



weed

Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung
World Economy, Ecology & Development

FINANZMÄRKTE

UND

ENTWICKLUNG

**Internationales Währungssystem,
Währungskrisen und Entwicklung**

Stefan Beck
Dieter Boris
Christian Kellermann
Kai Mosebach
Daniela Setton

IMPRESSUM

Herausgeber:
WEED - Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung e.V.
Berliner Platz 13
53111 Bonn

Diese Publikation wurde mit finanzieller Unterstützung der Kommission der Europäischen Gemeinschaften erstellt.

Für den Inhalt ist ausschließlich der Herausgeber verantwortlich

VORWORT

Diese Studie über den Zusammenhang von „Finanzmärkten und Entwicklung“ ist im Auftrag der Nicht-Regierungsorganisation WEED e.V. (Bonn/Berlin) entstanden. Die Autoren und die Autorin möchten den Verantwortlichen bei WEED e.V., insbesondere Peter Wahl und Peter Waldow, für ihr Vertrauen und ihre Geduld danken.

Die Studie selbst ist ein gemeinschaftliches Projekt. Ohne eine entsprechende Arbeitsteilung hätte die Studie in so kurzer Zeit gar nicht produziert werden können. Dennoch haben sich für einzelne Kapitel besondere Verantwortlichkeiten herauskristallisiert, die wir in der Einleitung kenntlich machen. Der erste Entwurf der Studie wurde im Rahmen eines Workshops am 21. Juni 2002 in Berlin einem ExpertInnenkreis vorgestellt. Die AutorInnen danken hierfür folgenden Personen: Prof. Dr. Hansjörg Herr, Prof. Dr. Joachim Becker, Dr. Barbara Fritz, Dr. Susanne Lütz und Philipp Hersel. Ihre kritischen Kommentare haben zum besseren Gelingen der Studie beigetragen. Für die verbliebenen Fehler und Unzulänglichkeiten sind – wie üblich – die Autoren und die Autorin verantwortlich.

Die Autoren und die Autorin

Stefan Beck, Diplom-Politologe und Doktorand an der Universität Kassel

Prof. Dr. Dieter Boris, Hochschullehrer an der Philipps-Universität Marburg

Christian Kellermann, Diplom-Politologe und Doktorand an der Universität Kassel

Kai Mosebach, Diplom-Politologe, Doktorand an der Universität Kassel und wissenschaftlicher
Mitarbeiter an der Medizinischen Hochschule Hannover

Daniela Setton, Diplom-Politologin und Mitarbeiterin der Heinrich-Böll-Stiftung

Berlin, Frankfurt a.M., Hannover und Marburg a.d.L. im Dezember 2002

Inhaltsübersicht und Autorenschaft

Einleitung

THEORETISCHE GRUNDLEGUNG

Stefan Beck

Finanzmärkte und Entwicklung in der ökonomischen Theorie

WÄHRUNGS- UND FINANZKRISEN IN SCHWELLENLÄNDERN EIN INTERNATIONALER VERGLEICH

Daniela Setton / Christian Kellermann / Kai Mosebach / Stefan Beck

Von Bretton Woods zu Global Finance: die Transformation der Weltfinanzordnung

Kai Mosebach und Dieter Boris

Währungs- und Finanzkrisen in Lateinamerika: Widersprüche des neoliberalen Entwicklungsmodells

Christian Kellermann

Das „asiatische Wunder“ in der Krise

Kai Mosebach / Christian Kellermann

Auswertung: globale und nationale Krisenmomente

PERSPEKTIVEN FÜR EINE NEUE INTERNATIONALE FINANZARCHITEKTUR

Kai Mosebach

Möglichkeiten und Grenzen der Reform internationaler Regulierungsstandards

Kai Mosebach

Währungsregime, Devisenmarktstabilität und Kapitalverkehrskontrollen

Christian Kellermann

Internationales Insolvenzrecht für Staaten

Schluss

Inhaltsverzeichnis

VORWORT	1
Inhaltsübersicht	2
Inhaltsverzeichnis	3
Abkürzungsverzeichnis	5
Einleitung	7
TEIL I: THEORETISCHE GRUNDLEGUNG	11
1. Finanzmärkte und Entwicklung in der ökonomischen Theorie	11
1.1 Finanzmärkte als Motoren der Entwicklung: Die neoklassische Theorie	12
1.2 Strukturelle Handicaps und finanzielle Instabilität: Entwicklung und Finanzmärkte aus postkeynesianischer Sicht	20
1.3 Die ‚falschen‘ Institutionen: Institutionenökonomische Krisenerklärungen	27
TEIL II: WÄHRUNGS- UND FINANZKRISEN IN SCHWELLEN-LÄNDERN: EIN VERGLEICH LATEINAMERIKANISCHER UND OSTASIATISCHER ENTWICKLUNGEN	35
2. Von Bretton Woods zu Global Finance: die Transformation der Weltfinanzordnung	35
2.1. Revolutionierung der Finanzmärkte	38
2.2. Entwicklungs- und Schwellenländer in der Weltfinanzordnung	42
2.3. Grundproblematiken von Schwachwährungsländern	47
3. Währungs- und Finanzkrisen in Lateinamerika: Widersprüche des neoliberalen Entwicklungsmodells	52
3.1. Mexiko: Pesokrise 1994/95 (Kai Mosebach)	55
3.2. Muster einer Globalisierungskrise: Brasilien 1999 (Kai Mosebach)	66
3.3 Argentinien 2001/2002: Von der langandauernden Rezession zur Währungs- und Finanzkrise (Dieter Boris)	78
4. Das „asiatische Wunder“ in der Krise	93
4.1. Das asiatische Entwicklungsmodell	94
4.2. Wechselbeziehungen zwischen EOI und ISI	96
4.3. Die Asienkrise 1997/98	99

5. Auswertung: globale und nationale Krisenmomente	112
5.1. Währungsanbindung, Währungskonkurrenz und volatile internationale Kapitalbewegungen	113
5.2. Prozyklizität der Regulation internationaler Kapitalflüsse	115
5.3. Schlussfolgerung	116
 TEIL III: PERSPEKTIVEN FÜR EINE NEUE INTERNATIONALE FINANZARCHITEKTUR (NIFA)	 118
6. Möglichkeiten und Grenzen der Reform internationaler Regulierungsstandards	119
6.1. Prozyklizität internationaler Kapitalflüsse	119
6.2. Internationale Bankenregulierung: ‚Basel I‘ und ‚Basel II‘	120
6.3. Institutionelle Investoren und asymmetrische Informationsverteilung	125
6.4. Schlussfolgerungen: Makroökonomische Grenzen mikroökonomischer Governance	129
 7. Währungsregime, Devisenmarktstabilität und Kapitalverkehrskontrollen	 130
7.1. Wechselkursvolatilität in einer Welt mit liberalisierten Finanzmärkten	130
7.2. Möglichkeiten und Grenzen nationaler Kapitalflussregulierung: Kapitalverkehrskontrollen	131
7.3. Möglichkeiten und Grenzen einer Devisentransaktionssteuer (Tobin Tax plus)	134
7.4. Perspektiven eines kooperativen Weltwährungssystems	140
 8. Internationales Insolvenzrecht für Staaten	 143
 Schluss	 149
 Literaturliste	 154
 Anhang	 169

Abkürzungsverzeichnis

ADB	<i>Asian Development Bank</i>
ASEAN	<i>Association of Southeast Asian Nations</i>
BIBFs	<i>Bangkok International Banking Facilities</i>
BIP	<i>Bruttoinlandsprodukt</i>
BIS	<i>Bank for International Settlements</i>
BoP	<i>Balance of Payments</i>
BSP	<i>Bruttosozialprodukt</i>
CEPA	<i>Center for Economic Policy Analysis</i>
CEPAL	<i>Comisión Económica para América Latina y el Caribe</i>
CPI	<i>Consumer Price Index</i>
DMR	<i>Diminishing Marginal Returns</i>
DRAM	<i>Dynamic Random Access Memory</i>
ECLAC	<i>Economic Commission for Latin America and the Caribbean</i>
EOI	<i>Exportorientierte Industrialisierungsstrategie</i>
EPB	<i>Economic Planning Board</i>
EPZs	<i>Export Processing Zones</i>
ERM	<i>Exchange Rate Mechanism</i>
ERND	<i>Exchange Rate Normalization Duty</i>
EU	<i>Europäische Union</i>
EWS	<i>Europäisches Währungssystem</i>
FDI	<i>Foreign Direct Investment</i>
FRB	<i>Federal Reserve Board</i>
FSF	<i>Financial Stability Forum</i>
FTD	<i>Financial Times Deutschland</i>
FuE	<i>Forschung und Entwicklung</i>
G-7	<i>Group of 7 ... (countries)</i>
G-20	<i>Group of 20 ... (countries)</i>
GATT	<i>General Agreement on Tariffs and Trade</i>
GDF	<i>Global Development Finance</i>
GDP	<i>Gross Domestic Product</i>
HPEAs	<i>High Performing Asian Economies</i>
IBRD	<i>International Bank for Reconstruction and Development (Weltbank)</i>
ICOR	<i>Incremental Capital-Output Ratio</i>
IFIs	<i>International Financial Institutions</i>
IIF	<i>Institute of International Finance</i>
ILO	<i>International Labour Organisation</i>
IMF	<i>International Monetary Fund</i>
IOFC	<i>International Off-shore Financial Centre</i>
IRB-Ansatz	<i>Internal Ratings Based-Approach</i>
ISI	<i>Importsubstituierende Industrialisierungsstrategie</i>
IWF	<i>Internationaler Währungsfonds</i>

LIBOR	<i>London interbank offered rate</i>
MITI	<i>Ministry of International Trade and Industries</i>
NICs	<i>Newly Industrialising Countries</i>
NZZ	<i>Neue Zürcher Zeitung</i>
OECD	<i>Organisation for Economic Cooperation and Development</i>
OFCs	<i>Offshore-Financial-Centres</i>
PD	<i>Probability of Default</i>
PPP	<i>Purchasing Power Parity</i>
R&D	<i>Research and Development</i>
RWR	<i>Ricardianisches Workfare-Regime</i>
S&P	<i>Standard & Poor's</i>
SWR	<i>Schumpeterianisches Workfare Regime</i>
TFP	<i>Total Factor Productivity</i>
TNK	<i>Transnationaler Konzern</i>
TRS	<i>Total Return Swap</i>
TCCBT	<i>Tobin-Cum-Circuit-Breaker-Tax</i>
UDROP	<i>Universal Debt Roll Over Option with a Penalty</i>
UN	<i>United Nations</i>
UNCTAD	<i>United Nations Conference on Trade and Development</i>
WEED	<i>World Economy, Ecology and Development</i>
WTO	<i>World Trade Organisation</i>

Einleitung

Als der US-Ökonom John Williamson Ende der achtziger Jahre den *Washington Consensus* formulierte, prägte er einen Begriff, der Angelpunkt einer zentralen ökonomischen wie politischen Debatte der neunziger Jahre und darüber hinaus werden sollte. Für den Neoliberalismus wurde er zur politischen Visitenkarte, weil er einen Konsens von Ideologie, Politik und herrschender Wirtschaftstheorie schuf, für seine Kritiker verkörperte er fortan *das* Feindbild, weil theoretische Verkürzungen zu fehlerhaften und somit fatalen Politikentscheidungen führten. Seinen Ursprung hat der *Washington Consensus* im Kontext des Brady-Plans, der Lateinamerika aus der Schuldenkrise der achtziger Jahre herausführen sollte. Der *Washington Consensus* umfasst diejenigen Politiken, die vom Internationalen Währungsfonds, der Weltbank, dem US-Finanzministerium und der Mehrheit der Ökonomen in den zahlreichen *Think Tanks* zur Überwindung der Krise in Lateinamerika propagiert wurden. Die zentralen Bestandteile des *Washington Consensus* sind die Konsolidierung des Staatshaushaltes (fiskalische Disziplin etc.), eine grundlegende Marktöffnung und Handelsliberalisierung, sowie die Finanzmarkliberalisierung, Privatisierung und Deregulierung (Williamson 1990). Der geradezu religiöse Charakter des *Washington Consensus* erklärt sich aus einem unverrückbaren Glauben in die freien Kräfte des Marktes, wie Williamson selbst erkennt: „The term Washington Consensus has come to be used to describe an extreme and dogmatic commitment to the belief that markets can handle everything“ (Williamson 1999:2). Der Kampf um eine Agenda *nach* dem *Washington Consensus* beruht nicht nur auf den im wirtschaftstheoretischen Feld ausgetragenen Grabenkämpfen, sondern leitet sich in erster Linie aus dem offensichtlichen Elend derjenigen Menschen ab, die unter den Politikdoktrinen des Internationalen Währungsfonds und anderer Institutionen leiden, die in den neunziger Jahren in der Tradition des *Washington Consensus* als Antwort auf die Währungs- und Finanzkrisen artikuliert und implementiert wurden. Dabei waren die Krisen selbst ein Resultat der politischen Umsetzung des Konsenses, weshalb bestimmte Dimensionen von Entwicklung neu betrachtet werden müssen.

In dieser im Auftrag der Organisation WEED e.V. (World Economy, Ecology and Development) entstandenen Studie geht es um jene neuen Rahmenbedingungen von Entwicklung, die sich in erster Linie in veränderten internationalen Finanzmarktkonstitutionen und –dynamiken manifestieren. Vor dem Hintergrund zunehmend global integrierter Finanzmärkte wurde im Rahmen dieser Studie der Frage nachgegangen, wie und unter welchen Bedingungen internationale Kapitalflüsse Entwicklungsprozesse in peripheren Regionen behindern bzw. voranbringen können. Es waren vor allem die Währungs- und Finanzkrisen der letzten zehn Jahre, die der Entwicklung dieser Fragestellung entscheidende Impulse gegeben haben. Besonders nach der mexikanischen Pesokrise der Jahre 1994/95 und der Asienkrise der Jahre 1997/98 wurden kurzfristig orientierte internationale Kapitalflüsse (Portfoliakapital und internationale Kredite) als *Hot Money* bezeichnet, woran man sich schnell die Finger verbrennen konnte. Die Krisenhaftigkeit der internationalen Finanzmärkte musste somit fortan in die Diskussion der Thematik ‚Finanzmärkte und Entwicklung‘ einbezogen werden, wohingegen sich die vorherrschende Krisenanalyse nach wie vor bewusst auf ordnungs- und wirtschaftspolitische Fehler der Krisenländer selbst konzentriert – alles andere wäre Blasphemie.

Hinsichtlich der Regulierung von Defiziten des globalen Finanzsystems verschwinden umfassendere Vorschläge, die auf die Makroebene zielen, mehr und mehr von der politischen

Agenda, während Forderungen nach einer ‚Neuen Internationalen Finanzarchitektur‘ (NIFA) mittlerweile in der Rede von einem *Post-Washington-Consensus* darauf reduziert werden, dass die betroffenen Krisenländer ihren Kapitalverkehr zu früh liberalisiert und ihre Finanzsysteme unzureichend auf diese Öffnung vorbereitet hätten. Entsprechend wird befürwortet, dass die nationalen Finanzsysteme verbessert werden sollten. Die Krisenanalyse solcher „*Transparency Advocates*“ (Armijo 2001) blieb jedoch nicht unbeantwortet, was von einem grundlegenden Dissens zwischen Staaten und den politisch Verantwortlichen in internationalen Institutionen auf der einen Seite und einer wachsenden Zahl intellektueller Dissidenten und Wissenschaftler auf der anderen Seite zeugt. Letzteren erscheint finanzielle Stabilität nur dann möglich, wenn es zu einer verstärkten internationalen Kooperation kommt. Auch Industrieländer müssten sich bereit erklären, ihren Teil zur politischen und ökonomischen Stabilisierung der internationalen Finanzbeziehungen beizutragen und dürften sich nicht auf die Bereitstellung „technischer Hilfe“ zurückziehen. Die Diskussion um die Schlussfolgerungen, die aus entwicklungspolitischer Sicht aus den Währungs- und Finanzkrisen der neunziger Jahre gezogen werden sollten, ist demnach keinesfalls beendet.

Ausgangspunkt unserer Analyse ist die Frage, in welcher Art und Weise Finanzmärkte Entwicklungsprozesse behindern bzw. fördern können. Zu diesem Zweck werden in einem theoretisch angeleiteten Vergleich der Währungs- und Finanzkrisen in Lateinamerika und Asien der neunziger Jahre vor allem Gemeinsamkeiten bzw. Regelmäßigkeiten der unmittelbaren Krisenursachen aber auch die Unterschiede der jeweiligen Entwicklungswege herausgearbeitet. Unsere **These** ist, dass die Währungs- und Finanzkrisen nur unter Berücksichtigung veränderter Rahmenbedingungen internationaler Finanzbeziehungen verständlich werden, die zum einen die Integration der Krisenländer in die Weltwirtschaft strukturieren und zum anderen eine Reformagenda nahe legen, die nationale und internationale Maßnahmen nicht gegeneinander ausspielt, sondern stattdessen einen Ansatz erfordert, der beide Ebenen integriert. Es ist kein Zufall, dass ausgerechnet diejenigen Länder in eine Währungs- und Finanzkrise geraten sind, die sich dem internationalen Kapital unbegrenzt geöffnet haben. Bei den gegebenen Bedingungen auf den internationalen Finanzmärkten und einer über externe Finanzierung ablaufenden Industrialisierungsstrategie, welche unweigerlich mit einem Aufbau von Fremdwährungsverbindlichkeiten einhergeht, sind Währungs- und Finanzkrisen ein systematischer Bestandteil sozioökonomischer Entwicklungsprozesse in der Peripherie. Weder neoklassische noch neoinstitutionalistische Erklärungsmuster einer falschen Geld- und Finanzpolitik bzw. einer unzureichenden Regulierung der nationalen Finanzmärkte vermögen die Währungs- und Finanzkrisen der neunziger Jahre zu erklären. Aber auch Erklärungsmuster, welche die Krisenursachen ausschließlich in der Instabilität der internationalen Finanzmärkte begründet sehen, sind unzureichend, da hierbei die landesinternen, entwicklungspolitischen Zwänge und auch Fehler ausgeblendet bleiben. Im Gegensatz hierzu ist es unser Anspruch, die Krisen als spezifische *Artikulation* von Weltmarktintegration und nationaler Entwicklungsstrategie zu erklären. Unseres Erachtens lassen sich mit diesem integrativen Zugriff („monetäre“ und „reale“ Weltmarktintegration) die zentralen Momente der Währungs- und Finanzkrisen herausarbeiten.

In der theoretischen Grundlegung dieser Studie diskutiert zunächst *Stefan Beck* den Zusammenhang von Finanzmärkten, Finanzmarktkrisen und Entwicklung aus der Perspektive verschiedener ökonomietheoretischer Paradigmen (Kapitel 1). Je nach theoretischem (Vor-

)Verständnis lassen sich dazu sehr unterschiedliche Positionen aufzeigen, wie Finanzmärkte funktionieren, wie sie dem gesellschaftlichem Wohlstand dienen (können) und wie es zu Finanzmarktkrisen kommt. Es zeigt sich, dass nicht nur der Entwicklungsbegriff normativ präfiguriert ist. Gegenüber orthodoxen (neoklassischen) Thesen von der Überlegenheit und Effizienz von Märkten plädieren wir für eine Erweiterung des theoretischen Verständnisses von Währungs- und Finanzkrisen. Somit sind postkeynesianische Ansätze über inhärente Instabilitäten von (internationalen) Finanzmärkten ebenso ernst zu nehmen, wie die Bedeutung historisch gewachsener Institutionen und internationaler Machtverhältnisse. Grob umrissen bewegen wir uns damit im Feld einer kritischen *Global Political Economy*, welche vor allem aus den Disziplinen der Ökonomie, der Politikwissenschaft und der Soziologie gespeist wird. Ausgangspunkt unserer theoretischen Überlegungen bleiben dabei die vielfältigen Modelle zu Finanzmärkten und Währungskrisen, die in der letzten Zeit in der Wirtschaftswissenschaft entwickelt wurden.

