrise Brasiliens vom Januar 1999. In C.A. Conrad und M. Stahl (Hrsg.), *Risikomanagement an internationalen Finanzmärkten. Systemrisiken — Crashpotential — Anlagemanagement — Risikosteuerung*. Stuttgart.

Wiebelt, M. (1996). *Anpassung und Einkommensverteilung in Entwicklungsländern: Eine angewandte allgemeine Gleichgewichtsanalyse für Malaysia*. Kieler Studien 276. Tübingen.

Williamson, J. (1985). *The Exchange Rate System*. Institute for International Economics, Washington D.C.

— (1990). The Progress of Policy Reform in Latin America. In J. Williamson (Hrsg.), *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington, D.C.

World Bank (1998). *World Development Indicators*. CD-ROM. Washington, D.C.