Die Globalisierung ökonomischer Prozesse und insbesondere der Finanzmärkte bilden den historischen Hintergrund für die sprießende Vielfalt der theoretischen Modelle und Währungskrisenerklärungen. Im zweiten Kapitel (gemeinschaftlich von *Daniela Setton*, *Christian Kellermann*, *Kai Mosebach* und *Stefan Beck* verfasst) werden zunächst aus einer globalen Perspektive die strukturellen Veränderungen der internationalen Finanzmärkte skizziert. Neben technologischen Neuerungen (IuK-Technologien) und Finanzmarktinnovationen forcierten vor allem politische Weichenstellungen in den siebziger Jahren die Liberalisierung von Finanzmärkten und die Herausbildung eines zunehmend global integrierten Finanzmarktes. Das Weltwährungssystem von Bretton Woods mit seinen rigiden Kapitalverkehrskontrollen ist einem System flexibler Wechselkurse mit ausgeprägter Währungskonkurrenz zwischen den wichtigen internationalen Reservewährungen und einem weitgehend liberalisierten internationalen Vermögensmarkt gewichen, wodurch sich die Rahmenbedingungen externer Finanzierung grundlegend verändert haben und zugleich prekärer geworden sind. Seitdem stehen die entwicklungsstrategischen Anstrengungen von Schwellen- und Entwicklungsländern vor dem Dilemma, ihre Industrialisierungsstrategie und die entsprechenden externen Finanzierungsbedürfnisse mit den Instabilitäten eines Multiwährungsstandards und eines internationalen Vermögensmarktes in Einklang zu bringen. Schließlich wird auf der Grundlage einer monetärkeynesianischen Interpretation des Konzeptes der *Impossible Trinity* die Grundproblematik einer weltmarktintegrierten Entwicklungsstrategie aufgezeigt: Demnach ist es theoretisch und praktisch unmöglich, einen stabilen Wechselkurs bei freiem Kapitalverkehr mit einer autonomen nationalen Geldpolitik in Einklang zu bringen. In der Verbindung eines flexiblen Wechselkurssystems zwischen den internationalen Reservewährungen und einem über Zinsdifferenzen gesteuerten internationalen Vermögensmarkt sind Schwachwährungsländer, zu denen Entwicklungs- und Schwellenländer in der Regel gehören, vielfältigen „exogenen Schocks“ (u.a. Erwartungsänderungen und sog. Herdenverhalten) ausgesetzt, die zu erheblichen negativen Vermögenseffekten in diesen Ländern führen können. Anschließend werden verschiedene theoretische Ansatzmöglichkeiten eines Umgangs mit dem Problem der *Impossible Trinity* skizziert. Im folgenden komparativen Teil werden die Entstehungsbedingungen und –ursachen der Währungs- und Finanzkrisen in Lateinamerika und der Asienkrise während der neunziger Jahre analysiert. Gemäß unserer theoretischen Ausrichtung sind dabei nicht nur die formalen Krisenmodelle relevant, sondern besonders auch der politisch-institutionelle Kontext und die

zugrundeliegende Entwicklungsstrategie. Im dritten Kapitel analysieren *Kai Mosebach* und *Dieter Boris* die Voraussetzungen der Währungs- und Finanzkrisen in Mexiko, Brasilien (beide *Kai Mosebach*) und Argentinien (*Dieter Boris*). Im Anschluss daran untersucht *Christian Kellermann* die Asienkrise der Jahre 1997/98 (Kapitel 4). Abschließend werden die jeweiligen Krisenursachen systematisch verglichen und mit den theoretischen Ansätzen der vorangegangenen Kapitel konfrontiert (*Kai Mosebach* und *Christian Kellermann*). Es lassen sich drei Verursachungskomplexe aufzeigen (Kapitel 5): Zum einen – und hierin ähneln sich beide Krisenregionen – wählten alle untersuchten Länder eine Art Währungsanker, der unter den Bedingungen internationaler Währungskonkurrenz und eines liberalisierten Vermögensmarktes prekärer Natur sein muss. Zum anderen unterscheiden sich die Regionen vor allem in der Struktur und der Last der Auslandsverschuldung. Diese erklären sich aus unterschiedlichen Entwicklungsstrategien und differenten Formen der Eingebundenheit in den Weltmarkt. Schließlich unterliegen die untersuchten Länder beider Regionen den Regulationsformen internationaler Kapitalbewegungen, die sich in erster Linie an den Standards und Interessen der Industrieländer orientieren.

Diese drei Verursachungskomplexe sind Ausgangspunkt für die Auseinandersetzung um eine ‚Neue Internationale Finanzarchitektur‘ (NIFA). Unser Anspruch ist nicht die umfassende Darstellung des NIFA-Diskurses, sondern besteht darin, Wege aufzuzeigen, wie sich die Krisenhaftigkeit der internationalen Finanzmärkte regulativ eindämmen lässt, so dass Entwicklung störungsfreier verlaufen kann. Zunächst diskutiert *Kai Mosebach* zentrale Reformvorschläge, wie sich die internationale Währungskonkurrenz unter den Bedingungen eines liberalisierten internationalen Vermögensmarktes zugunsten eines entwicklungspolitisch günstigeren Umfeldes stabilisieren lässt. Hierzu zählen sowohl mikro- (Kapitel 6), als auch makroökonomische Konzepte (Kapitel 7). Im Anschluss problematisiert *Christian Kellermann* die in jüngster Zeit wieder aufgelebte Debatte um die Einrichtung eines internationalen Insolvenzverfahrens für Staaten (Kapitel 8).

Im Schlussteil werden die wichtigsten Ergebnisse zusammengefasst und der Stellenwert der verschiedenen Regulierungsvorschläge diskutiert. Während wir auf der einen Seite für eine umfassende und entwicklungsländerfreundliche Regulierung der globalen monetären Sphäre plädieren, wäre es für Entwicklungs- und Schwellenländer auf der anderen Seite bereits hilfreich, „Sand ins Getriebe der internationalen Finanzmärkte zu streuen“ (Keynes). Zweifellos ist die Makroregulierung des globalen Finanzsystems ein überaus ambitioniertes Reformprojekt.

TEIL I: THEORETISCHE GRUNDLEGUNG

1. Finanzmärkte und Entwicklung in der ökonomischen Theorie

Die Auseinandersetzungen über die Ursachen von Finanzkrisen und die Reform des internationalen Finanzsystems¹ machen deutlich, dass es nicht lediglich um die geeigneten ‚Lösungen‘ für ein gemeinsam erkanntes Problem geht. Die Heftigkeit der wissenschaftlichen und gesellschaftlichen Konfrontationen verweist vielmehr darauf, dass sich bereits die jeweiligen Problemdefinitionen und folglich auch die (Reform-) Zielsetzungen fundamental unterscheiden. Die Ursache hierfür ist nicht zuletzt ein unterschiedliches theoretisches Vorverständnis über das Funktionieren des Finanzsystems und dessen Rolle hinsichtlich der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Entwicklung. Bevor wir uns im weiteren Verlauf mit verschiedenen Erklärungsansätzen der jüngsten Finanzkrisen und den Vorschlägen zu einer so genannten „Neuen Finanzarchitektur“ auseinandersetzen, erscheint es deshalb angebracht, einen kritischen Überblick über das ökonomietheoretische und methodologische Grundverständnis verschiedener Positionen voran zu stellen. Zugleich soll damit auch unsere eigene Position Konturen erhalten.

Angesichts der inzwischen unüberschaubar gewordenen Menge von Beiträgen und theoretischen Modellen, die hier nicht ausführlich gewürdigt werden können, wollen wir uns statt dessen auf eine paradigmensorientierte Skizzierung der grundlegenden Annahmen und Zusammenhänge beschränken. Allerdings ist auch eine solche Darstellung nicht unproblematisch, da sich zum einen gerade die jüngeren Erklärungsansätze nicht immer (oder bestenfalls anhand einzelner impliziter Annahmen) eindeutig zuordnen lassen und da sich zum anderen verschiedene Ansätze hinsichtlich ihres Formalisierungsgrades und ihrer Reichweite beträchtlich unterscheiden. Jedoch müssen auch die Annahmen und die empirische Erklärungskraft streng formalisierter Modelle hinterfragt werden, wenn diese die Grundlage von Politikempfehlungen und Programmen (z.B. des IWF) bilden.

Die Schwierigkeiten einer theoretischen Auseinandersetzung mit dem Zusammenhang von Finanzmärkten und Entwicklung beginnen bereits bei der Bestimmung des Begriffs „Entwicklung“. Die übliche Annäherung über das Wirtschaftswachstum ist eher ein Ausdruck der Not als der Tugend.² Aber auch der in der Wirtschaftswissenschaft verwendete Wohlfahrtsbegriff ist problematisch, da er zum einen *modelltheoretisch* definiert und zum anderen auch in *normativer* Hinsicht nicht neutral ist (vgl. DeMartino 2000; Haque 1999). Trotz der damit verbundenen Einbußen hinsichtlich der Messbarkeit führt es u.E. weiter, wenn weitere Variablen, wie z.B. die Rolle der Institutionen einer Wirtschaft bzw. Gesellschaft, real-historische Zeit, das Vorherrschen von Unsicherheit sowie soziale und ökologische Kriterien in die Vorstellung von Entwicklung aufgenommen werden. Entwicklung ist in diesem Sinne nicht nur ein ökonomisches

¹ Der Begriff „Finanzsystem“ ist hier nicht systemtheoretisch sondern heuristisch zu verstehen und soll gegenüber dem Begriff „Finanzmärkte“ explizit Akteure, Institutionen und strukturelle Merkmale (z.B. Machtverhältnisse) einschließen. Der Marktbegriff ist streng genommen auch nur in einem abstrakt-analytischen Sinne präziser, da sich in der Realität kaum zwischen Markt und Institutionen oder strukturellen Momenten differenzieren lässt. Werden Arbeits-, Güter- oder Finanzmärkte auch als räumliche und historische Artikulationsform gesellschaftlicher Verhältnisse verstanden, dann wird schließlich auch die Metapher der „Entbettung“ von Märkten – trotz ihrer Aussagekraft – problematisch (vgl. Brand/Görg 2000).

² Zur Problematik des Wachstumsbegriffs und der Erhebung des wirtschaftlichen Wachstums zu einem nahezu unhinterfragten Ziel ökonomischer Entwicklung vgl. Altwater (2001).

Phänomen, sondern vor allem ein gesellschaftliches. Und wenn, wie DeMartino (ebd.) zeigt, auch die derzeit dominierende neoklassische Theorie nicht frei von normativen Implikationen ist (z.B. die Priorität des Effizienzkriteriums), so ist zumindest fraglich, ob selbst ein ökonomischer Entwicklungsbegriff ohne normativ ‚gesetzte‘ Kriterien oder Ziele (z.B. Verteilungsgerechtigkeit, Beschäftigungssicherheit) auskommen kann. Angesichts unterschiedlicher wirtschaftlicher und politischer Kräfteverhältnisse insbesondere zwischen Industrienationen und Entwicklungsländern (sowie gesellschaftlichen Klassen) bedeutet das aber auch, dass sich die Definition von Entwicklungszielen und -strategien im internationalen Kontext immer im Spannungsfeld von *Universalismus* und *Relativismus* befindet und somit *nicht* auf eine ökonomistische Rationalität reduzierbar, sondern – zu Recht – Gegenstand gesellschaftlicher und politischer Auseinandersetzungen ist.

Im Folgenden sollen vier verschiedene theoretische Zugänge – neoklassische, post- bzw. geldkeynesianische, neo-institutionalistische und polit-ökonomische³ Ansätze – daraufhin untersucht werden, wie sie die Funktionsweise von Finanzmärkten, Finanzsystem und deren Bedeutung für die wirtschaftliche Entwicklung konzeptionalisieren. Im Mittelpunkt stehen dabei die Rolle der internationalen Finanzmärkte, die Formen weltwirtschaftlicher Integration von (Entwicklungs-)Ländern und die daraus abgeleiteten Implikationen für die Wirtschaftspolitik dieser Länder. Da es hier im wesentlichen um die theoretischen und methodologischen Grundzüge dieser Ansätze geht, haben wir die Darstellung spezifischer Modelle auf einen exkursiven Überblick, in dem es vor allem um die grundlegenden Erklärungsunterschiede geht, beschränkt. Durch die Reihenfolge, in der die Theorien diskutiert werden, sollen ein zunehmend umfassenderes und komplexeres Verständnis des Zusammenhangs von Finanzsystem und Entwicklung und zugleich die methodologischen Grundlagen für die folgenden Kapitel erarbeitet werden.

1.1 Finanzmärkte als Motoren der Entwicklung: Die neoklassische Theorie

In der neoklassischen Theorie wird in idealtypischer Form die positive Funktion der Finanzmärkte für die wirtschaftliche Entwicklung hervorgehoben. Unter der Annahme vollkommener Kapitalmärkte identifiziert die neoklassische (monetäre) Wachstumstheorie effizienz- und wachstumsfördernde Wirkungen der Finanzmärkte. Durch die Intermediation zwischen individuellen Kapitalanbietern (Sparer) und Kapitalnachfragern (Investoren) ermöglichen Finanzmärkte eine *effiziente Allokation* (Lenkung) von Kapital, indem dieses nicht nur in die produktivsten Verwendungen fließt, sondern auch eine gegenwärtig und intertemporal optimale Befriedigung der Spar- und Konsumpläne ermöglicht. Als Regulativ dient dabei der gleichgewichtige Zinssatz, von dessen Höhe die Individuen ihre Spar- und Investitionsentscheidungen abhängig machen (Say'sches Theorem). Aufgrund der Annahmen einer beliebigen Teilbarkeit von Investitionen, vollkommener Information und der Zinsabhängigkeit ermöglichen Kapitalmärkte eine *optimale Kapitalversorgung*, die Diversifikation von Risiken und gewährleisten die Liquidität der Marktteilnehmer. Von zentraler Bedeutung für

³ Unter der weit gedehten Rubrik „Politische Ökonomie“ werden hier keine Ansätze der oft so bezeichneten „Neuen Politischen Ökonomie“ subsummiert, da diese – abweichend von unserem Verständnis von „Politischer Ökonomie“ – von grundverschiedenen methodologischen Annahmen ausgehen und besser als „Ökonomische Theorien der Politik“ bezeichnet werden.

das Wirtschaftswachstum ist demnach die Sparquote, die hier jedoch exogen bestimmt und auch einkommensunabhängig ist (vgl. Umlauf 2002; Siebert 1999).

Die Ideallösung stellen nach diesem Modell also vollkommene, d.h. liberalisierte, Märkte dar. Die Liberalisierung der *internationalen* Finanzmärkte ist dementsprechend eine logische Konsequenz, da die genannten positiven Wirkungen international in gleicher Weise gelten bzw. umgekehrt durch eine Liberalisierung die genannten Vorteile international ausgeweitet werden (vgl. Levine 1997). Ungehinderter Kapitalverkehr ermöglicht demnach, dass Kapital dorthin fließt, wo die rentabelsten Investitionsmöglichkeiten existieren. Ökonomien, die beispielsweise zu einem gegebenen Zeitpunkt zwar über rentable Anlagemöglichkeiten aber eine zu geringe interne Ersparnis verfügen, können somit Kapital importieren und folglich ein höheres Einkommen bzw. Wachstum realisieren. Da in diesem Modell Nettoimporte von Kapital das Resultat einer im internationalen Vergleich höheren Rentabilität sind, sollen die erzielten Renditen bzw. Wachstumsraten die Zinszahlung und Tilgung in den Folgeperioden ermöglichen. Hinzu kommt, so wird u.a. von der *Neuen Wachstumstheorie* argumentiert, dass gerade Entwicklungsländer mit Kapital in Form von Direktinvestitionen auch (neue) Technologien importieren können (vgl. Institut für Weltwirtschaft 2000; Paqué 2000; Siebert 1999).

Allerdings sind Finanzmärkte in der Realität keineswegs so vollkommen, wie in der Theorie unterstellt, und beispielsweise durch Informationsdefizite, die Existenz von Transaktionskosten oder eine begrenzte Substitutionalität von Anlagemöglichkeiten gekennzeichnet. Die Versorgung mit Informationen, die Kontrolle von Kreditnehmern oder die Fristentransformation und die Mobilisierung von Kapitalanlagen werden häufig nicht schlicht vom Markt sondern von einzelnen bzw. institutionellen Akteuren (z.B. Banken, Fonds, informellen Kreditgebern) geleistet. Es verwundert deshalb nicht, dass auch neoklassisch argumentierende Analysen und Entwicklungsmodelle ihr Augenmerk zunehmend auf das (nationale) Finanzsystem richten – ohne jedoch die grundsätzliche Überlegenheit liberalisierter Märkte in Frage zu stellen (vgl. ebd.; Arestis 2001). Es wird demnach ein Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher Entwicklung und Wachstum und der Entwicklung, Vertiefung und Effizienz des Finanzsystems gesehen. Ein solcher positiver Zusammenhang konnte in empirischen Untersuchungen zwar auch nachgewiesen werden, jedoch sind die möglichen Kausalzusammenhänge keineswegs eindeutig. Es geht dabei nicht nur um Fragen der Operationalisierung, sondern insbesondere um die Frage, ob die Entwicklung des Finanzsystems ein höheres Wachstum induziert, oder eher umgekehrt eine Folge der allgemeinen wirtschaftliche Entwicklung ist (Khan 2000; Umlauf 2000; Rodrik 2000; mehr zu institutionellen Fragen des Finanzsystems siehe unten).⁴

Die Beachtung der institutionellen Entwicklung des Finanzsystems hat insbesondere nach den Krisen des vergangenen Jahrzehnts erheblich zugenommen. Es fällt allerdings auch auf, dass hierbei in neoklassisch argumentierenden Beiträgen in erster Linie auf die Entwicklung des

⁴ Selbst wenn beispielsweise eine Ausweitung der Kreditnachfrage der Wachstumsentwicklung zeitlich vorausgeht, so kann dies eine *Folge* positiver *Erwartungen* über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung und entsprechend günstige Gewinnerwartungen sein. In diesem Fall ist die *erwartete zukünftige* wirtschaftliche Entwicklung *ursächlich* für die gegenwärtige Entwicklung des Finanzsystems (Khan 2000). Eine derart generierte Ausweitung des Kreditvolumens und der Investitionen kann durchaus das wirtschaftliche Wachstum befördern, so dass es in der ex-post-Betrachtung unmöglich ist, zwischen ‚mechanischer‘ und erwartungsbedingter Entwicklung oder so genannten *self-fulfilling prophecies* zu unterscheiden. In der Annahme, dass realwirtschaftliche Entwicklungen nicht von geldvermittelten (und mit Unsicherheit behafteten) Erwartungen bzw. darauf basierenden Entscheidungen getrennt werden können, kristallisieren sich die ebenso fundamentalen wie konsequenzenreichen Differenzen zwischen Neoklassikern und (Post- oder Geld-) Keynesianern.

nationalen Finanzsystems und vor allem innerhalb der Entwicklungsländer oder der aufstrebenden Ökonomien abgestellt wird, während dagegen die internationalen Wirtschaftsbeziehungen weiterhin überwiegend unter der Prämisse effizienter Märkte betrachtet werden. Zwar wird inzwischen eingeräumt, dass die außenwirtschaftliche Liberalisierung der Kapitalmärkte einiger Länder möglicherweise zu schnell (im Verhältnis zur Entwicklung des nationalen Finanzsystems) erfolgt sei, an der Zielsetzung einer umfassenden Liberalisierung wird aber festgehalten (vgl. Nunnenkamp 2000; Eichengreen et al. 1999; Knight 1998).

Trotz der jüngsten Erfahrungen und neuerer Theorieentwicklungen zu Finanzmärkten basieren die Begründungen für eine Liberalisierung der Kapitalmärkte wie auch des internationalen Handels zumeist immer noch auf traditionellen Modellen und deren Annahmen (siehe Exkurs). Insbesondere der These, dass liberalisierte Märkte ein langfristig stabiles Wachstum fördern und die Allokationseffizienz erhöhen, liegt implizit die klassische Annahme zugrunde, dass Finanzmärkte der Entwicklung der realwirtschaftlichen Fundamentaldaten entsprechen bzw. folgen. Die Referenzfolie bilden dabei ältere Konzepte⁵ wie die Theorie komparativer Vorteile, die Annahme berechenbarer Wechselkurse oder eines automatischen Ausgleichs der Handels- und Zahlungsbilanzen vor allem bei flexiblen Wechselkursen. Basierend auf der Vorstellung der *Neutralität des Geldes* unterstellt die Neoklassik eine weitgehende – wenn nicht sogar vollständige – Unabhängigkeit realwirtschaftlicher Austauschprozesse (z.B. Handel, Beschäftigung) von monetären Variablen. Diesen kommt höchstens eine vermittelnde Funktion bei der Herstellung eines Gleichgewichtszustands – beispielsweise beim unterstellten Ausgleich von Handelsbilanzen durch Währungsbewegungen und Inflationsraten – zu (Blecker 2001; Davidson 2001).⁶

Die Annahme maximaler Allokationseffizienz und Wohlfahrt ist aber sowohl hinsichtlich des Freihandels – gemäß der Theorie komparativer Vorteile – als auch im Fall der – analog begründeten – Kapitalmarktliberalisierung theoretisch und empirisch zweifelhaft. Selbst wenn Freihandel und Kapitalmobilität eine effizienzsteigernde Wirkung zugeschrieben wird, so sind sie andererseits in der Regel auch mit Umverteilungseffekten und Anpassungskosten verbunden. Zwar sollen laut Theorie die positiven Effekte derart überwiegen, dass die „Verlierer“ (über)kompensiert werden können, jedoch verfügt erstens der „Markt“ über keine inhärenten Mechanismen, welche diese Kompensation sicherstellen, und zweitens stellen diese Kosten zumeist Externalitäten dar, die nicht in das Entscheidungskalkül einfließen. Im Fall der Kapitalmobilität kommen schließlich Informationsprobleme, *self-fulfilling expectations* und ähnliche Phänomene (siehe unten) hinzu; dass zudem ganze Gesellschaften intertemporale Entscheidungen nach dem Muster eines homogenen, informiert und rational handelnden

⁵ Obwohl die ‚klassischen‘ Ansätze (z.B. Hume’s ‚specie flow‘) von Kapital*im*mobilität ausgingen, sind sie immer noch prägend für die neoklassische Vorstellungswelt von der internationalen Ökonomie und entsprechende Politikempfehlungen. Die vermeintlichen Vorteile ungehinderter Kapitalmobilität werden darüber hinaus mit nahezu den gleichen Argumentationsmustern (Grenzproduktivität) abgeleitet.

⁶ Dementsprechend begrüßen neoklassische Ökonomen auch den Druck, welcher von der (Möglichkeit der) Kapitalmobilität auf Nationalstaaten und deren Regierungen oder auch Gewerkschaften ausgeübt wird. Ein drohender oder realisierter Kapitalabzug ist demnach lediglich das Vehikel, über das die nationale Politik wieder ‚auf den Pfad der Tugend‘, also einer „sound macroeconomic policy“, gelenkt wird. Die Kriterien einer solchen „sound macroeconomic policy“ sind aber weder gottgegeben noch demokratisch begründet, sondern bestenfalls in wissenschaftlichen Beiträgen das Resultat einer (erkenntnis)theoretischen Position, in der politischen und ökonomischen Praxis häufig jedoch schlicht interessen- oder ideologisch motiviert.

Individuums treffen, ist wenig plausibel. Dadurch werden letztlich aber selbst die Analogie zum Freihandel und damit auch das Effizienzargument unterminiert (ebd.; Eatwell/Taylor 2000).⁷

Auch wenn die ökonomischen Modelle zunehmend komplexer und durch die Integration weiterer Variablen, z.B. Erwartungen, Risiko, Informationsasymmetrien, begrenzte Rationalität etc., auch robuster bzw. realistischer geworden sind, so sind es letztlich doch die fundamentalen Annahmen, welche die Neoklassik aus der Sicht anderer theoretisch-methodologischer Positionen unfähig machen, reale Phänomene adäquat zu erklären (oder überhaupt wahrzunehmen). Oder um mit Imre Lakatos zu sprechen: Im Bereich des „protective belt“ erweist sich die neoklassische Theoriebildung durchaus innovativ, die entscheidenden Probleme des Theoriegebäudes sind jedoch im „hard core“ begründet. Zu diesen problematischen Kernannahmen zählen, wie im folgenden erläutert wird, unter anderem der Geldbegriff, der Ausschluss von Unsicherheit und historischer Zeit, das mangelnde Verständnis von Institutionen bzw. die Fixiertheit auf den methodologischen Individualismus sowie auf einen abstrakten Markt- und Gleichgewichtsbegriff.

Exkurs: Finanzmärkte und Modelle internationaler Wirtschaftsbeziehungen

Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen nach dem Ende des Bretton Woods-Regimes, die Ausrichtung der IWF-Strukturanpassungsprogramme gemäß dem so genannten *Washington Consensus* und auch die aktuellen Reformvorschläge zur Stabilisierung der Finanzmärkte – all dies sind keine Politikkonzepte, die auf pragmatischen ad hoc-Entscheidungen beruhen. Sie sind vielmehr inspiriert von politikmächtigen theoretischen Modellen und Annahmen über die Zusammenhänge und Wirkungsmechanismen internationaler Wirtschaftsbeziehungen, der Finanzmärkte und von Volkswirtschaften. In ihrer langen Entwicklungsgeschichte sind solche Modelle nicht nur zunehmend komplexer geworden, sie kommen auch – insbesondere in jüngerer Zeit – zu neuen und teilweise konträren Schlußfolgerungen. Letzteres ist besonders von Bedeutung, weil die internationalen Finanzmärkte in den neunziger Jahren erheblichen quantitativen und qualitativen Veränderungen unterlagen, die Politikprogramme, beispielsweise des Washington Consensus, bislang aber noch immer von den – immer weniger gerechtfertigten – Annahmen älterer Modelle ausgehen.

Bei der Typologisierung der verschiedenen Ansätze orientieren wir uns im Folgenden an dem breit angelegten Überblick von Robert Blecker (1999). Danach lassen sich Modelle zunächst einmal nach den jeweils angenommenen dominanten Momenten der außenwirtschaftlichen Beziehungen (Zahlungsbilanz) unterscheiden. Die ersten Modelle, auf der Annahme von Kapitalimmobilität basierend, konzentrierten sich hierbei auf den Warenhandel (Handels- bzw. Leistungsbilanz) und die offiziellen Währungsreserven (z.B. Gold). Mit der Einführung von Kapitalmobilität hat sich der Fokus jedoch zunehmend auf die Bewegungen der Kapitalbilanz und der Kapitalmärkte (*Asset Markets*) verschoben. Quer dazu, aber nicht gänzlich unabhängig davon, lassen sich die Modelle nach den angenommenen Triebkräften der Dynamik von Finanzmärkten und insbesondere des Wechselkurses differenzieren. Während ältere Modelle hier die Entwicklung der realwirtschaftlichen *Fundamentals* (z.B. Warenhandel) als entscheidend

⁷ Diese Analogie wird auch von einigen prominenten (neoklassischen) Verfechtern des Freihandels wie z.B. Jagdish Bhagwati (1998), Paul Krugman (1998b) oder Dani Rodrik (2000) kritisiert (vgl. Armijo 2001; Lim 2000).

ansahen, gehen neuere Modelle zunehmend von einer autonomen Eigendynamik der Finanzmärkte aus (vgl. Übersicht 1).

Bezogen auf die weltwirtschaftliche Integration (Wechselkurs, Güter- und Kapitalströme) von Entwicklungsländern lassen sich somit – stark vereinfacht – drei Stufen unterscheiden: In der frühen Sichtweise waren es (nahezu) ausschließlich Warenströme und offizielle Währungsreserven, welche die Außenwirtschaftsentwicklung prägten, und deren Dynamik wiederum der realwirtschaftlichen Entwicklung folgen sollte. Sofern Ungleichgewichte nicht automatisch zum Ausgleich kommen, so sollten sie doch zumindest mit einfachen Maßnahmen korrigierbar sein. In der folgenden Modellgeneration bzw. mit der Einführung von Kapitalmobilität waren es zunehmend die Finanzmärkte, welche die Außenwirtschaftsbeziehungen prägen sollten, allerdings immer noch unter der Annahme, dass letztendlich realwirtschaftliche Fundamentaldaten bestimmend und finanzwirtschaftliche Entwicklungen daher berechenbar sind. Erst in den jüngsten Modellen wird der offensichtlichen Eigendynamik der Finanzmärkte Rechnung getragen. Es sind nun nicht mehr (allein oder vorwiegend) realwirtschaftliche Daten, welche die Dynamik weltwirtschaftlicher Integration prägen, sondern es sind – umgekehrt – autonome und nicht vorhersagbare finanzwirtschaftliche Prozesse, die auch Einfluss auf die realwirtschaftliche Entwicklung haben.

Übersicht 1: Die Finanzmärkte in Modellen der internationalen Wirtschaft

		Bestimmungsfaktoren der Zahlungsbilanz	
		Leistungsbilanz und Währungsreserven	Kapitalbilanz und Finanzmärkte
des Bestimmungsfaktoren	Makroökonomische	• Specie flow mechanism¹ • Elasticities approach • Absorption approach • Monetary approach • Purchasing-power parity	• Mundell-Flemming model • Asset approach/Portfolio balance-models • Exchange rate overshooting model • Intertemporal models of the current account • Balance-of-payments-constrained growth
	Wechselkurse Autonome Finanz-	• Speculative attack models (first generation/Krugman)	• Random walks/Long swings • Speculative bubbles • Speculative attack models (second generation) • Contagion effects • Self-fulfilling panics • Financial fragility

1) Da nicht immer deutsche Äquivalente der Begrifflichkeiten existieren, sind hier die englischen Bezeichnungen angegeben.

Quelle: Blecker (1999: 42).

Das erste einflussreiche – David Hume (1752) zugeschriebene – Modell, der so genannte *Specie Flow*-Mechanismus, betrachtete internationale Goldflüsse als einen komplementären Mechanismus, durch den Handelsbilanzungleichgewichte automatisch zum Ausgleich kommen würden, da z.B. im Fall eines Exportüberschusses das zufließende Gold (Einnahmen) die Geldmenge und mithin das Preisniveau erhöhe, wodurch sich wiederum die internationale Wettbewerbsfähigkeit verschlechtere und folglich der Exportüberschuss zurückgeführt werde. Nachdem sich zeigte, dass die restriktiven Annahmen dieses Ansatzes (u.a. Gültigkeit der

Quantitätstheorie, Kapitalimmobilität) nicht zwangsläufig gelten, wurden insbesondere im 19. Jahrhundert neue Modelle entwickelt, die sich mit den (aktiven) Veränderungen der Handelsbilanz auseinander setzten. Während der *Elastizitäten-Ansatz* beispielsweise im Fall eines Handelsbilanzdefizits eine Abwertung der Währung nahe legte,⁸ sofern die Preiselastizitäten der Export- und der Importnachfrage ausreichend groß sind, empfahl der *Absorptions-Ansatz* im selben Fall darüber hinaus oder alternativ eine Reduzierung der heimischen Ausgaben (Staatsausgaben, Konsum, Investitionen). Insbesondere letztgenannter liegt auch der Stabilisierungspolitik des IWF für Länder mit einem Handelsbilanzdefizit zugrunde.

Beide Ansätze können für Entwicklungsländer jedoch problematisch sein. Aufgrund unzureichender Importsubstitutionsmöglichkeiten und einer wenig diversifizierten bzw. rohstofflastigen Exportstruktur sind möglicherweise die genannten Nachfrageelastizitäten zu gering, so dass es zu keiner wesentlichen Verbesserung der Handelsbilanz kommt, oder sogar die Preiseffekte der Abwertung (Verteuerung von Importen, Inflation) überwiegen. Im Fall steigender Exporte wiederum können die damit verbundenen Einkommenseffekte auch eine Erhöhung der Importnachfrage induzieren. Die u.a. deshalb empfohlene Ausgabenreduktion (zumeist Staatsausgaben) hat dagegen kontraktive Effekte (ganz abgesehen von den sozialen Effekten) und kann eine Stagnationskrise einleiten.⁹

Ein weiteres Kernelement der IWF-Stabilisierungspolitik für Länder mit Zahlungsbilanzschwierigkeiten, die Verordnung einer restriktiven Geldpolitik (Geldmenge, Zinssatz), lässt sich aus einem einfachen *Monetary Approach* ableiten, der – ähnlich dem *Specie Flow*-Mechanismus – einen Zusammenhang zwischen der Geldmenge und der Handels- bzw. Zahlungsbilanz herstellt. Weniger ein konkretes Politikprogramm als vielmehr eine Politik des *Laissez-faire* kann sich dagegen auf den so genannten *Kaufkraftparitäten-Ansatz* stützen, nach dem vergleichbare Güter international den gleichen Preis haben sollen und deshalb der Wechselkurs – durch das Ausnutzen von Arbitragemöglichkeiten – dem Verhältnis der jeweiligen Preisniveaus für diese Güter entsprechen soll.¹⁰ Die Annahme, dass sich der Wechselkurs automatisch auf solch ein gleichgewichtiges Niveau hinbewegt, impliziert aber auch, dass Wettbewerbsvorteile und Handelsbilanzungleichgewichte automatisch abgebaut werden und die Politik nicht zu reagieren braucht. Allerdings sprechen nicht nur theoretische Gründe (Kapitalmobilität, mangelhafte Vergleichbarkeit der Güter, Annahme vollständiger Arbitrage) gegen die volle Gültigkeit dieses Ansatzes. Auch empirische Tests haben ergeben, dass Wechselkurse bestenfalls langfristig und mit Verzögerung Änderungen der relativen Preisniveaus nahe kommen, und was noch wichtiger ist: ein (hypothetischer) Wechselkurs gemäß der Kaufkraftparitäten muss nicht automatisch zu einer Verringerung von Leistungsbilanzungleichgewichten führen.

⁸ Im Fall flexibler Wechselkurse wurde angenommen, dass ein Handelsbilanzdefizit – aufgrund der höheren Nachfrage nach ausländischen Währungen – automatisch zu einer Abwertung und somit zum Ausgleich der Handelsbilanz führen werde. Diese Annahme, die im übrigen auch den Übergang zu flexiblen Wechselkursen in den 1970er Jahren begründen sollte, setzt aber voraus, dass gleichzeitig auch die Zahlungsbilanz ein Defizit aufweist. Bei Kapitalmobilität muss dies aber keineswegs der Fall sein.

⁹ Erstaunlich ist aber auch, dass der Absorptionsansatz nur für Defizitländer zugrundegelegt wird und nicht auch umgekehrt Handelsbilanzüberschussländern (z.B. EU) Ausgabenerhöhungen zur Förderung des Binnenwachstums bzw. Reduzierung der Überschüsse nahegelegt werden. Diese Einseitigkeit fördert, wie Paul Davidson (1996) anmerkt, kontraktive Tendenzen der Weltwirtschaft und beeinträchtigt so auch die (globalen) Entwicklungschancen.

¹⁰ In der „relativen“ Version der Kaufkraftparitätentheorie sind es nicht die absoluten Werte, sondern die jeweiligen Veränderungen, die sich entsprechen sollen, d.h. der *reale* Wechselkurs (nominaler Wechselkurs bereinigt um die Inflationsdifferenz zwischen In- und Ausland) zwischen zwei Währungen soll konstant bleiben.

Mit zunehmender Kapitalmobilität seit den 1960er Jahren wurde es immer notwendiger, diesen Aspekt auch in weiter entwickelte Modelle zu integrieren und der Frage der Effektivität verschiedener Politiken unter diesen Bedingungen nachzugehen. Der erste entsprechende Ansatz, das sog. *Mundell-Fleming-Modell* (eine Erweiterung des „IS-LM-Modells“¹¹) befasst sich z.B. mit der Effektivität von Geld- und Fiskalpolitik bei verschiedenen Wechselkurssystemen. In einer einfachen Variante besagt dieses Modell, dass bei einem festen Wechselkurs (und Kapitalmobilität) die Geldpolitik – aufgrund der äquivalenten Zu-/Abflüsse von Kapital zur Stabilisierung des Wechselkurses – wirkungslos ist (siehe auch Kapitel 2). Die Fiskalpolitik sei aufgrund des entsprechenden Effekts auf die Geldmenge wiederum wirkungsvoll, sofern die Zentralbank keine Sterilisierung (Neutralisierung des Geldmengeneffekts durch komplementäre Politik) betreibt. Umgekehrt soll bei flexiblen Wechselkursen die Geldpolitik effektiv und die Fiskalpolitik wirkungslos sein. Allerdings müssen auch hier – wie beim Absorptions-Ansatz – die Preiselastizitäten von Import- und Exportnachfrage groß genug sein, um die gewünschten Effekte der Wechselkursveränderung zu ermöglichen. Darüber hinaus wird hier vorausgesetzt, dass inländische und ausländische Anlagen (z.B. Bonds) perfekte Substitute sind (was in der Regel nicht der Fall ist) und eine bestimmte Politik der Zentralbank (keine Akkomodierung, d.h. geldpolitische Unterstützung, bei flexiblen und keine Sterilisierung bei festen Wechselkursen) wirksam ist.

Aber auch komplexere Ansätze, die vom Anlageverhalten und dessen Effekten auf *Asset*-Preise und den Wechselkurs ausgehen (z.B. *Portfolio Balance-Modell*) und zu abweichenden bzw. differenzierteren Schlussfolgerungen hinsichtlich der Politikeffektivität führen, haben empirischen Tests nicht standgehalten bzw. können die Wechselkursentwicklung nicht hinreichend erklären. Die offensichtliche Volatilität flexibler Wechselkurse wenigstens zum Teil zu erklären, versuchte dagegen das (*Exchange Rate*) *Overshooting-Modell* von Rüdiger Dornbusch (1976): Auch wenn Wechselkurse einem langfristig stabilen Entwicklungspfad folgen, so können doch kurzfristige Schwankungen und übermäßige Ausschläge infolge geldpolitischer Maßnahmen auftreten. Schuld daran sind damit verbundene kurzfristige Zinsänderungen, die spezifische Erwartungen von Investoren über die weitere Wechselkursentwicklung induzieren.¹² Die Annahmen, die dieses Modell voraussetzt (Wissen über zukünftige Wechselkurse, keine Risikoprämien, ungedeckte Zinsparität), sind allerdings fragwürdig und auch empirisch entsprach die Wechselkursentwicklung nach einer Geldmengenveränderung häufig nicht den Modellerwartungen.

Entgegen der Erwartung älterer Modelle einer quasi automatischen Reduktion von Handelsbilanzungleichgewichten bei flexiblen Wechselkursen, verschwanden diese aber nicht nach der Freigabe der Wechselkurse im Jahr 1973, sondern wuchsen teilweise noch weiter. Auf der Suche nach möglichen Erklärungen gewannen in den 1980er Jahren neoklassisch inspirierte Modelle eines *intertemporalen Leistungsbilanzausgleichs* (*Intertemporal Models of the Current Account*) die Oberhand gegenüber den vorhergehenden neo-keynesianischen Ansätzen. Danach sollen

¹¹ Das IS-LM-Konstrukt modelliert die Beziehung zwischen dem Volkseinkommen und dem Zinsniveau. Es geht im Kern um die Zins- und Einkommensabhängigkeit der Geldnachfrage, weshalb das Modell auch als „neoklassische Synthese“ zwischen dem Keynes’schen Prinzip der effektiven Nachfrage und Sraffas surplus-theoretischem Erklärungsprinzip von Einkommensverteilung und relativen Preisen bezeichnet wird.

¹² Um z.B. in der Folge einer geldmengenbedingten Abwertung, die mit dem gesunkenen Zinssatz verbundenen Aufwertungserwartungen (gemäß der *ungedeckten Zinsparität*) hinsichtlich eines neuen langfristig stabilen Niveaus zu erfüllen, muß die Abwertung kurzfristig über dieses neue Langfristniveau hinauschießen.

Konsumenten ihre Spar- und Konsumentscheidungen durch rationale Planung und abhängig von den Zinsentwicklungen intertemporal (einschließlich zukünftiger Generationen) optimieren. Sinn macht dieser Ansatz insofern, dass er auf die langfristigen Zusammenhänge und Konsequenzen von Defiziten hinweist. Die strengen Verhaltensannahmen insbesondere hinsichtlich der Zukunft (Rationalität statt Unsicherheit) und die Vernachlässigung der Einkommens- bzw. Nachfrageseite lassen die Modelle aber unrealistisch erscheinen und sind für politische Entscheidungen kaum operationalisierbar. Den Aspekt der Nachhaltigkeit internationaler Kapitalflüsse nahmen aber auch Ansätze eines *zahlungsbilanzlimitierten Wachstums* (*Balance of Payments-constrained Growth*) auf, die besagen, dass das Wachstum eines Landes vom Wachstum der Importe und ihrer Finanzierbarkeit durch Exporte abhängt. (Netto-)Kapitalimporte können diese Limitierung lockern, jedoch nur wenn sie stabil und nachhaltig (d.h. die Schuldenlast muss auch langfristig tragbar sein) sind. Für letzteres Kriterium wird z.B. angenommen, dass die Wachstumsrate über dem Zinssatz liegen muss, damit es nicht zu einer Überschuldung kommt.

Die bis hierhin vorgestellten Modelle gingen alle von der Annahme aus, dass Wechselkursentwicklungen und Kapitalflüsse auf der Basis ökonomischer Fundamentaldaten und als Folge politischer Entscheidungen bestimmbar sind. Hinsichtlich der Prognose der tatsächlichen Wechselkursentwicklungen konnte allerdings keines dieser Modelle empirisch überzeugen. Die unbefriedigenden Ergebnisse führten zu der aktuellen Generation von Ansätzen, die sich weniger mit den *Fundamentals* auseinandersetzen, sondern mehr mit der Eigendynamik der Finanzmärkte selbst und den möglichen realwirtschaftlichen Konsequenzen. Wie bescheiden die theoretischen Prognoseansprüche inzwischen geworden sind, zeigt sich bereits darin, dass bei empirischen Tests zumeist ein *Random Walk-Modell* als Vergleichsmaßstab herangezogen wird, das schlicht den gegebenen Wechselkurs mit einer zufälligen Veränderung nach oben oder unten variiert. Von begrenzten Sample-Tests abgesehen ist es bisher kaum gelungen, mit elaborierteren Modellen bessere Vorhersagen zu generieren als sie diese Zufallsmodelle liefern. Viele Modelle konzentrieren sich deshalb auch mehr auf die Frage, weshalb Wechselkurse oder Kapitalströme in bestimmten Situationen unberechenbar sind, und weniger auf eine konkrete Prognose. Ein möglicher Erklärungsansatz ist die Existenz von Herdenverhalten und das Auftreten spekulativer Blasen, die entstehen können, wenn mehrere Anleger sich aufgrund gemeinsamer Annahmen in ähnlicher Weise verhalten bzw. mangels besserer Informationen dem Verhalten anderer folgen.¹³ Herdenverhalten wiederum kann auch zu einer selbstgenerierten Panik (*Self-fulfilling Panic*) ausarten, wenn Überreaktionen der Investoren die existierenden Probleme erst soweit steigern, dass sie letztlich selbst – ex post – die Begründung für ihr Verhalten generieren. Solche Phänomene können auch durch die zunehmende Diversifikation des Anlageverhaltens gefördert werden, wenn Investoren aufgrund steigender Beschaffungskosten weniger Primärinformationen sammeln und sich statt dessen auf Marktsignale verlassen.

Eine stärker auf intentionales Verhalten abstellende Erklärung begründet Schwankungen und Instabilitäten mit der (gestiegenen) Möglichkeit zu spekulativen Attacken auf fixe oder

¹³ Ein solches Verhalten liegt in der (neoklassischen) zirkulären bzw. tautologischen Vorstellung vom Markt begründet, wonach Marktbewegungen Ausdruck realer Präferenzen und Bedingungen sind, also Informationen über diese enthalten (im Gleichgewicht sind diese vollständig). Dadurch werden Marktbewegungen selbst zu einem hoch konzentrierten ‚Informationsersatz‘ für nicht unmittelbar verfügbare Informationen. Das heißt aber auch, dass Märkte genau die Anreize und Erwartungen generieren, deren Resultat sie sind oder zu sein scheinen und es dadurch zu so genannten *Self-fulfilling Expectations* kommt.

angebundene (*pegged*) Wechselkurse. Während Paul Krugman (1979) in einem ersten (*First Generation*) Modell noch das Vorliegen realwirtschaftlicher Inkonsistenzen voraussetzte und deshalb eine spekulative Attacke lediglich zu einer Beschleunigung und Zuspitzung notwendiger Korrekturen führe, schließen jüngere Ansätze die Möglichkeit einer ‚erfolgreichen‘ Attacke auch ohne das Vorliegen hinreichender Inkonsistenzen nicht aus. Die Wahrscheinlichkeit spekulativer Attacken hängt aber von verschiedenen Faktoren, wie z.B. dem Umfang der offiziellen Währungsreserven, der Verschuldungssituation oder der Höhe des Budgetdefizits ab.

Weniger ein eigenständiges Modell als eher eine weitere Begründung für die Ausbreitung finanzieller Instabilitäten oder Krisen stellt die Ansteckungsthese (*Contagion Effects*) dar. Ausgangspunkt ist die Beobachtung, dass sich Instabilitäten oder spekulative Attacken auch auf Länder ausdehnen, die zwar mehr oder weniger anfällig erscheinen, deren eigene Situation aber nicht hinreichend Anlass für eine Krise gibt. *Contagion*-Effekte können zum einen unmittelbare Folge einer Finanzkrise sein, wenn z.B. krisenbetroffene Investoren ihr Kapital zurückrufen (müssen), zum anderen können sie aber auch dann auftreten, wenn ein Land durch Ausstrahlungseffekte (z.B. ein Exporteinbruch nachdem ein anderes Land seine Währung abgewertet hat) einer Krise angeschlagen ist und dadurch die ‚Erfolgsaussichten‘ einer spekulativen Attacke höher eingeschätzt werden.

Insgesamt stellen die jüngeren Ansätze mehr auf die finanzielle Situation von Ländern (Schuldenstruktur, Finanzinstitutionen, *Asset*-Märkte etc.) ab, als auf realwirtschaftliche Daten. Die bislang konsequentesten Ansätze in dieser Richtung sind Modelle *finanzieller Instabilität* von Hyman Minsky und anderen Autoren, die im Anschluss an diesen Exkurs vorgestellt werden. Auch wenn die These einer Verselbständigung der Finanzmärkte sehr umstritten – und auch nach unserem methodologischem Grundverständnis zumindest fragwürdig – ist, so weist die Entwicklungsrichtung der theoretischen Modelle doch in einer gewissen Weise in diese Richtung. Eine Verselbständigung kann in der Form konstatiert werden, dass die Eigendynamik der Finanzmärkte von zunehmender Bedeutung ist. Der Preis ist eine zunehmende Krisenhaftigkeit, worin Spannungen zwischen Real- und Finanzwirtschaft zum Ausdruck kommen.

1.2 Strukturelle Handicaps und finanzielle Instabilität: Entwicklung und Finanzmärkte aus postkeynesianischer Sicht

Bereits John Maynard Keynes hat – wenn auch nicht als erster oder einziger¹⁴ – in seinen beiden bekanntesten Arbeiten, der „General Theory of Employment, Interest and Money“ (1936) und „A Treatise on Money“ (1930), die zentralen Annahmen der (auch) damals dominierenden Neoklassik aus einer makroökonomischen Perspektive kritisiert. Keynes bestritt die neoklassische Dichotomie von realer und monetärer Sphäre und rückte statt dessen die Vermögensfunktion des Geldes in den Mittelpunkt. Danach ergibt sich eine Hierarchie der Märkte, in der dem Vermögenmarkt eine steuernde Rolle zukommt, d.h. realwirtschaftliche Prozesse werden von monetären wesentlich beeinflusst (vgl. Herr 2001a). Ein solches Verständnis vom Geld wird auch nachvollziehbar, wenn statt logischer reale bzw. historische Zeit und damit auch Unsicherheit – die nicht mit Risiko gleichzusetzen ist – angenommen werden. Geld vermittelt dann nicht nur zwischen Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft, sondern konkurriert beispielsweise auch mit

¹⁴ Zu nennen wären beispielsweise Michael Kalecki, Knut Wicksell, Gunnar Myrdal, Erik Lindahl oder Richard Kahn.

möglichen (unsicheren) zukünftigen Erträgen aus Investitionen und setzt über den Zinssatz Erwartungsmaßstäbe bzw. Verwertungszwänge. Den erwartungsabhängigen Investitionen kommt somit eine Schlüsselfunktion in der keynesianischen Theorie zu. Das dadurch entstehende Einkommen bestimmt die Nachfrage (und schafft nach dem Multiplikator-/Akzeleratortheorem wiederum Einkommen und Investitionen). Im Gegensatz zum Say'schen Theorem sorgt nun nicht mehr der Zinssatz für eine Anpassung von Investitionen auf der einen und Nachfrage-/Sparvolumen auf der anderen Seite. Statt dessen rückt das Verhältnis von Investitionen, Einkommen und aggregierter Nachfrage in den Mittelpunkt. Der Zinssatz ist dagegen vom Vermögensmarkt bestimmt (ebd.).

Mit der Einführung von Unsicherheit und realer Zeit ist aber nicht mehr gewährleistet, dass es zu einem (eindeutigen) ökonomischen Gleichgewicht kommt, in dem die Märkte geräumt (z.B. Vollbeschäftigung) sind. Folgerichtig hat Keynes auch gesellschaftlichen Institutionen (z.B. Tarifverträge) und dem Staat eine aktive steuernde Funktion zugeschrieben, die er nicht – wie in der Neoklassik – als Störfaktor ansonsten reibungslos funktionierender Märkte betrachtete, sondern als eine Möglichkeit, wenn nicht sogar Notwendigkeit, um durch geeignete Maßnahmen, die Unsicherheit zu reduzieren, Investitionen und Wachstum zu stimulieren, und um letztlich Vollbeschäftigung zu erreichen. Dadurch unterscheidet sich der Keynes'sche Ansatz auch vom abstrakt-mathematischen Formalismus neoklassischer Ansätze und hebt statt dessen die Bedeutung real-existierender Institutionen und gesellschaftlich ermittelter Zielsetzungen hervor.¹⁵ Beispielsweise lassen sich für das Streben nach mehr Verteilungsgerechtigkeit nicht nur ökonomische Gründe (Konsumneigung) finden, der Ansatz ist darüber hinaus auch offen für normative Begründungen (vgl. Tabb 1999; De Angelis 2000).

Keynes betonte aber nicht nur die Rolle des Geldes und damit des Finanzsystems, sondern verwies zugleich auch schon auf die Möglichkeit einer krisenverursachenden Eigendynamik. Erstaunlich aktuell, aber lange bevor Susan Strange den Begriff „Casino Capitalism“ (1986) populär machte, warnte Keynes im Jahr 1936 bereits:

„If I may be allowed to appropriate the term *speculation* for the activity of forecasting the psychology of the market, and the term *enterprise* for the activity of forecasting the prospective yield of assets over their whole life, it is by no means always the case that speculation predominates over enterprise. As the organisation of investment markets improves, the risk of the predominance of speculation does, however, increase. ... Speculations may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation. When the capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done.“ (Keynes 1973:158f.).¹⁶

Zwar lag der Schwerpunkt der Keynes'schen (und zunächst auch der postkeynesianischer) Arbeiten auf der Analyse binnenwirtschaftlicher („closed economy“) Zusammenhänge, jedoch

¹⁵ Keynes hat hier keineswegs aus einer Not eine Tugend gemacht, da er selbst von der Mathematik zur Ökonomie gekommen war. Allerdings betrachtete er die Ökonomie nach eigenem Bekunden weniger als eine Naturwissenschaft denn als eine „moral science“ (Tabb 1999:152).

¹⁶ Entscheidend an dieser Einschätzung von Keynes ist auch die Tatsache, dass diese Gefährdungspotentiale *nicht*, wie in den gegenwärtigen „Mainstream“-Diagnosen, in einem unzulänglich entwickelten Finanzsystem oder einem „crony capitalism“ verortet werden, sondern gerade in der *ureigenen* Logik des Finanzsystems bzw. der Finanzmärkte. An anderer Stelle vergleicht Keynes (1973: 156) diese Logik oder Rationalität mit einem Zeitungswettbewerb, in dem der/die Leser/in jedoch nicht das Gesicht (bzw. Foto) auswählen soll, das ihm/ihr am besten gefällt, und auch nicht das, von dem er/sie glaubt, dass es der Mehrheit am besten gefalle, sondern jenes, von dem sie/er *glaubt*, dass die *Mehrheit glaubt*, es gefalle der *Mehrheit* am besten. Dieses Beispiel ließe sich noch auf höhere Grade der Reflexivität weiterspinnen, theoretisch bis zu einem Ergebnis, in dem schließlich ein Foto ausgewählt wird, welches tatsächlich *niemandem* am besten gefällt. Es verdeutlicht so anschaulich bestimmte (wenn auch nicht alle) Aspekte der Rationalität von Finanzmärkten (vgl. für eine populäre Darstellung: Soros 2001: 81ff).

sind viele Aspekte von gleicher Relevanz für die internationale Wirtschaft und Keynes hat – u.a. als Teilnehmer der *Bretton Woods*-Verhandlungen – auch in diesem Bereich wissenschaftlich und politisch eigenwillige Positionen vertreten. Ursprünglich zum überzeugten Freihändler ausgebildet, hat Keynes später nicht nur eine kritische Position gegenüber der vorherrschenden *laissez-faire*-Überzeugung eingenommen, sondern sah auch im Freihandel genauso wenig einen Automatismus hin zu einer ausgeglichenen Handelsbilanz wie allgemein in freien Märkten eine Garantie für Wachstum und Vollbeschäftigung. Vielmehr sah er die Gefahr kontraktiver und deflationärer Prozesse infolge einer (heute als neomerkantilistisch bezeichneten) Politik, die versucht Wachstum und Beschäftigung durch eine restriktiv auf die Nachfrage wirkende Erhöhung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit und Exportpenetration anderer Länder zu erzielen. Statt dessen empfahl Keynes, dass *alle* Länder sich um ein binnenwirtschaftlich gefördertes Wachstum mit dem Ziel der Vollbeschäftigung bemühen sollten (Keynes 1973: 349 u. 382).

Anknüpfend an diese grundsätzlichen Vorstellungen von Keynes (aber auch an die Arbeiten von Michael Kalecki) entwickelten postkeynesianische Ansätze¹⁷ einzelne Aspekte weiter bzw. fügten auch neue hinzu, die methodologischen und erkenntnistheoretischen Unterschiede gegenüber der Neoklassik sind aber eher größer geworden. Mehr noch als Keynes betonen postkeynesianische Ökonomen die zentralen Aspekte, v.a. die Bedeutung historischer Zeit und komplexer, dynamischer Institutionen für eine offene ökonomische Theorie, die Konsequenzen beständiger Unsicherheit bzw. Ungewißheit und die zentrale Stellung des Geldes und des Vermögensmarktes in einer Geldökonomie (vgl. Deprez/Harvey 1999; Holt/Pressman 2001; Dow 2001; Rosser 2001).

Zwar bleibt das Wirtschaftswachstum die primäre Zielgröße der ökonomischen Entwicklung, es wird im Gegensatz zur Neoklassik jedoch nicht mehr mechanistisch von der Angebotsseite her konzeptionalisiert.¹⁸ Es sind weder die Bewegung hin zu einem *steady-state* noch die Konvergenz von unterschiedlich entwickelten Regionen und Ländern, also Aufholprozesse (*catch-up*) gewährleistet. Im Gegenteil, Entwicklung ist bis zu einem gewissen Grad pfadabhängig und ein nachhaltiges Wachstum, bedarf nicht nur stabiler Institutionen, welche die Unsicherheit verringern, sondern auch einer aktiven Rolle des Staates und der Zentralbank (Fiskal-, Finanz- und Geldpolitik) und einer wachstumsförderlichen Einkommensverteilung (Setterfield 2001; King 2001). Aus dem Verständnis einer Geldökonomie oder monetären Produktionsökonomie (im Gegensatz zur neoklassischen Tauschökonomie) ergeben sich darüber hinaus noch weitere wichtige Unterschiede: Von (einigen) Postkeynesianern wird die Geldmenge als *endogen* betrachtet, d.h. die Banken haben über die Kreditschöpfung Einfluß auf die Geldmenge und zwar in einer Weise, die (anders als in der Quantitätstheorie) je nach Verwendung unterschiedliche

¹⁷ Sofern keine spezifischeren Bezeichnungen gewählt werden, wird die Bezeichnung „postkeynesianisch“ der Einfachheit halber hier als Oberbegriff auch für geld- und finanzkeynesianische Ansätze verwendet. Damit sollen nicht die bestehenden Unterschiede zwischen verschiedenen Ansätzen eingeengt werden, sondern das Gemeinsame, nämlich die Abgrenzung gegenüber der neoklassischen Methodologie und den (pseudo-) keynesianischen Versatzstücken der neoklassischen Theorie – Neoklassische Synthese, Neo- und Neukeynesianismus („Bastard Keynesianism“ in den Worten von Joan Robinson) hervorgehoben werden.

¹⁸ Grundlegend für die (post)keynesianische Wachstumstheorie waren – neben Keynes – v.a. die Arbeiten von Roy Harrod, Evsey Domar, Joan Robinson, Nicholas Kaldor. Während die Mehrzahl der Wachstumsmodelle sich auf den Fall einer geschlossenen Ökonomie konzentriert, rücken McCombie/Thirlwall (1999) unter Bezug auf Arbeiten von Harrod und Kaldor das Kriterium einer ausgeglichenen Zahlungsbilanz als begrenzende Variable in den Mittelpunkt.

realwirtschaftliche Effekte hat. Fließen diese Kredite in produktive Investitionen mit einer ausreichend hohen Rendite, können sich expansive, einkommens- und beschäftigungsschaffende Wirkungen entfalten. Fließen die Kredite dagegen in Konsumausgaben oder spekulative Anlagen, ist nicht auszuschließen, dass es in der Folge zu finanziellen Instabilitäten bis hin zu einer Finanzkrise kommt (Chick 2001).

Zum zweiten impliziert die Konzeption der Geldökonomie auch, dass die (Investitions-) Nachfrage über Geldvorschüsse gesteuert wird, für deren Erhalt im Gegenzug ein Preis bzw. Zins zu entrichten ist. In der Keynes'schen Theorie beschreibt der Zins gerade die *Liquiditätsprämie* für den Verzicht auf Liquidität. Deren Höhe richtet sich nach den (erwarteten) subjektiven Vorteilen der Geldhaltung und der erwarteten (Un-) Sicherheit des Kredits bzw. der Kreditverwendung. Da somit die Rendite/Verzinsung realwirtschaftlicher Investitionen die Ansprüche in Form der auf dem Vermögensmarkt gebildeten Liquiditätsprämie erfüllen muss, ist ein güter- und arbeitsmarkträumendes Gleichgewicht eher unwahrscheinlich und darüber hinaus können deflationäre Prozesse krisengenerierend oder -verschärfend wirken. Eine anhaltende *Deflation* als ‚Flucht ins Geld‘ wirkt quasi asymmetrisch, indem die Liquiditätsprämie steigt, die Renditeerwartung infolge reduzierter bzw. aufgeschobener Güternachfrage jedoch sinkt (vgl. Herr 2001 und 2001a).¹⁹

Werden die Kerngedanken postkeynesianischer Ansätze zur Analyse der internationalen Ökonomie herangezogen, so zeigen sich auch auf dieser Ebene Problem- und Spannungsfelder, deren Beschreibung und Bearbeitung fundamental von neoklassischen Sichtweisen abweicht. Aus der Grundannahme vorherrschender und tendenziell destabilisierend wirkender Unsicherheit folgt zum einen die implizite Negation der Annahme eines quasi automatischen Ausgleichs auf und zwischen den Märkten, und zum zweiten ergeben sich Spannungen zwischen internationaler Ökonomie und binnenwirtschaftlicher Entwicklung. In den überwiegend jüngeren postkeynesianischen Analysen der internationalen Wirtschaft dominieren drei Problemkomplexe:

1. Das Spannungsfeld zwischen nationaler und internationaler makroökonomischer Regulation hinsichtlich der Ziele Wachstum und Vollbeschäftigung.
2. Die Rolle von Währungsregimen und Währungskonkurrenz gemäß den Funktionen des Geldes bzw. einer Geldökonomie.
3. Die mögliche Krisenhaftigkeit der internationalen Wirtschaft infolge der Eigendynamik der Finanzmärkte.

Der *erste* Problemkomplex resultiert aus der Notwendigkeit stabilisierender Institutionen und einer aktiven wachstumsorientierten staatlichen Politik. Werden statt Angebotsfaktoren die aggregierte Nachfrage als entscheidende Größe für das Wachstum angesehen, die Annahme existierender Vollbeschäftigung aufgegeben und zwischen dem Modell einer kleinen Ökonomie und der Weltwirtschaft differenziert, dann ist der Zusammenhang zwischen freiem Handel und Kapitalverkehr auf der einen Seite und Wachstum und Beschäftigung auf der anderen erheblich problematischer als in der (neo)klassischen Theorie. Zwar können einzelne Länder über eine Erhöhung der eigenen internationalen Wettbewerbsfähigkeit – beispielsweise durch niedrige

¹⁹ In der Tat halten viele Postkeynesianer eine kontraktiv bzw. depressiv wirkende Deflation für problematischer als eine Inflation, die – solange in Grenzen – tendenziell eher wachstumsstimulierend wirkt (vgl. Wray 2001). Eine Deflation beeinträchtigt mindestens genauso wie die Inflation ab einer bestimmten Höhe die Geldfunktionen, indem sie zu einer Erhöhung der Realzinsen und ggf. zur Zahlungsunfähigkeit von Schuldnern führt. Dagegen halten Neoklassiker den positiven Vermögenseffekt einer Deflation für überwiegend, übersehen dabei aber die Kreditförmigkeit des Geldes (Herr 2001:164f.).

Lohnkosten oder Abwertung ihrer Währung – in gewissem Umfang beschäftigungsfördernde Effekte erzielen, jedoch wird dadurch Unterbeschäftigung (lediglich) verlagert in andere Länder, oder diese werden animiert eine ähnliche Politik zu betreiben. Andererseits kommt es aufgrund von Nachfragebedingungen, Wettbewerbs- und Handelsstrukturen, gleichförmiger statt gegenläufiger Entwicklung der relativen Preise sowie eigendynamischen Kapitalbewegungen nicht zu einem automatischen Ausgleich der Handels- und Zahlungsbilanzen.

In der Konsequenz ist dann eine Situation weltwirtschaftlicher Deflation und Stagnation nicht auszuschließen, in der es wenigen Ländern gelingt, Vorteile auf Kosten anderer zu erlangen, während für letztere wachsende Handels- und Zahlungsbilanzdefizite und möglicherweise verschlechterte *Terms of Trade* zunehmend das Wachstum limitieren (vgl. Palley 1999). Um das für die Aufrechterhaltung des Lebensstandards notwendige Einkommen zu erzielen, d.h. Devisen für Importe, versuchen Defizitländer dann Kapital über ein höheres Zinsniveau und eine restriktive Geld- und Ausgabenpolitik (Erhöhung der Währungsprämie; siehe unten) zu attrahieren. Das Resultat ist schließlich eine Anpassung der Defizitländer nicht über die Veränderung der relativen Preise, sondern über eine Reduktion des Wachstums mit der Konsequenz, dass sich die existierenden weltwirtschaftlichen Probleme und Ungleichgewichte weiter verschärfen. Aus postkeynesianischer Sicht besteht demnach ein Spannungsverhältnis zwischen notwendiger internationaler makroökonomischer Koordination bzw. Regulation und der nationalstaatlichen Entscheidungsfreiheit, um das Wachstumsziel und Vollbeschäftigung zu erreichen (vgl. McCombie/Thirlwall 1999; Deprez/Harvey 1999; Blecker 1999).

Die *zweite* Frage, die Rolle von Währungsregimen, wird insbesondere von *geldkeynesianischer* Seite problematisiert. Genauso wie im nationalen Raum hat (intaktes) Geld auch im internationalen Raum – als Währung – nicht nur die Funktion eines Zahlungsmittels, sondern dient auch als Wertstandard und der Wertaufbewahrung. Werden die unrealistischen Annahmen der Neoklassik fallengelassen, so impliziert die Existenz mehrerer (konvertibler) Währungen zwangsläufig eine *Währungskonkurrenz*, die auch im Wechselkurs zum Ausdruck kommt und schon allein aufgrund unvollkommener Informationen und der Ungewissheit über zukünftige Entwicklungen nicht auf – wie auch immer definierte – ‚fundamentals‘ zurückgeführt werden kann. Äquivalent zur Liquiditätsprämie haben Währungen eine *Währungsprämie*, welche ihre unterstellte bzw. erwartete Vermögenssicherungsqualität im Vergleich zu anderen Währungen beschreibt. Damit einher geht schließlich eine *Hierarchie* der Währungen in ihrer Funktion als Wertstandard in den internationalen Wirtschaftsbeziehungen (Handel, Kredite etc.). In der Währungshierarchie und den Währungsprämien äußert sich das Vertrauen, dass die Wirtschaftsakteure einer Währung entgegenbringen, die Bereitschaft in diese Währung ‚zu gehen‘ und letztlich auch die Akzeptanz der Währung als Zahlungsmittel.²⁰ Da dies nicht folgenlos bleibt für die tatsächlichen Währungsbewegungen, die Zinssätze bzw. Renditeerwartungen entsprechend denominierter Kredite und Anlagen (spreads) sowie die Bewertung der Währung, betrachten Geldkeynesianer

²⁰ Hier wird die Wirkungsweise der Liquiditätsprämie leicht nachvollziehbar: Eine Währung, die im Verhältnis zu anderen Währungen, genauso wie Geld im Verhältnis zu anderen Gütern/Anlagen (Inflation), unter Abwertungsverdacht steht, hat in der Regel eine geringere Währungs- bzw. Liquiditätsprämie, da befürchtet wird, dass der zukünftig erhältliche Gegenwert geringer als der gegenwärtige ist – möglicherweise sogar null, wenn niemand mehr bereit ist, das Geld anzunehmen (Konvertibilität) und die Geldfunktion damit zerstört ist. Die Motivation, diese Währung zu halten, ist folglich gering oder es kommt zu einer Währungsfucht. Umgekehrt ist die Motivation, eine Währung zu halten, bei Aufwertungsverdacht, deflationären Prozessen, sicher eingeschätzter Konvertibilität hoch.

den Wechselkurs als vermögensmarkt- und nicht gütermarktbestimmt, womit im Übrigen auch die Kaufkraftparitätentheorie hinfällig wird (vgl. Herr 2001).

Dass Wechselkurse – genauso wie Preise oder Nominallohne – von Bedeutung sind, ist keine originelle Feststellung und wird auch nicht von der neoklassischen Theorie bestritten (schließlich sind Preise dafür entscheidend, dass es zum Ausgleich von Angebot und Nachfrage kommt). Wechselkurse haben beispielsweise Einfluss auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit, Export- und Importpreise und Höhe von in ausländischer Währung denominierten Zahlungsverpflichtungen (Schuldendienst). Von Bedeutung sind vielmehr die Faktoren, welche den Wechselkurs bestimmen oder beeinflussen und die Konsequenzen, die sich daraus für die realwirtschaftliche Entwicklung ergeben. Werden Wechselkurse als Vermögensmarktpreise angesehen, dann sind es eben nicht – oder nur zu einem gewissen Grad – die realwirtschaftlichen Daten (Produktivität, Handelsentwicklung, Einkommen, Wachstum etc.), die den Wechselkurs bestimmen, sondern der Wirkungszusammenhang ist – nach der Hierarchie der Märkte – eher umgekehrt und es sind die für den Vermögensmarkt relevanten Variablen, die Auswirkungen auf den Güter- oder Arbeitsmarkt haben. Diese können durchaus realwirtschaftliche Bedingungen und Entwicklungen abbilden. Da sie aber erwartungsabhängig, von Unsicherheit und unvollständiger Information geprägt oder auch schlicht spekulativ sind, müssen sie dies jedoch nicht zwingend und schon gar nicht vollständig, korrekt und unverzerrt. Darüber hinaus impliziert ein Wechselkurs per se genauso wie die Konkurrenz zwischen Währungen zwangsläufig auch, dass mindestens zwei Wirtschaftsräume miteinander in Beziehung gesetzt werden, so dass auch Entwicklungen anderer Währungen bzw. in anderen Währungsräumen (z.B. krisenbedingte Abwertung oder Zinserhöhungen, Diversifikationsstrategien von Investoren, bis hin zu Naturereignissen) Einfluß auf den Wechselkurs haben.

Ist somit eine Ausgleichsbewegung makroökonomischer ‚Ungleichgewichte‘ (z.B. Handelsbilanz) durch den Wechselkurs nicht zu erwarten, stellt sich zunächst die Frage, ob ein *flexibler* Wechselkurs tatsächlich die entlastende und stabilisierende Funktion hat, wie von den (neoklassischen) Befürwortern behauptet, und wenn nicht, welches ein Wechselkursregime ist dann makroökonomisch sinnvoll? Während die erste Frage von Postkeynesianern mehrheitlich verneint wird, besteht bei der zweiten Frage Uneinigkeit. Grundsätzlich betonen Postkeynesianer die Stabilität nominaler Größen (Preise, Löhne, Wechselkurse) als Voraussetzung einer stabilen wirtschaftlichen Entwicklung, während flexible Wechselkurse tendenziell die Erwartungsunsicherheit erhöhen. Ein System fester Wechselkurse ist – bei freiem Kapitalverkehr – allerdings mit hohen Ansprüchen an eine stabilitätsorientierte Geld- und Wirtschaftspolitik verbunden. Diese muss nicht nur konsequent, sondern auch erwartungsstabil sein. Wachsen hinter der ‚Fassade‘ fester Wechselkurse wirtschaftliche oder auch politische Spannungen stark an, kann es schließlich zu spekulativen Attacken und eruptionsartigen Krisen kommen, die in ihrer Schärfe und Tiefe weit über die aufgestauten ‚Anpassungsdefizite‘ hinausgehen. Zwischenlösungen, wie z.B. die Einrichtung von Zielzonen, stehen dagegen vor dem Problem, dass die Anreizstrukturen und davon ausgehenden Signale hinsichtlich der tatsächlichen Stabilität, der Konsequenz bei ihrer Verteidigung und dem Zeitpunkt und Umfang einer Anpassung nicht eindeutig sind. Wie bei fast allen Zwischen- oder Kompromisslösungen existieren hier nicht nur verschiedene Vorschläge, sondern auch unterschiedliche Meinungen darüber, ob nun die Stärken verschiedener Systeme oder eben gerade deren Schwächen vereint werden (vgl. Harvey 1999;

Smithin 2001; Blecker 1999; Herr 2001). Wir werden im nächsten Kapitel noch auf die entwicklungstheoretische Bedeutung dieses Problems zurückkommen.

Schließlich – um zum *dritten* der oben aufgezählten Punkte zu kommen – ignoriert das gegenwärtig vorherrschende Entwicklungsparadigma nicht nur die internationale makroökonomische Verantwortung der Industrieländer,²¹ sondern verkehrt auch die Wechselwirkungen zwischen realwirtschaftlicher Entwicklung und der Dynamik der Finanz- bzw. Vermögensmärkte. In diesem Zusammenhang sind es vor allem *finanzkeynesianische* Ansätze im Anschluss an Hyman Minsky, welche den dominanten, eigendynamischen und instabilen Charakter der Finanzsphäre hervorheben. Kernelement der These *finanzieller Instabilität* ist die Annahme einer nicht nur nachfrage- sondern insbesondere auch angebotsgetriebenen Ausweitung der (endogenen) Geldmenge durch die Geschäftsbanken in der Phase eines wirtschaftlichen Aufschwungs. Aufgrund der optimistischen Gewinnerwartungen im Aufschwung steigt nicht nur die Investitionsbereitschaft der Unternehmen bei und infolge abnehmender Liquiditätspräferenz, sondern auch die Bereitschaft der profitorientierten Banken zur Kreditvergabe. Eine abnehmende Liquiditätspräferenz impliziert in diesem Ansatz eine Veränderung der Portfoliostruktur eines Unternehmens dahingehend, dass es zu einem Abbau des Liquiditätspolsters (Aktiva) und/oder zu einem vermehrten Ausschöpfen kurzfristig mobilisierbarer Kredite (Passiva) kommt. Da die (kurzfristige) Kreditschöpfung ihrer (langfristigen) Finanzierung durch (unsichere) Profite und Ersparnisse vorausgeht, steigen damit auch der Verschuldungsgrad und der Anteil spekulativ oder *ponzi*-finanzierter Investitionen. Die durch die Zentralbank abgesicherten Geschäftsbanken wiederum verlassen sich auf ihre zukünftigen Refinanzierungsmöglichkeiten (Emunds 2001).

Mit der Ausdehnung der Geldmenge, insbesondere dem Wachstum des innerhalb des Finanzsystems zirkulierenden „idle money“, steigender Gewinnerwartungen und abnehmender Liquiditätspräferenz kommt es aber auch zu einem Ansteigen der Aktiva-Preise (*asset prices*), welches wiederum eine höhere Verschuldungsbereitschaft bewirkt. Durch den wachsenden Verschuldungsgrad, überhöhte Wertpapierkurse und eine Ausdehnung der Investitionen auch in weniger produktive Bereiche nimmt schließlich die Fragilität des Finanzsystems zu, so dass beispielsweise eine (durch die Geldmengenerhöhung provozierte) Zinserhöhung durch die Zentralbank, ein Kursverfall oder die Zahlungsunfähigkeit eines Schuldners zu einer Kettenreaktion bis hin zu kumulativen und massiven Kursstürzen, einer Flucht in sichere liquide Mittel (Geld) und einer wachsenden Anzahl von Insolvenzen führen kann (ebd.).

In einer offenen Wirtschaft mit liberalisierten Kapitalmärkten ist eine solche Entwicklung ungleich komplexer und erheblich prekärer. Zum einen verstärkt der anschwellende Zufluss von Kapital aus dem Ausland in Form von Krediten, Direkt- und Portfolioinvestitionen die boomförmige Entwicklung und gleichzeitig steigt die Auslandsverschuldung des Privatsektors massiv an. Zum zweiten induziert der Kapitalzufluss aber auch eine Aufwertungsbewegung der Währung. Der Wechselkurs bzw. die Währung ist dann nicht mehr nur eine weitere unsichere

²¹ Indem von Seiten der Entwicklungsländer zwar regelmäßig ein weiterer Abbau von Handelsbeschränkungen (v.a. im Agrarsektor) gefordert, das von den Industrieländern geprägte weltwirtschaftliche Wachstumsmuster aber kaum darüber hinaus problematisiert wird, wird dieses Entwicklungsparadigma aber auch von diesen nicht grundsätzlich hinterfragt. Dabei sind durchaus Zweifel angebracht, ob allein die Liberalisierung dieser Märkte ausreicht, um Entwicklungsländern den entsprechenden Wachstums- und Akkumulationsprozess zu ermöglichen, oder nicht vielmehr die existierenden Entwicklungsunterschiede durch eine dem entsprechende Spezialisierung fortschreiben würde.

exogene Variable, sondern wird selbst zum Anlage- und Spekulationsobjekt. Eine aufwertende Währung zieht nicht nur weiteres Kapital an, sondern kann auch die Exportchancen verschlechtern, so dass auf diesem Wege Unternehmen in die Zahlungsunfähigkeit geraten und die Krise anstoßen können. Weitere Auslöser können – wie auch immer motivierte – Erwartungsänderungen oder auch ein massiver spekulativer Angriff auf die Währung sein. In Abhängigkeit vom Ausmaß und der Fristigkeit des zugeflossenen Kapitals muss schließlich im Fall einer drohenden Finanzkrise mit erheblichen Kapitalabflüssen und einer hinzu kommenden Währungskrise gerechnet werden (vgl. Arestis 2001; Hufschmid 1999).

Insgesamt bieten postkeynesianische Ansätze in mehrfacher Hinsicht ein fundamental vom vorherrschenden neoklassischen Theoriegebäude abweichendes Verständnis des Zusammenhangs von Finanzmärkten und Entwicklung. Die von der Neoklassik unterstellte Allokationseffizienz und wohlfahrtsoptimale Funktion deregulierter internationaler Finanzmärkte wird am offensichtlichsten von der These finanzieller Instabilität in Frage gestellt. Finanzmärkte folgen danach keineswegs realwirtschaftlichen Fundamentaldaten, sondern zeichnen sich durch eigendynamische Prozesse, Volatilität und Krisenhaftigkeit aus und haben ihrerseits erheblichen Einfluss auf die realwirtschaftliche Entwicklung. Aber nicht nur die tatsächliche Überlegenheit unregulierter Märkte wird von Postkeynesianern bezweifelt, auch aus wirtschafts- und gesellschaftspolitischer Perspektive sind die Unterschiede evident, da explizit die (international und gesellschaftlich) überlegenen Akteure in die Verantwortung genommen werden, statt die Anpassungsleistungen ausschließlich den vergleichsweise schwachen Akteuren abzuverlangen.

Die Differenzen sind darüber hinaus jedoch schon auf einer grundsätzlicheren Ebene angesiedelt. Postkeynesianische Ansätze zeichnen sich mit der Betonung von Unsicherheit, der gesellschaftlichen „Einbettung“ der Ökonomie und der Auflösung der Dichotomie von Real- und Geldsphäre nicht nur durch ein grundlegend anderes Verständnis der Ökonomie, sondern auch durch ein abweichendes wissenschafts- und erkenntnistheoretisches Verständnis aus. Reale Ökonomien lassen sich nicht auf geschlossene, abstrakte Modelle reduzieren, in denen jegliche Form historischer und gesellschaftlicher Kontingenz eliminiert worden ist.

Allerdings verbleiben auch postkeynesianische Ansätze analytisch überwiegend im ökonomietheoretischen Bereich und setzen sich mit den – methodologisch anerkannten – institutionellen und strukturellen Momenten nur am Rande auseinander, so dass aus sozial- bzw. gesellschaftswissenschaftlicher Perspektive Erklärungslücken bestehen bleiben. Die folgenden beiden Ansätze sollen deshalb hinsichtlich weitergehender oder auch alternativer methodologisch-theoretischer Zugänge geprüft werden.

1.3 Die „falschen“ Institutionen: Institutionenökonomische Krisenerklärungen

Angesichts der offenkundigen Unfähigkeit neoklassischer Ansätze, die jüngsten Finanzkrisen zu erklären, haben in den letzten Jahren verstärkt neo-institutionalistische Argumentationsfiguren Eingang in die Krisenerklärungen gefunden. Die neoklassische Theorie befasst sich auf der Basis des methodologischen Individualismus vorrangig mit Marktergebnissen, die als effizient angesehen werden, und ignoriert Institutionen nahezu vollständig. Reale ökonomische und gesellschaftliche Prozesse vollziehen sich aber in institutionellen Zusammenhängen und sind davon geprägt. Der

Großteil der ‚offiziellen‘ Diskussion über eine „Neue Finanzarchitektur“ (NIFA),²² in der es im wesentlichen um institutionelle und regulative Fragen des Finanzsektors geht, greift dementsprechend auch auf neo-institutionalistische Argumente zurück. So gehören beispielsweise Thesen wie die des „*moral hazard*“ heute fast schon zum Standardrepertoire der meisten Diagnosen (Eichengreen et al. 1999; Eatwell/Taylor 1999; Flassbeck 1999).

Der Neo-Institutionalismus stellt keine geschlossene Theorie dar, sondern umschreibt eher ein Set verschiedener Ansätze, hervorgegangen aus der Organisationstheorie (Simon, March, Olson), der ökonomischen Theorie (Williamson, Coase), Wirtschaftsgeschichte (North) oder der politischen Wissenschaft (Mancur Olson), und lässt sich ebenso wenig exakt eingrenzen, da seine Einflüsse beispielsweise auch in die Theorien der Internationalen Beziehungen, Spieltheorien bis hin zur Rechtswissenschaft reichen. Gegenüber anderen Richtungen wie dem soziologischen oder historischen Institutionalismus (siehe nächsten Abschnitt) kann der Neo-Institutionalismus am ehesten durch seine Nähe zur ökonomischen Theorie, das heißt vor allem zur neoklassischen Methodologie, abgegrenzt werden (Spruyt 2000; Campbell/Pedersen 2001).²³ Insbesondere die „Neue Institutionenökonomik“ (NIÖ), die eine zentrale Stellung einnimmt (und gelegentlich auch gleichgesetzt wird), soll im Folgenden interessieren. Ohne diesen Ansatz umfassend darzustellen, sollen einerseits die methodologischen Grundlagen und Grenzen gegenüber anderen institutionalistischen Ansätzen diskutiert und andererseits die in der NIFA-Debatte wichtigen Argumente umrissen werden.

Die NIÖ fundiert im wesentlichen weiterhin auf den Annahmen des methodologischen Individualismus und des rationalen, interessenbestimmten und nutzenorientierten Handelns. Im Unterschied zur Neoklassik ist die Rationalitätsannahme allerdings schwächer und es werden unvollkommene Informationen, strategisches Verhalten, die Existenz von Transaktionskosten und suboptimale Entscheidungsergebnisse berücksichtigt. Institutionen dienen einerseits den Interessen der Individuen bzw. werden sogar hierdurch begründet, andererseits setzen sie dem Handeln der Individuen allerdings auch Schranken (*constraints*). Insbesondere stellen Institutionen eine eigenständige und unabhängige Variable dar, sie verzerren nicht einfach nur Marktergebnisse, sondern sind gegebenenfalls auch Resultat imperfekter Märkte. Unter diesen Bedingungen können schließlich individuelles und kollektives Optimum auseinanderfallen (vgl. ebd.; Johnson 2001). In einem weitergehendem Verständnis (das allerdings aufgrund der theoretischen Dominanz zielgerichteter Interessenverfolgung bzw. instrumenteller Rationalität nicht immer oder konsequent durchgehalten wird) wird die Existenz von Institutionen mit dem Vorherrschen von Unsicherheit begründet. Zu den Institutionen zählen sowohl formal festgeschriebene Regeln, z.B. Gesetze, als auch ehrtische oder traditionale Regeln und Konventionen (Engerer/Schrooten 2001; North 1992).

In der institutionenökonomischen Vorstellung – und inzwischen im ökonomischen Mainstream weitgehend akzeptiert – sind Finanzmärkte in besonderem Maße durch die Existenz von Transaktionskosten sowie unvollständige, asymmetrisch verteilte und auch kostenpflichtige

²² Nach der Unterteilung von Armijo (2001) sind dies vor allem die Gruppe der „Transparency Advocates“, zum Teil auch Vertreter der „Laissez Faire Liberalizers“.

²³ Aus dieser Perspektive kann der Neo-Institutionalismus als (nicht sehr grundsätzliche) Kritik *und* additive Erweiterung der neoklassischen Ökonomie angesehen werden, woraus sich wohl auch seine gegenwärtige Popularität in der Diskussion des Finanzsystems, aber z.B. auch in der Entwicklungstheorie (vg. Leys 1996) ein Stück weit erklären lässt. Gleichwohl deutet die hier zitierte Einordnung verschiedener Ansätze methodologische Differenzen, wenn nicht sogar Inkonsistenzen an. So erscheinen, um nur ein Beispiel zu nennen, die Annahmen des *‘garbage can’*-Modells von March/Olson nur schwerlich mit denen der Neoklassik kompatibel.

Informationen gekennzeichnet. Die Existenz von Finanzinstitutionen bzw. Finanzintermediären wird demnach mit der Aufgabe einer Reduzierung von Transaktionskosten und Informationsdefiziten begründet (ebd.). Damit werden – neben der Mobilisierung, Fristentransformation, etc. – weitere Kriterien für die Effizienz des Finanzsystems formuliert. Allerdings sind gerade die (vermiedenen) Transaktionskosten und Informationsleistungen, die Institutionen erbringen, weder vollständig messbar noch vergleichbar, da sie in komplexe gesellschaftliche und soziale Verhältnisse eingebunden sind, die sich einer objektiven Quantifizierung entziehen (vgl. Johnson 2001).

Asymmetrische Informationsverteilung ist in der Regel auch mit einer asymmetrischen Risikoverteilung verbunden und wird allgemein als Grund für die Möglichkeit individueller Vorteilnahme (oder auch von Gruppen) bzw. von *rent-seeking*-Strategien auf Kosten der Vertragspartner oder anderer Marktteilnehmer gesehen.²⁴ Zum Teil lassen sich solche Risiken in die Preise, z.B. als Zinsabschlag bei Krediten, einrechnen – weshalb verschiedene Zinsniveaus auch nicht umstandslos vergleichbar sind – oder durch ein *Monitoring* vermindern, jedoch nicht völlig ausschalten. Zu den meistzitierten Phänomenen in diesem Zusammenhang gehören die Probleme eines „moral hazard“ und einer „adverse selection“ (vgl. Engerer/Schrooten 2001):

- Mit dem Phänomen des *moral hazard* ist eine Situation angesprochen, in der ein Akteur ein höheres Risiko eingeht oder sorgloser handelt, wenn er damit rechnet, den drohenden Verlust oder Schaden nicht selbst tragen zu müssen bzw. dagegen versichert ist. Dies müssen nicht nur typische Kreditnehmer sein, sondern sind häufig gerade Kreditgeber bzw. Finanzintermediäre, die damit rechnen, dass sie die Verluste z.B. über das Massengeschäft abwälzen können, oder, wenn sie groß genug sind („too big to fail“), von anderen bzw. öffentlichen Institutionen gestützt werden (*bail out*). In solchen Fällen erhöht eine gegebene oder mögliche Absicherung entgegen der Intention gerade das Systemrisiko.
- Das Problem einer *adverse selection* bezieht sich dagegen auf eine Fehlentscheidung bzw. Fehlallokation aufgrund unzureichender Informationen oder eines zu geringen Informationsgehalts des Auswahlkriteriums. Eine solche Fehlallokation ist z.B. gegeben, wenn Kapital aufgrund einer erwarteten überdurchschnittlichen Verzinsung in Anlagen oder Investitionen fließt, das damit verbundene Risiko jedoch (erheblich) höher als bekannt oder erwartet ist (wie z.B. im Fall des Long Term Capital Management Fonds (LTCM) im Jahr 1998).

Da die genannten Probleme als Resultat mangelnder Informationen angesehen werden, sind sie folglich auch größer, wenn das Finanzsystem wenig transparent ist und die Märkte stark fragmentiert oder segmentiert sind. Zur Erhöhung der Effizienz *und* Stabilität werden deshalb eine Erhöhung der Transparenz, die Reduzierung von Informationsasymmetrien und Anreize bzw. Sanktionen, die zu marktkonformem Verhalten anhalten, empfohlen. Ist das Wirtschafts- und Finanzsystem dagegen von einflussreichen, wenig durchsichtigen Akteursbeziehungen und Interessenverflechtungen durchdrungen oder durch informelle Strukturen geprägt, fehlt die notwendige Transparenz und die Anreize für das beschriebene Verhalten sind entsprechend hoch. Darüber hinaus können Fehlallokationen aus staatlichen Eingriffen oder Regulierungen („finanzielle Repression“), sowie der Überschneidung von institutionellen Steuerungs- und

²⁴ Ein solches Verhalten ist – von möglichen Rückkopplungseffekten abgesehen – durchaus rational, allerdings – und dies ist der Unterschied gegenüber der Vorstellung perfekter Märkte – folgt daraus eine kollektiv suboptimales Ergebnis.

Kontrollfunktionen und Akteursinteressen resultieren. Letzteres kann z.B. bei Aufsichtsbehörden oder Banken der Fall sein (vgl. Engerer/Schrooten 2001).

Aus der Perspektive der NIÖ sind Finanzmärkte zwar nicht perfekt, allerdings wird daraus *nicht* geschlossen, dass die identifizierten Instabilitätspotentiale grundsätzlich mit der Liberalisierung verbunden sind. Im Gegenteil, die Ursache von Instabilitäten und Krisen wird in einem nicht hinreichend entwickelten Finanzsystem verortet, dem es an Transparenz und den richtigen Anreizmechanismen mangelt und das durch den Einfluss organisierter Interessen ‚korrumpiert‘ ist. Die hieraus abgeleitete – populärwissenschaftliche – These des so genannten *crony capitalism* zielt insbesondere auf die Verflechtung von Staat und Wirtschaft bzw. Finanzsektor *innerhalb* der betroffenen Länder. Von der ursprünglichen neoklassischen Forderung einer Liberalisierung der Finanzmärkte unterscheidet sich diese Sichtweise nur insofern, dass die Liberalisierung nun schrittweise und ‚vorsichtig‘ vollzogen werden soll, wenn gleichzeitig oder vorher das Finanzsystem institutionell (sich) entwickelt (wird) (vgl. Armijo 2001).

Die Analyse der NIÖ und erst recht die Schlussfolgerungen sind aber theoretisch und methodologisch nicht unproblematisch. Begründungen rekurren häufig auf „ineffiziente Institutionen“ und „institutionelle Defizite“ und in einer Art „institutional accounting“ sollen Institutionen „möglichst vollständig erfasst, gemessen und bewertet werden“ (Engerer/Schrooten 2001: 7). Woran die Institutionen gemessen und bewertet werden sollen und was die institutionellen Defizite ausmacht, wird allerdings nicht richtig klar. Ein Teil der Schlussfolgerungen der NIÖ ergibt sich auch *nicht* unmittelbar aus der Institutionenanalyse, sondern wird nur vor dem Hintergrund neoklassischer Annahmen und der Vorstellung vollkommener Märkte als eine Art Referenzfolie verständlich. Diese ‚hidden methodology‘ bleibt aber erstens häufig unexpliziert und erscheint zweitens nicht vollständig kompatibel mit dem eigenen Anspruch. Auf der einen Seite werden in der Theorie Institutionen eingeführt, weil es den perfekten Markt unter den formulierten Gegebenheiten (Unsicherheit, Informationsdefizite etc.) nicht geben *kann*, auf der andern Seite dient eben dieser vollkommene Markt als Maßstab der Funktionalität und Effizienz von Institutionen, bzw. Institutionen sollen so wenig wie möglich die Allokationsfunktion des Marktes beeinträchtigen. Einmal sind die Institutionen die Lösung, das andere Mal das Problem. Damit werden die Institutionen letztlich aber an ihrer eigenen Negation gemessen. Oder aber es wird implizit angenommen, es gäbe *die eine* ideale institutionelle Struktur – genauso wie die Vorstellung eines einzigen ökonomischen Gleichgewichts – und die wirtschaftlich weniger entwickelten oder von Krisen betroffenen Länder haben dann eben nicht die *richtige* institutionelle Struktur (vgl. Amable 1999).

Uneingelöst bleibt auch der eigene Anspruch das Entstehen von Institutionen zu erklären. Sowohl die Begründung mit der Existenz von Unsicherheit, Transaktionskosten oder Informationsdefiziten, wie auch die Ableitung aus den Interessen der Akteure, bleiben letztlich funktionalistisch. Schließlich ist die a-priori-Setzung der Akteursinteressen, d.h. vor der Auseinandersetzung mit Institutionen ebenso problematisch wie die in einem ontologischen Sinne ähnliche Behandlung von kollektiven und individuellen Entscheidungen (vgl. Spruyt 2000: 140; vgl. zur Kritik auch Leys 1996).

Der NIÖ kommt sicher der Verdienst zu, die neoklassische Ökonomie um wichtige institutionelle Aspekte bereichert oder auch darauf aufmerksam gemacht zu haben. Darüber hinaus liefern die Argumentationsfiguren beispielsweise des „moral hazard“ und das Konzept der Transaktionskosten auch für die Analyse des Finanzsystems wichtige Einsichten hinsichtlich des

Verhaltens von Akteuren, der Wirkung institutioneller Anreize oder des Charakters von Interaktionsprozessen. Schließlich ist die Existenz solcher Phänomene kaum zu leugnen; und genauso sind Ansätze einer Verbesserung der Informationsstandards und des Monitorings im Finanzsektor zu begrüßen. Allerdings scheinen weder diese Reformempfehlungen hinreichend zu sein, noch ist es dem Ansatz bisher gelungen, die selbst gesteckten hohen Ansprüche einer Integration von ökonomischer Theorie, Institutionentheorie, Ideen und Ideologien zu erfüllen. Einiges deutet jedoch darauf hin, dass die Gründe hierfür zumindest teilweise im Festhalten an zahlreichen Annahmen und Vorstellungen der neoklassischen Theorie zu suchen sind.

1.4. Entwicklungskrisen sind kein ‚Kunstfehler‘: Polit-Ökonomische Perspektiven

Von den bisher vorgestellten Theorien ist der neoklassische Ansatz am wenigsten in der Lage, die Volatilität der Finanzmärkte und die vergangenen Krisen zu erklären (vgl. Heinrich 2000). Jenseits der idealen Modellwelt greift das theoretische Handwerkszeug der Neoklassik zu kurz.²⁵ Postkeynesianische Ansätze gehen von wesentlich realitätsnäheren Annahmen aus und akzeptieren die Grenzen theoretischer Formalisierbarkeit. Aus ökonomischer Perspektive stellen diese unseres Erachtens geeignete Ansätze für eine Auseinandersetzung mit Finanzmärkten und der wirtschaftlichen Entwicklung dar, die darüber hinaus aufgrund ihres Verständnisses von der Ökonomie als ein „offenes System“ (Herr 2001a) anschlussfähig für institutionelle und gesellschaftswissenschaftliche Erklärungsansätze sind. Auf der Suche nach solchen gesellschaftstheoretisch weiterführenden Ansätzen kann der Neo-Institutionalismus zwar plausible Interpretationen für einzelne Phänomene anbieten, jedoch scheint die Nähe zum methodologischen Individualismus nur ein instrumentalistisches Institutionenverständnis zuzulassen, das nach unserem Verständnis dem historisch-gesellschaftlichen Charakter von Institutionen und sozialen Verhältnissen nicht gerecht wird und beispielsweise gesellschaftliche Hegemonie- und Machtverhältnisse völlig ausblendet.

Im Folgenden soll deshalb die Perspektive gesellschaftswissenschaftlich in mehrere Richtungen geöffnet und erweitert werden.²⁶ Dabei kann und soll hier kein Synthetisierungsversuch unternommen, sondern statt dessen das theoretische und methodologische Terrain, auf dem wir uns selbst verorten, skizziert werden. Insbesondere drei – sich überschneidende – Perspektiven (neben der postkeynesianischen) erscheinen uns fruchtbar zu sein für die Auseinandersetzung mit internationalen Finanzmärkten: eine *institutionalistische* (aber nicht-rationalistische), eine (kritische) *polit-ökonomische* und eine *hegemonietheoretische* Perspektive. Grob umrissen bewegen wir uns damit im Feld einer kritischen „Global Political Economy“, das vor allem aus den Disziplinen der Ökonomie, der Politikwissenschaft und der Soziologie gespeist wird (vgl. Palan 2000). Da theoretisch orientierte Beiträge zur jüngeren Diskussion über die internationalen Finanzmärkte aus diesen Bereichen – und im Vergleich zu den vorher diskutierten Theorien – noch überaus

²⁵ Damit soll nicht gesagt werden, dass die neoklassische Theorie ansonsten unbrauchbar ist. Jedoch beschränkt sich das Instrumentarium weitgehend auf die statische Messung quantitativer Größen und empirischer Korrelationen. Die Erklärungsmöglichkeiten dynamischer Prozesse und Wirkungszusammenhänge sind dagegen deutlich limitiert.

²⁶ „Öffnen“ ist hier sowohl in theoretischer als auch in erkenntnistheoretischer Hinsicht zu verstehen: zum einen sollen verschiedene (sich allerdings nahe stehende) theoretische Felder fruchtbar gemacht werden und zum anderen vertreten wir die Ansicht, dass eine gesellschaftswissenschaftliche Sichtweise ein gewisses Maß an Holismus erforderlich macht.

spärlich anzutreffen sind, bleiben dahingehende Ausführungen hier auf grundsätzliche Überlegungen und Thesen für die Untersuchung beschränkt.

Eine *institutionalistische* Perspektive, die sich auf Ansätze der Politischen Ökonomie (z.B. Regulationstheorie) und der Soziologie²⁷ stützt, begreift Institutionen in ihrem gesellschaftlichen und historischen Zusammenhang als eine Form der Regulation und Koordination sozialer Verhältnisse. Eine isolierte Betrachtung einzelner Institutionen oder die Reduktion auf eine instrumentelle Rationalität kann nur einen begrenzten Ausschnitt ihres Charakters vermitteln, da Institutionen sich einerseits in einem dynamischen Kohärenz-, Komplementär- und Hierarchieverhältnis zueinander bzw. in einem institutionellen Arrangement befinden und andererseits nicht unabhängig vom impliziten und prozeduralen Wissen der (vergesellschafteten) Individuen sind. Existierende Institutionen sind demnach ein *relativ* stabiles Ergebnis eines (sozialen) Evolutionsprozesses und lassen sich nicht ohne weiteres (oder nur formal und ohne „Funktionsgarantie“) von einzelnen Akteuren schaffen oder verändern (vgl. Amable 1999; Kogut 1997; Hollingsworth/Boyer 1997).

Nach einem solchen Verständnis ist die rationalistische Perspektive, Institutionen oder das Finanzsystem ließen sich quasi beliebig nach einem mehr oder weniger idealen Modell gestalten, nicht nur überaus problematisch, sondern auch gefährlich. Von der normativen Problematik abgesehen, die besteht wenn einer Gesellschaft „von außen“ nahegelegt wird, sie habe nicht die „richtigen“ Institutionen, verkennt eine solche Sichtweise auch die gesellschaftliche „Einbettung“ von Institutionen. Weder sind die Bedeutung und Leistungen einzelner Institutionen hinreichend bekannt, noch die Konsequenzen einer selektiven Manipulation. Zwar sind institutionelle Veränderungen durchaus möglich und oft auch angebracht, eine anhaltende Strategie der Liberalisierung, die ihre Stabilitätsbemühungen aber vorrangig auf eine funktionale Anpassung einzelner Institutionen in ausgewählten Ländern beschränkt, muss aber mindestens als unsicher gelten. In entwicklungstheoretischer Sicht sind demnach, wegen des Vorherrschens von Pfadabhängigkeit und der Möglichkeit von ungeplanten (krisenhaften) Folgen institutioneller Veränderungen, institutionelle Konvergenz- und ökonomische Catch-up-Prozesse nicht zwangsläufig.

Die *polit-ökonomische* Perspektive versteht zunächst einmal die Ökonomie *nicht* als ein von anderen gesellschaftlichen Bereichen trennbares Sub- oder Teilsystem, sondern als die mehr oder weniger alle sozialen Verhältnisse durchdringende Produktions- und Reproduktionsform der Gesellschaft – je nach theoretischer Tradition und Selbstverständnis vorrangig institutionen-, klassen- oder werttheoretisch.²⁸ Nach dem (heuristischen) Schema der Regulationstheorie beispielsweise lässt sich eine bestimmte historische gesellschaftlich-ökonomische Formation oder Entwicklungsweise (z.B. der Fordismus) nur in der regulativen Verschränkung einer spezifischen Regulationsweise mit einem ebenso spezifischen Akkumulationsregime als makroökonomischem Entwicklungsmodell und den mikroökonomischen Produktionsformen erklären. Zu den zentralen sozialen oder gesellschaftlichen Verhältnissen werden u.a. das Geldverhältnis, das Lohnverhältnis oder auch die Form der Integration in die internationale Ökonomie gezählt (vgl. Hübner 1990). Der Geldbegriff der Regulationstheorie knüpft an das postkeynesianische

²⁷ Da viele Ansätze einer „economic sociology“ auch unter dem Oberbegriff Neo-Institutionalismus angesiedelt sind (vgl. Leander 2000), wird diese Bezeichnung hier nicht verwendet.

²⁸ Zur Marx'schen „monetären“ Werttheorie und ihrer Aussagekraft hinsichtlich der gegenwärtigen Entwicklung der Finanzmärkte vgl. Heinrich (2000 und 2001).

Konzept einer monetären Produktionsökonomie an, geht aber von einem noch umfassenderen Verständnis von Endogenität aus und betont den Charakter des Geldes als soziale Institution (Guttman 2002; Aglietta 2002).

Der ‚Markt‘ wird in einem solchen polit-ökonomischen Verständnis nicht – wie in der neoklassischen Theorie – als ein universelles Modell der Ökonomie begriffen, sondern als eine mögliche Form ökonomischer Interaktion, die gesellschaftlich eingebettet bzw. selbst schon Ausdruck sozialer Verhältnisse ist. Das heißt, dass die Funktion des Marktes nicht unabhängig von der institutionellen und gesellschaftlichen Regulation zu sehen ist, sondern diese voraussetzt und folglich auch nur unter spezifischen (normativen) Annahmen und (institutionellen) Voraussetzungen als effizient gelten kann (vgl. Hollingsworth/Boyer 1997; Brand/Görg 2000; Altvater 1992). Entsprechend argumentieren Ansätze der Politischen Ökonomie in der Regel auch nicht mit einem marktwirtschaftlichem Gleichgewichtsbegriff. Phasen makroökonomischer Stabilität sind dagegen Ausdruck einer relativen ökonomischen und gesellschaftlichen Kohärenz, aufgrund der als (dem Kapitalismus) inhärent angenommenen Krisentendenzen aber immer nur von begrenzter Dauer (Heinrich 2001).

Die *hegemonietheoretische* Perspektive schließlich knüpft an den Hegemoniebegriff von Antonio Gramsci an und fokussiert auf Formen und Strategien der Herrschaft, ihrer Erlangung und Ausübung durch eine gesellschaftliche Klasse. Hegemonie meint danach eine gefestigte Herrschaft, die darauf beruht, dass es nicht nur gelingt Verbündete zu finden, sondern auch Unterstützung der anderen (beherrschten) Klassen zu erhalten, indem zum einen deren Interessen berücksichtigt werden, und es zum anderen aber auch gelingt, die eigenen Interessen als die der anderen Klassen zu vermitteln. Der Hegemoniebegriff ist deshalb interessant und fruchtbar, da er nicht auf einer oberflächlichen oder formalen Gegenüberstellung ökonomisch definierter Klassen rekurriert oder Herrschaft auf den staatlichen Apparat reduziert, sondern in der sozio-ökonomischen Basis wie auch in der Zivilgesellschaft und schließlich im politisch-staatlichen Bereich verwurzelt ist. Der Hegemoniekonzept wurde später von der neo-gramscianischen Forschung zur Untersuchung der internationalen Beziehungen weiterentwickelt sowie für die Untersuchung der fordistischen Gesellschaftsformation und in jüngerer Zeit für die Analyse der Durchsetzung politischer Projekte (z.B. „neoliberale Hegemonie“) herangezogen (vgl. Scherrer 1999; Overbeck 2000). Einen ersten Versuch, den Hegemoniebegriff für eine Analyse der NIFA-Debatte fruchtbar zu machen, hat zuletzt Susanne Soederberg (2001) unternommen. Für den Zusammenhang von Finanzmärkten und Entwicklung ist es bedeutsam zu berücksichtigen, dass sowohl die Ausgestaltung der Regulationsformen und Institutionen nationaler und internationaler Finanzmärkte als auch die strategische Ausrichtung der Wirtschafts- und Entwicklungspolitik nicht in einem machtfreien Raum erfolgen. Nicht nur konkrete Politiken oder Reformen sondern auch schon die Deutungsmuster und Interpretationen über (mögliche) Wirkungszusammenhänge sind nicht unabhängig von Interessen und den Möglichkeiten ihrer Verallgemeinerung und Durchsetzung.

Diese drei hier nur grob skizzierten theoretischen Perspektiven sollen im Folgenden neben v.a. postkeynesianischen Erklärungsansätzen die Analyse der Finanzkrisen und die Diskussion der NIFA-Debatte nicht nur ökonomisch, sondern auch politologisch bzw. gesellschaftswissenschaftlich anleiten. Den empirischen Analysen vorangestellt ist im nächsten Kapitel zunächst eine historisch-analytische Interpretation der Veränderung der Weltmarktbedingungen nach dem Ende des Bretton-Woods-Systems. Auf der Grundlage einer

kritischen Anwendung des Konzepts der *impossible trinity* werden die Transformation einer Weltwährungs- und -finanzordnung dargestellt und in Bezug auf die jüngsten Währungs- und Finanzkrisen in Entwicklungs- und Schwellenländern einige forschungsleitende theoretische Hypothesen formuliert.

TEIL II: WÄHRUNGS- UND FINANZKRISEN IN SCHWELLEN-LÄNDERN: EIN VERGLEICH LATEINAMERIKANISCHER UND OSTASIATISCHER ENTWICKLUNGEN

Im vorangegangenen Kapitel wurde das unterschiedliche theoretische Vorverständnis über das Funktionieren des Finanzsystems und dessen Rolle hinsichtlich der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Entwicklung problematisiert. Dabei wurden speziell vier verschiedene theoretische Zugänge, neoklassische, post- bzw. geldkeynesianische, neo-institutionalistische und polit-ökonomische Ansätze, daraufhin hinterfragt, wie sie die Funktionsweise von Finanzmärkten, Finanzsystem und deren Bedeutung für die wirtschaftliche Entwicklung konzeptionalisieren. Im Fokus standen die Rolle der internationalen Finanzmärkte, die Formen weltwirtschaftlicher Integration von (Entwicklungs-)Ländern und die daraus abgeleiteten Implikationen für die Wirtschaftspolitik dieser Länder. Ergänzend zu dieser paradigmatischen Trennschärfe wird im folgenden Kapitel die historische Strukturveränderung der externen Finanzierungsbedingungen für Entwicklungs- und Schwellenländer aufgearbeitet; dies ist für das Verständnis der Komplexität der Finanzkrisen der neunziger Jahre unverzichtbar und bietet somit eine wichtige Grundlage für die anschließend folgenden Länderstudien. Der Aufbau dieses den Länderstudien vorangesetzten Kapitels stellt sich wie folgt dar: Im ersten Schritt werden die Transformation der internationalen Finanzordnung von den sechziger bis in die achtziger Jahre und die damit einhergehenden Strukturveränderungen der Finanzmärkte dargestellt, um die veränderten Rahmenbedingungen für Entwicklungsfinanzierung in den neunziger Jahren aufzuzeigen. Im Anschluss geht es darum, die spezifische Einbindung der Entwicklungs- und Schwellenländer in die veränderte Weltfinanzordnung deutlich zu machen, die im Kern asymmetrischer Natur ist. Schließlich werden im letzten Abschnitt die Grundproblematiken von Schwachwährungsländern anhand des Konzepts der *Impossible Trinity* aufgearbeitet und die finanz-, geld- und wirtschaftspolitischen Zwänge und Dilemmata eines solchen Landes diskutiert. Unsere **Hypothese** ist, dass bei den gegebenen Bedingungen auf den internationalen Finanzmärkten und einer über externe Finanzierung ablaufenden Industrialisierungsstrategie, die unweigerlich mit einem Aufbau von Fremdwährungsverbindlichkeiten einhergeht, eine Währungs- und Finanzkrise systematischer Bestandteil sozioökonomischer Entwicklungsprozesse ist. Die Länderstudien, angefangen mit Mexiko, Brasilien und Argentinien und abschließend die Asienkrise, sind Gegenstand der darauf folgenden Kapitel. An ihnen wollen wir überprüfen, ob eine Entwicklungsstrategie, die sich an den Prinzipien des *Washington Consensus* orientiert, unter den Bedingungen global integrierter Finanzmärkte zu nachhaltigen ökonomischen Erfolgen führen kann. Ihre Ergebnisse sind wiederum Grundlage für die Diskussion der Reformvorschläge für die Neuausrichtung der internationalen Finanzarchitektur.

2. Von Bretton Woods zu Global Finance: die Transformation der Weltfinanzordnung

Nachdem in Folge der krisenhaften Erfahrungen der zwanziger Jahre eine Desillusionierung bezüglich der Leistungsfähigkeit eines liberalen Finanzsystems eingesetzt hatte, prägte der politische Wille einer Disziplinierung der internationalen Kapitalbewegungen die Konstruktion

der Finanzordnung der Nachkriegszeit (Helleiner 1993:22ff). Zur Vermeidung aller für den Wiederaufbau einer liberalen Handelsordnung störenden Währungsturbulenzen wurde mit dem Gold-Dollarstandard ein festes Wechselkurssystem etabliert, in dem der Dollar als Leitwährung fungierte. Die Mitglieder des Bretton-Woods-Systems wurden darauf verpflichtet, ihren Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar durch Devisenmarktinterventionen zu stabilisieren. Der Internationale Währungsfonds (IWF) und die Internationale Bank für Wiederaufbau und Entwicklung (IBRD), die den Kern der späteren „Weltbankgruppe“ bildete, wurden als Garanten der neuen Weltfinanzordnung gegründet²⁹ (Eichengreen 2000:132ff; Helleiner 1993:26ff; Helleiner 1994:4f; Herr 1992:318f). Weiteres Kernstück der Finanzordnung von Bretton Woods war die Einsetzung von Kapitalverkehrskontrollen. Auf der Grundlage des Konzepts des *Embedded Liberalism* (Ruggie 1982) wurden sie als zwingende Notwendigkeit zur Aufrechterhaltung der geld- und fiskalpolitischen Autonomie des interventionistischen Wohlfahrtsstaates angesehen. Damit waren die nationalen Finanzsysteme weitgehend voneinander abgeschirmt und mit dem Ziel einer effektiven Risikokontrolle strikten Regulierungen unterworfen (Dicken 1998:404; Cerny 1993b:54ff).³⁰ Zusammengefasst bildeten die Regulierungen nach Innen und Außen ein protektionistisches Gefüge der voneinander abgeschirmten nationalen Finanzsysteme, das sich durch eine außerordentliche Stabilität auszeichnete (Hellwig 1998:141; Swary/Topf 1992:456ff).

Die Wende in der internationalen Finanzordnung kündigte sich bereits in den sechziger Jahren an. Im Zuge der internationalen Expansion der US-Industrie weiteten sich die internationalen Kreditbeziehungen über das Wachstum der Eurodollarmärkte³¹ entscheidend aus (Aglietta 1979; Junne 1976:41ff; Schubert 1985:35), während sich zugleich die Kreditaufnahme von Ausländern auf den US-amerikanischen Märkten verstärkte. Die explosive Mischung aus sinkenden Goldbeständen der USA und dem massiven Kapitalexport gefährdete dabei zusehends die externe Stabilität des US-Dollars. Die US-Regierung hielt jedoch an ihrer national orientierten expansiven Geld- und Fiskalpolitik fest (Herr 1992:311ff; Eichengreen 2000:174).³² In Folge der Entknappung des US-Dollars führte der wachsende Vertrauensverlust in die Haltbarkeit der Gold-Dollar-Parität zu einer Zunahme spekulativer Attacken gegen den US-Dollar (Grabbe 1992:12; Storck 1995:87). Der dadurch hervorgerufene Abwertungsdruck wurde noch durch die relative Abnahme der realökonomischen Stärke der USA verstärkt; da seit dem Ende der Devisenbewirtschaftung im Fixkurssystem von Bretton Woods ein geeigneter Anpassungsmechanismus fehlte, konnte sich unter dem ‚Schutzschild‘ der Wechselkurse während der sechziger Jahre ein *Catching-Up* insbesondere von Japan und West-Deutschland vollziehen

²⁹ Vgl. ausführlich zur Gründung des IWF und der Weltbankgruppe Tetzlaff (1996:41ff).

³⁰ Zu den nationalstaatlichen Spezifika der unterschiedlichen Strukturen und Regulierungen des Finanzsektors in der Nachkriegszeit siehe Swary/Topf 1992.

³¹ Einer gebräuchlichen Definition zufolge umfasst der Euromarkt „den Markt für Finanzgeschäfte aller Art in Währungen außerhalb ihres Ursprungslandes“ (Storck 1998:7). Da sich die Praxis des Handels mit Währungen jenseits des Ursprungsgebiets zuallererst mit US-Dollar Ende der fünfziger Jahre auf britischem Boden entwickelte, entstand der Euromarkt als Eurodollarmarkt (zur Entstehung und Weiterentwicklung der Eurodollarmärkte siehe Grabbe 1992:16f; Helleiner 1994:83ff; Storck 1995:8f u. 54ff).

³² Anstelle die für die Wiederherstellung des internationalen Vertrauens notwendigen politischen Anpassungen im Inneren vorzunehmen, versuchten die USA durch die Verstärkung von Kapitalverkehrskontrollen den Kapitalexport zu stoppen (vgl. Storck 1995:88; Kloten/von Stein 1991:1078f). Diese Versuche misslangen jedoch und führten sogar zum gegenteiligen Effekt, indem sie zu einer Ausweitung der Nachfrage nach internationalen Finanzierungen führten. Dadurch wurde ein großer Teil der vormals in den USA abgewickelten Geschäfte auf die Eurodollarmärkte verlagert (Helleiner 1994:88f).

(vgl. Brenner 1998; Hübner 1988; Busch 1981:120f). Zu Beginn der siebziger Jahre verstärkten sich dann mit den steigenden Zahlungsbilanzungleichgewichten zwischen den zentralen ökonomischen Mächten spekulative Kapitalbewegungen (vgl. Helleiner 1994:102ff). Als die amerikanische Handelsbilanz im Jahr 1971 das erste Mal negativ wurde, folgte eine Fluchtwelle aus dem US-Dollar. Daraufhin kündigten die USA die Goldeinlösepflicht auf, während die anderen Zentralbanken ihre Interventionen zur Aufrechterhaltung des Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar einstellten. Nach erneuten Versuchen der Revitalisierung zerbrach das Fixkurssystem von Bretton Woods schließlich endgültig im Jahr 1973 und wurde von einem System flexibler Wechselkurse abgelöst (Herr 1992:311ff; Scherrer 1999:194ff).

Die siebziger Jahre wurden jedoch nicht nur aufgrund des Zusammenbruchs des fixen Wechselkurssystems zu einem Wendepunkt in der internationalen Finanzordnung. Ein weiterer Meilenstein der wachsenden Internationalisierung war das politische Scheitern ihrer Unterbindung. Seit den sechziger Jahren, und dann verstärkt in den siebziger Jahren wurden sowohl in den einzelnen Nationalstaaten, als auch auf internationaler Ebene politische Versuche einer Verstärkung der Kontrolle der internationalen Kapitalbewegungen unternommen, die jedoch scheiterten. Bereits zum Ende des Fixkurssystems hin zeigte sich anhand der gewaltigen Währungsspekulationen die nachlassende Wirksamkeit der Kapitalverkehrskontrollen. Das Problem war jedoch nicht die fehlende Machbarkeit einer politischen Gegensteuerung. Vielmehr war, erstens, eine unilaterale Kontrolle der stärker werdenden Kapitalbewegungen nach der Wiederherstellung der Konvertibilität der europäischen Währungen im Jahr 1958 nur noch durch sehr restriktive Kontrollen möglich³³, zu deren Einsetzung jedoch der politische Wille fehlte. Zweitens scheiterten kooperative Kontrollen an Interessensdivergenzen zwischen den führenden Wirtschaftsmächten; die USA nahmen schließlich ab den siebziger Jahren eine strikte Blockadehaltung ein (vgl. Helleiner 1994:109ff). Allein vor diesem Hintergrund konnten die durch das zunehmende Misstrauen gegenüber dem Keynesianismus hervorgerufenen spekulativen Attacken gegen die Währungen der Industrieländer zu einem wachsenden Einflussfaktor staatlicher Entscheidungsprozesse werden. Die absolute Priorität, die im System von Bretton Woods die Bewahrung der politischen Autonomie einnahm, wurde in den einzelnen Nationalstaaten zugunsten einer auf die Interessen der Geldvermögensbesitzer ausgerichteten Politik aufgehoben (Guttmann 1994:164ff). Für das Wiedererstarken eines internationalen Finanzsystems war damit auch der ideologische Wandel von Konzepten eines *Embedded Liberalism* hin zu orthodoxen, neoliberal orientierten Ansätzen bedeutsam. Zunehmend wurde ein liberalisiertes Finanzsystem als wesentliches Kriterium einer effektiven Allokation von finanziellen Ressourcen gesehen. Die internationale Kapitalmobilität wurde als geeignetes Instrument begriffen, nationalstaatliche Akteure zur Verfolgung ‚marktdäquater‘ Politiken zu disziplinieren (Helleiner 1993:167ff).

Durch die wachsende internationale Integration von Handel und Produktion und die fortschreitende Internationalisierung der Finanzbeziehungen gerieten auch die regulatorischen

³³ Die Schwierigkeit bestand darin, dass eine Unterscheidung von Devisenkäufen und –verkäufen die mit Transaktionen in der Leistungs- oder Kapitalverkehrsbilanz zusammenhingen, kaum möglich war (Eichengreen 2000:184f). Mit der Wiederherstellung der Konvertibilität im Rahmen der Leistungsbilanz war dann eine wesentliche Voraussetzung für die Effektivität von Kapitalverkehrskontrollen nicht mehr gegeben, die auf umfassenden Devisenkontrollen für *alle* Transaktionen beruht - auch wenn es eine generelle Erlaubnis für alle Überweisungen im Rahmen des Handels gibt. Erschwerend kam hinzu, dass auch das Wachstum des internationalen Handels und das durch Konzentration und Zentralisation bedingte Größenzuwachs der TNK die Umgehung von Kapitalverkehrskontrollen erleichterte (Helleiner 1993:29).

Finanzsysteme der Expansionsphase des Wohlfahrtsstaates unter immer stärkeren Veränderungsdruck (Cerny 1993b). Als die USA zu Beginn der achtziger Jahre weitreichende Deregulierungsmaßnahmen durchführten, wurde durch die zunehmende Mobilität des Kapitals eine Dynamik kompetitiver Deregulierung um die Anziehung von Kapital vorangetrieben. Vor dem Hintergrund der Wachstumsdynamik der Euromärkte und den durch die steigenden Haushaltsdefizite bedingten erhöhten staatlichen Finanzierungsbedarf sahen sich die anderen Staaten unter Druck gesetzt, ihre regulatorischen Strukturen ebenfalls für ausländisches Kapital und ausländische Finanzinstitutionen zu öffnen. Im Verlauf der achtziger Jahre vollzog sich in den Industriestaaten eine umfassende Deregulierungs- und Liberalisierungswelle, die schließlich zum endgültigen Ende der Finanzordnung von Bretton Woods führte (Helleiner 1994:150ff u. 163ff; Swary/Topf 1992; Storck 1995:252; Cerny 1993:73f). Die Veränderungen der letzten Jahrzehnte haben schließlich zu der Herausbildung eines internationalen Währungs- und Finanzsystems geführt, welches durch eine Hierarchie von Währungen und eine weitgehende Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs gekennzeichnet ist.

2.1. Revolutionierung der Finanzmärkte

Im Zuge der Transformation der internationalen Finanzordnung veränderte sich die Entwicklungsdynamik und die Funktionsweise der Finanzmärkte erheblich. Drei Strukturveränderungen sind für die Entwicklungstendenzen der Finanzmärkte seit den späten siebziger Jahren entscheidend gewesen.

Erstens zeigte sich mit dem *Trend der Securitization (Verbriefung)* ab den späten siebziger Jahren die im Verhältnis zu den klassischen Bankkrediten zunehmende Emission von Wertpapieren auf den primären Wertpapiermärkten.³⁴ Der damit einher gehende Formwandel des Kredits führte zu einer Transformation von illiquiden Krediten in handelbare Wertpapiere und weitete damit die sekundären Wertpapiermärkte entscheidend aus (Huffschmid 1999:36; Horn 1995:37). Die starke Zunahme der internationalen Kapitalbewegungen zwischen den Industriestaaten in den 1980er Jahren wurde hauptsächlich von einem Anwachsen der internationalen Portfolioinvestitionen getragen, also von Investitionen, „die ohne Kontroll- und Beeinflussungsabsicht vorgenommen werden“ (Fischer 1999:31). Der Anteil der Portfolioinvestitionen am Gesamtaufkommen der Kapitalbewegungen lag in der Periode von 1979-1982 bei 19% und stieg bis 1988 auf 45% an (Alworth/Turner 1991:124). Die starke Zunahme der internationalen Investitionen in öffentliche Anleihen ging mit dem gewaltigen Anwachsen der öffentlichen Verschuldung in den Industriestaaten seit Mitte der achtziger Jahre Hand in Hand. „In den sieben größten Industrienationen (G 7) erhöhte sich zwischen 1980 und 1996 der Schuldenstand in absoluten Zahlen von 4.000 Milliarden US-\$ auf 10.500 Milliarden US-Dollar“ (Schubert 1997:194). Auch Transnationale (TNK) weiteten ihre Investitionsfinanzierung über die nationalen und internationalen Kapitalmärkte aus und konnten so international nach den günstigsten Finanzierungsbedingungen Ausschau halten.

³⁴ Von 1982 an lässt sich ein Rückgang des Volumens der internationalen Bankkredite und ein starkes Wachstum der Emissionen von Euroanleihen feststellen (Valdez 1997:124; Herring/Litan 1995:26). Erreichten die internationalen Emissionen von Wertpapieren Anfang der achtziger Jahre lediglich einen Anteil von weniger als 20% des gesamten Nettovolumens der Kreditaufnahme, stiegen sie bis Ende der achtziger Jahre auf 50% an (Alworth/Turner 1991:127).

Ab den 1960er Jahren setzte mit dem beginnenden Formwandel des Kreditverhältnisses eine schleichende Erosion der klassischen Rolle der Banken als Finanzintermediäre ein. An die Stelle der traditionell engen Bindungen zwischen Hausbank und Kreditnehmern traten, zunächst vor allem in den angelsächsischen Ländern, über Märkte vermittelte Kreditbeziehungen, in denen die standardisierte bonitätsbezogene Einstufung von Kreditnehmern bzw. über Rating-Agenturen (*Standard & Poors*, *Moody's* etc.) erfolgt. Die am Kapitalmarkt orientierten *institutionellen Investoren* entwickelten sich seit den siebziger Jahren in den angelsächsischen Ländern und vermittelte über regionale Integrationsprozesse und das lange Zeit nicht beachtete Finanzdienstleistungsabkommen des GATS zu entscheidenden Akteuren auf den Kapitalmärkten (vgl. Underhill 1997; Werner 1999; Dobson/Jaquet 1998:87ff). Sie legen von Individuen, Unternehmen oder z.T. auch öffentlichen Haushalten stammende Sparbeträge in Vermögenswerten wie Aktien, Anleihen und anderen Schuldpapieren mit dem Ziel an, eine möglichst hohe Rendite aus Kursbewegungen, Zinsen und Währungen zu erzielen. Die wichtigsten Typen von institutionellen Anlegern sind Investmentfonds, Pensionsfonds und Versicherungen; dabei haben gerade Pensionsfonds ein starkes Wachstum erfahren.³⁵ Geldmarktfonds haben sich zu den wichtigsten Akteuren auf den Geldmärkten entwickelt und machten den Banken im Einlagengeschäft am stärksten Konkurrenz (vgl. Endres 1996:54). Auch *Hedge-Fonds*, die aufgrund ihrer hohen Risikoorientierung besonders hohe Renditen erwirtschaften können, haben in den letzten Jahren einen enormen Bedeutungszuwachs erhalten (vgl. Huffschnid 1999:82ff). Ab den achtziger Jahren hat auch die Bedeutung der Investmentbanken deutlich zugenommen (vgl. Huffschnid 1999:74ff).³⁶ Der quantitative wie qualitative Bedeutungszuwachs des professionellen Portfoliomanagements ist eine der zentralen Veränderungen der Finanzmärkte, mit enormen Auswirkungen auf die Umsätze und die Stabilität der Finanzmärkte.

Zweitens ist mit den *Finanzinnovationen* seit den siebziger Jahren eine Vielzahl von neuen Finanzinstrumenten und Verfahren entstanden, die die Funktionsweise und Dynamik der Finanzmärkte entscheidend verändert haben. Auf den Wertpapiermärkten entstanden im Zuge der *Securitization* vielfältige neue Anlageformen, welche die Variationsbreite der Kreditvergabe erheblich ausdehnten (Valdez 1997:110ff). Eine der entscheidenden Neuerungen auf den Finanzmärkten ist die Entstehung und das Wachstum der derivativen Finanzinstrumente. Die durch die strukturellen Veränderungen der Währungsbeziehungen und die Erhöhung der Zinsschwankungen in den siebziger Jahren bedingte gestiegene Volatilität der Zinsen und Kurse auf den Finanzmärkten veränderte die technischen Anforderungen an die Finanzprodukte. Mit dem Ziel der Absicherung gegenüber Zins-, Wechselkurs- und Preisschwankungen entwickelten sich mit den Finanzderivaten vielfältige neue Techniken des Risikomanagements (Hellwig 1994:143). Finanzielle Derivate sind Finanzkontrakte, die ein verpflichtendes bzw. mögliches Geschäft in der Zukunft zum Gegenstand haben, das sich auf Basisprodukte wie Devisen, Aktien, Anleihen oder auch auf Finanzindizes bezieht (Marazzi 1999:67ff).³⁷ Der Vorzug der

³⁵ Das Wachstum der Pensionsfonds wurde durch den weitreichenden Umbau der Sozialstaaten und Reformen der Finanzsysteme begünstigt (vgl. Guttman 1998). Die Bedeutung der Pensionsfonds variiert jedoch in den einzelnen Ländern (vgl. Huffschnid 1999:85f).

³⁶ Investmentbanken sind von institutionellen Investoren zu unterscheiden, weil sie neben dem Sekundärgeschäft auf eigene und fremde Rechnung vor allem im Primärgeschäft, der Ausgabe von Wertpapieren, engagiert sind (vgl. Huffschnid 1999:74ff; zum Tätigkeitsbereich von Investmentbanken siehe Löwe 1996:131).

³⁷ Die beiden Hauptformen von derivativen Finanzinstrumenten sind *Futures (Forwards)* und *Optionen*. Ein Future ist ein Finanzkontrakt, der die Verpflichtung enthält, ein Finanzinstrument zu einem vereinbarten Preis und zu einem

Derivate als Instrumente des Risikomanagements liegt in der Möglichkeit der Risikoabsicherung bei gleichzeitig sehr niedrigen Transaktionskosten. Eine Absicherung gegen Kursschwankungen von Wertpapieren oder Wechselkursen ist möglich, ohne diese jedes Mal kaufen oder verkaufen zu müssen. Die Spekulation ist dabei eine entscheidende Voraussetzung für die Funktionsweise des Handels mit Derivaten. Da die Absicherung gegen Risiken die Übernahme von Risiken voraussetzt, ist die Spekulation notwendiger Gegenpart des *Hedging* (Strulik 2000:189f; Uszczapowski 1999:14).³⁸ Derivate eignen sich aufgrund der Hebelwirkung (*Leverage*) besonders gut zum Einsatz für die Spekulation, da sich durch sie in gleichem Maße wie mit den klassischen Mitteln Gewinne erzielen lassen (jedoch auch Verluste), ohne von Anbeginn große Summen investieren zu müssen (Marazzi 1999:72ff). Die Flexibilität und Variationsbreite der Finanzderivate hat dazu geführt, dass sich die Spekulation zu einer gängigen überzyklischen Praxis entwickelt hat, die nicht nur für Finanzinstitutionen und einzelne Anleger, sondern auch für TNK eine bedeutsame Einkommensquelle darstellt. Bemerkenswert ist, dass sich selbst in konjunkturellen Abschwüngen mit einzelnen Finanzderivaten noch Gewinne erzielt werden können (Guttmann 1996:182).

Das Größenwachstum der finanziellen Derivate ist enorm. Zu Beginn der achtziger Jahre verfügten nur die USA und die Niederlande über Märkte auf denen Futures oder Optionen gehandelt wurden. Im Verlauf der achtziger Jahre verbreiteten sich diese Märkte im Zuge der Aufhebung von Produktbeschränkungen bzw. der Zulassung von neuen Finanzprodukten auch in den anderen Industrienationen. „Allein zwischen 1986 und 1990 hat sich das (jährliche) Volumen börsengehandelter derivativer Finanzinstrumente von 583 Mrd. US-Dollar auf 2.284 Mrd. US-Dollar erhöht. Das Volumen außerbörslich gehandelter Finanzinstrumente ist im gleichen Zeitraum von 500 auf 3.451 Mrd. US-Dollar angestiegen“ (Hübner 1998:44). Der Handel ‚über den Bankschalter‘ (*OTC*-Geschäfte) überwiegt damit bei Weitem den Börsenhandel mit Derivaten (vgl. Strulik 2000:187ff).

Drittens hat die *Internationalisierung* der Finanzmärkte zu einem enormen Anstieg der grenzüberschreitenden Finanztransaktionen geführt. Deutlich wird dies an den Zuwachsraten des Devisenhandels: Der jährliche Umsatz der Devisenmärkte versiebzigfachte sich von den späten siebziger bis Mitte der neunziger Jahre. Belief sich der tägliche Umsatz auf den Devisenmärkten im Jahre 1979 noch auf 120 Mrd. US, stieg dieser bis 1995 kontinuierlich auf weit über 1 Billion US\$ an (Huffschmid 1999:44; Hübner 1998:37). Die enormen Umsatzvolumina auf den Devisenmärkten bewirken - verbunden mit einem hohen Integrationsgrad der Finanzmärkte - verstärkte Schwankungen der betroffenen Wechselkurse. Der zur Zeit sich herausbildende

verabredeten Zeitpunkt oder innerhalb einer Periode zu kaufen (*Call*) oder zu verkaufen (*Put*). Futures werden hochstandardisiert an organisierten Märkten gehandelt (vgl. Valdez 1997:244ff). Forwards funktionieren vom Prinzip her wie Futures, die Liefertermine und -modalitäten werden jedoch individuell zwischen zwei Vertragspartnern *Over-the-Counter* (*OTC*) ausgehandelt. Dadurch wird ein genauerer Zuschnitt des Finanzinstruments auf die individuellen Bedürfnisse der Kunden möglich (Hannß 1995:57). Optionen geben dem Käufer im Gegensatz zu den Futures lediglich das Recht, ein Finanzprodukt zu kaufen oder zu verkaufen, beinhalten jedoch nicht die Verpflichtung dazu. Optionen werden sowohl standardisiert an den Börsen gehandelt als auch *Over-the-Counter* (vgl. Valdez 1997:226ff; Uszczapowski 1999:42ff). Aus diesen beiden Hauptformen von Derivaten lassen sich alle anderen Erscheinungsformen von Derivaten herleiten.

³⁸ Auch wenn berücksichtigt wird, dass eine Vielzahl von Geschäften auf den Derivat-Märkten spekulativen Charakters ist, lässt sich daraus nicht ableiten, dass diese Geschäfte für die hohen Volatilitäten der Kurse der Basisprodukte verantwortlich sind. Vielmehr spricht vieles dafür, die massenhafte Ausweitung der Derivate eine Antwort auf die gestiegene Volatilität der Zinsen, Wechselkurse und Kurse der Wertpapiere ist (vgl. Heine/Herr 1996:215f).

Multiwährungsstandard drückt eine starke Konkurrenz der Weltreservewährungen um die höchste Vermögenssicherungsqualität aus. Das grundlegende Problem dieser Konstellation liegt in der zunehmenden Wechselkursinstabilität zwischen den führenden Währungen. Weil den Akteuren auf den Finanzmärkten keine ausreichend stabile Währung bereit steht, geht ein bedeutsamer Teil der internationalen Devisentransaktionen auf Umschichtungen und Anpassungen von Portfolios mit dem Ziel der Vermögenssicherung zurück (vgl. Huffs Schmid 1999:10; Heine/Herr 1996).³⁹ Kurzfristige Schwankungen der Wechselkurse, die sich meist aus dem „Herdenverhalten“ kurzfristig orientierter institutioneller Anleger erklären lassen, sind für die Wirtschaftssubjekte dabei ein weniger großes Problem, weil diese sich – vorbehaltlich der Existenz funktionierender Terminmärkte – mittels Termingeschäften gegen jene Schwankungen absichern können. Zum Problem werden die kurzfristigen Wechselkursinstabilitäten, wenn sie sich in mittelfristig wirkende Verschiebungen der Währungsrelationen zwischen den Leitwährungen verwandeln. Dies führt dann dazu, dass sich sowohl die internationale Wettbewerbsposition als auch die in internationaler Währung gemessene Auslandsverschuldung des betroffenen Staates und der privaten Wirtschaftsakteure des Landes sprunghaft verändert. Eine solche nachhaltige Verschiebung der Wechselkursrelationen ist seit den achtziger Jahren zwischen dem US-Dollar, dem japanischen Yen und der D-Mark zu beobachten gewesen (vgl. Herr 1999).⁴⁰

Zentraler Mechanismus für diese folgenreiche Veränderung von Wechselkursverhältnissen zwischen den konkurrierenden Weltreservewährungen ist die *erwartete zukünftige Vermögenssicherungsqualität* der Währung. Instabile Wechselkurse und ein liberalisierter internationaler Vermögensmarkt führen die Wirtschaftssubjekte dazu, ihre Vermögenshaltung in verschiedenen Währungen zu diversifizieren. Die analytischen Grundlagen für die Erarbeitung solcher Erwartungen sind vielfältig und historisch durchaus wandelbar. Letztlich sind die ökonomischen Subjekte bei der anvisierten Verteilung ihres Vermögensportefeuilles in ihrer Entscheidungsfindung dahingehend gebunden, „komplexe Ländereinschätzungen auf Basis subjektiver Erwartungen zu erstellen“ (Herr 1999:267). Da es kein sicheres internationales Medium der Vermögenssicherung gibt, können bereits kleine Schocks die subjektive Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte erschüttern und zu hektischen Portfolioumschichtungen führen (vgl. Herr 2000:333ff). Dem professionellen Portfoliomanagement institutioneller Akteure kommt hierbei eine zentrale Bedeutung zu.

Vor dem Hintergrund der Privatisierung der Wechselkursrisiken entwickelte sich auch die Zunahme der Absicherungsgeschäfte zu einem entscheidenden Wachstumsfaktor der Devisenmärkte. Damit veränderte der Bedeutungszuwachs der Derivate die Devisenmärkte auch in ihrer Funktionsweise. Verschiedenste Erscheinungsformen von *Swaps*, *Optionen*, *Futures* und *Forwards* entwickelten sich auf den Devisenterminmärkten, die besonders gut für spekulative Geschäfte geeignet sind. Die Ausnutzung des in den flexiblen Wechselkursen liegenden Gewinnpotenzials führte zu einem enormen Anwachsen spekulativer Devisentransaktionen.

³⁹ Die institutionelle Organisation des Devisenmarktes selbst ist darüber hinaus für die Aufblähung der Devisenmarktumsätze verantwortlich. Das Volumen des Interbankenmarktes an den gesamten Devisenmarkttransaktionen macht ca. Dreiviertel (das entspricht ca. 620 Mrd. US-\$) des Tagesumsatzes aus (vgl. Krüger 1994:12).

⁴⁰ Die Einführung des *Euro* in die internationale Währungskonkurrenz stellt diesbezüglich keine grundsätzliche Änderung dar, außer dass dem US-Dollar nunmehr eine ernsthafte Konkurrenz erwächst (vgl. Herr 1999; Thomasberger 2001).

Insbesondere die Zunahme von Zins- und Währungsswaps⁴¹ haben in den achtziger Jahren zu einem Anstieg der Kapitalbewegungen geführt (vgl. Uszczapowski 1999:307ff). Es sprechen jedoch einige Anzeichen dafür, dass ein beträchtlicher Anteil der Umsätze auf den Devisenmärkten auf Arbitragegeschäfte zurückgeht (Krüger 1994:26).

Die Prozesse der *Internationalisierung*, *Securitization* und *Finanzinnovationen* haben durch ihr Ineinandergreifen und gegenseitiges Bedingen die Transformation der Finanzmärkte vorangetrieben (Setton 2001)⁴². Damit wurde das heutige Finanzgeschäft auf neue Grundlagen gestellt. Die enorme Transformationsgeschwindigkeit schlägt sich in schnellen Produktinnovationen vor allem auf dem Gebiet der derivativen Finanzmärkte und hoher Volatilitäten der Kurse nieder, wobei diese Entwicklungsdynamik durch die profitorientierten Strategien der Finanzindustrie entscheidend vorangetrieben wird. Ohne die Entwicklungen im Informations- und Telekommunikationsbereich wäre dabei die heutige Form des Finanzgeschäfts undenkbar (vgl. Strange 1996:9 u. 22f; Horn 1995:40). „Möglich geworden ist durch die damit eingeleitete drastische Absenkung der Transaktionskosten ein wortwörtlicher permanenter, nämlich vierundzwanzigstündiger Renditevergleich zwischen Anlagen in allen Teilen der Welt und eine sofortige Reaktion auf Veränderungen von Renditedifferenzen seitens der finanziellen Akteure“ (Hübner 1998:43). Eine system-gefährdende Entwicklung ist dabei die zunehmende Verzahnung aller Arten von Märkten durch die Vielfalt der verschachtelten Finanzinstrumente sowie durch die global ausgerichtete Finanzierungsstruktur der *Global Player* im Finanz- und Produktivbereich.⁴³ Diese Entwicklung hat zur Konsequenz, dass sich eine nationale Krise oder der Zusammenbruch eines großen Finanzinstituts schnell auf dem Globus ausbreiten kann. Entwicklungen auf einem Marktsegment der internationalen Finanzmärkte können bei einem internationalen Vertrauensverlust sehr schnell auf die anderen Marktsegmente überspringen (vgl. Underhill 1997a); so funktionierte auch das Übergreifen der Krise von Südostasien auf Brasilien, obwohl die zugrundeliegenden Modelle grundverschieden waren. Bevor jedoch konkret auf die Krisenländer bzw. -regionen eingegangen wird, thematisiert der folgende Abschnitt die spezifische Einbindung der Entwicklungs- und Schwellenländer in die oben dargelegte veränderte Weltfinanzordnung. Die externen Rahmenbedingungen legen die Regeln von Entwicklung und Industrialisierung fest, weshalb dieses Verhältnis auch als asymmetrisch zu benennen ist.

2.2. Entwicklungs- und Schwellenländer in der Weltfinanzordnung

⁴¹ Bei einem Swap treffen zwei Vertragsparteien eine Vereinbarung über den Austausch von Zahlungsströmen für eine bestimmte Zeitperiode. Gängige Formen von Swaps sind die Währungs- und Zinsswaps: „Je nach Intention erfolgt ein Austausch von Zinszahlungen (*Interest-Rate-Swap*) oder Kapitaltausch in verschiedenen Währungen (*Fixed-Rate-Currency-Swap*) oder aber eine Kombination (*Cross-Currency-Interest-Rate-Swap*). Der eigentliche Finanzbedarf wird durch andere Finanzierungsinstrumente gedeckt und dann mit Hilfe des *Swaps* in die gewünschte Finanzierung transformiert“ (Hannß 1995:85).

⁴² An dieser Stelle ist darauf hinzuweisen, dass die Internationalisierung der Produktion und des Handels als wichtige Bedingungsfaktoren der Strukturveränderungen der Finanzmärkte anzusehen sind (vgl. Setton 2001:90ff).

⁴³ Die Finanzindustrie transformierte sich seit den siebziger Jahren mit der enormen Erhöhung der Wettbewerbsintensität auf den Finanzmärkten durch Strategien der Internationalisierung und Diversifizierung zunehmend in eine globale Branche, die weltweit in verschiedene Märkte expandiert (vgl. Mishkin 1997:252ff; Swary/Topf 1992:363ff; Cerny 1993b:63). Die sich vermittels von Übernahmen und Fusionen vollziehende transnationale Zentralisation führte zur Bildung von ‚*Global Players*‘, denen es darum geht, „ein globales Beziehungsnetz und die Fähigkeit zur permanenten Anpassung des transnationalen Wirtschaftsentwicklung zu besitzen“ (Narr/Schubert 1994:55).

Entwicklungsländer sind in die Transformation der Weltfinanzordnung auf spezifische Art und Weise ausgeschlossen und zugleich eingebunden gewesen. Bis in die neunziger Jahre hinein sind internationale Kapitalbewegungen zu wesentlichen Teilen auf Industrieländer verteilt gewesen. Die trotz dieses Ausschlusses erfolgte partielle Einbindung ist ohne die Berücksichtigung der Industrialisierungsstrategien der Entwicklungsländer nicht zu begreifen. Während der Phase der langen und dynamischen Entwicklung der Volkswirtschaften und der Weltwirtschaft nach dem Ende des zweiten Weltkriegs – im „goldenen Zeitalter des Kapitalismus“ (Eric J. Hobsbawm) – orientierten sich die meisten, oftmals auch gerade in politische Unabhängigkeit gelangten Entwicklungsländer an entwicklungsstrategischen Konzepten eines „Entwicklungsstaates“: Ähnlich den Entwicklungen in den Industriestaaten bestimmten die globalen Rahmenbedingungen einer zusammengebrochenen Weltwirtschaft maßgeblich die unmittelbare Strategiewahl. Ihre Kriterien richteten sich an der Entwicklung einer binnenmarktorientierten Industrialisierungsstrategie aus. Der „Entwicklungsstaat“ wurde dabei gewissermaßen zum Pendant des keynesianischen Wohlfahrtsstaates in den westlichen Industrieländern und dem sozialistischem Plansystem im Osten (vgl. Altvater 1994).⁴⁴

Mit der zunehmenden „Rekonstruktion des Weltmarktes“ (vgl. Altvater/Hübner/Stanger 1983; Hübner 1998) veränderten sich auch die Handlungsmöglichkeiten des Entwicklungsstaates. Zum einen versuchten zahlreiche Entwicklungsländer in Asien, Afrika und Lateinamerika über die Attraktion von ausländischen Direktinvestitionen ihre Industrialisierungsziele zu erreichen, und zum anderen über eine Ausweitung des Exports notwendige Deviseneinnahmen zu erzielen. Schließlich eröffnete die Entwicklung des Euromarktes in den siebziger Jahren vielen Entwicklungsländern die Chance, ihre Industrialisierungsstrategien mittels günstiger Fremdwährungskredite voranzutreiben. Allerdings kulminierte die enorme Expansion der Euromärkte zu Beginn der achtziger Jahre in der internationalen Schuldenkrise. Die Verschärfung des Wettbewerbs zwischen den international tätigen Banken hatte dazu geführt, dass den Schuldnerländern häufig niedrigere Zinsen bei langen Laufzeiten eingeräumt wurden, um im Markt zu bestehen. Darüber hinaus gab es keine Begrenzung für die absolute Kreditaufnahme einzelner Länder. Auf der Basis kurzfristiger Einlagen vergaben international tätige Banken auf den Eurodollarmärkten langfristige *Roll-over*-Kredite. Dadurch lastete das Zinsrisiko auf den Schuldnerländern (Storck 1995:187). Als die USA auf die Dollarkrise von 1978-79 mit einer Hochzinspolitik reagierten, wurde die Anlage in den US-Dollar wieder attraktiv für viele Anleger. Es folgte eine starke Aufwertung des US-Dollars, die sich ab Anfang der achtziger in steigenden Handelsbilanzdefiziten niederschlug. Die gesamte internationale Schuldenstruktur kam daraufhin in die Krise, die ab Anfang der siebziger durch die Akkumulation von Finanzkapital auf den Euromärkten und durch die niedrigen (z.T. sogar real negativen) Zinssätze angestoßen worden war (Schubert 1985:17). Bereits in den frühen achtziger Jahren waren die Schuldnerländer gezwungen, weitaus ungünstigere Konditionen hinzunehmen, da der Kreditspielraum immer geringer wurde. Nachdem viele der Schuldnerländer der offiziellen Erklärung der Zahlungsunfähigkeit Mexikos folgten, wurden in den folgenden Jahren aufwendige Umschuldungsprogramme entworfen und gestartet, um die ökonomische und finanzielle Situation der Schuldnerländer zu stabilisieren (Storck 1995:192ff).

⁴⁴ In einer idealtypischen Betrachtung der in der Peripherie verfolgten Industrialisierungs- bzw. Entwicklungsstrategien können neben der Strategie der *Importsubstitution* noch die Strategie der *Dissoziation vom Weltmarkt* und der *Exportorientierung* unterschieden werden (vgl. Hein 1998:261ff).

Der Ausbruch der internationalen Schuldenkrise in den achtziger Jahren setzte der (externen) Finanzierungsstrategie der Entwicklungsländer jedoch nicht nur ein (vorläufiges) Ende, sondern veränderte deren Integration in die Weltwirtschaft schlagartig. Entwicklungsländer wurden wirtschaftlich wie auch politisch (Stichwort: IWF) abhängig von den Industriestaaten. Diese veränderten Weltmarktbedingungen lassen sich anhand der Zusammensetzung der Kapitalflüsse in die Entwicklungsländer veranschaulichen (siehe Tabelle 2.1).

Tabelle 2.1: Ressourcenfluss in alle Entwicklungsländer (Periodendurchschnitt in prozentualen Anteilen zu konstanten US-Dollar-Werten =1980)

	1960-61	1970-71	1974-77	1978-82	1983-86
Öffentliche Entwicklungshilfe	56	43	36	28	42
Direktinvestitionen	19	17	14	11	11
Bankkredite	6	15	24	36	21
Anleihen		2	2	2	3
Exportkredite	14	14	12	13	6
Jährlicher Durchschnitt in Mrd. US-Dollar (1980)	34,8	53,7	81,0	118,8	83,6

Quelle: Manzonchi (2001:56).

Während noch zu Beginn der sechziger Jahre der Anteil der offiziellen Entwicklungshilfe im Jahresdurchschnitt über 50 Prozent der gesamten Kapitalzuflüsse in die Entwicklungsländer beträgt, sinkt sein Anteil bis zum Ausbruch der internationalen Schuldenkrise kontinuierlich auf 28 Prozent. Umgekehrt hierzu verhält sich der Beitrag der Finanzierung über die internationalen Finanzmärkte. Der Anteil internationaler Bankkredite von (jahresdurchschnittlich) sechs Prozent in den Jahren 1960/61 auf 36 Prozent unmittelbar vor Ausbruch der internationalen Schuldenkrise zu Beginn der achtziger Jahre hat sich sogar versechsfacht, während die Rolle von internationalen Schuldverschreibungen in diesem Zeitrahmen noch vernachlässigenswert ist. Die Umkehr des Verhältnisses zwischen öffentlichen und privaten externen Finanzierungsquellen wird noch durch die annähernde Verdreifachung der absoluten jährlichen Durchschnittssummen des in alle Entwicklungsländer geflossenen internationalen Kapitals unterstrichen. Von jahresdurchschnittlich 34,8 Mrd. US-Dollar am Anfang der sechziger Jahre ist der Ressourcenzufluss in die Entwicklungsländer auf 118,8 Mrd. US-Dollar im Jahresdurchschnitt der Jahre 1978 bis 1982 angeschwollen. Der prozentuale Anstieg der offiziellen Entwicklungshilfe in den Jahren 1983 bis 1986 verdankt sich vor allem dem durch die Schuldenkrisen bedingten zurückgehenden privaten Kapitalzufluss in die Entwicklungsländer.

Die internationale Schuldenkrise führte damit nach der bereits in den siebziger Jahren zu beobachtenden „Differenzierung der Dritten Welt“ in Entwicklungs- und Schwellenländer zu einer zweiten Welle der Differenzierung *zwischen* den Schwellenländern (vgl. Menzel/Senghaas 1986:99ff; Marmora/Messner 1989:133ff). Die Aufschlüsselung der Entwicklungsländer nach der Höhe des Kapitalzuflusses zeigt, dass im Zuge der Internationalisierung der internationalen Kreditgeschäfte in den siebziger Jahren vor allem Länder betroffen waren, die über eine industrielle Basis verfügten und fortan als „Schwellenländer“ bekannt wurden: vor allem Argentinien, Brasilien, Mexiko und Südkorea. Diese vier Schwellenländer haben in den Jahren 1970 bis 1982 bis zu 37 Prozent aller Nettoressourcenflüsse auf sich vereinigt. Ihr Anteil an den

privaten Nettokapitalflüssen in alle Entwicklungsländer Länder erreichte im selben Zeitraum sogar bis zu 56 Prozent. (siehe Tabelle 2.2).

Tabelle 2.2: Nettoressourcenfluss in ausgewählte Schwellenländer Lateinamerikas und Südkorea in den Jahren 1970 bis 1982 (in Mio. US-Dollar)

	1970	1973	1976	1979	1982
Nettoressourcenfluss					
GESAMT	10.824,0	21.004,0	39.949,0	72.594,0	92.672,0
Argentinien	143,0	329,4	1.117,4	4.770,7	5.987,9
Brasilien	1.776,5	4.052,7	7.160,1	8.101,3	11.480,6
Südkorea	411,3	801,6	1.449,8	3.447,9	2.511,3
Mexiko	688,5	2.285,1	5.137,9	5.439,5	9.700,0
Anteil der vier Länder (in %)	27,9	35,6	37,2	30,0	32,0
Offizielle Entwicklungshilfe					
GESAMT	5.371,0	8.891,0	16.093,0	25.683,0	36.311,0
Argentinien	48,9	126,6	41,8	231,1	95,8
Brasilien	212,0	363,1	389,7	445,8	990,8
Südkorea	221,3	463,5	676,3	809,4	1.045,8
Mexiko	149,0	182,3	306,6	309,5	1.653,7
Privater Kapitalfluss					
GESAMT	5.452,0	12.113,0	23.855,0	46.911,0	56.361,0
Argentinien	94,1	202,8	1.077,6	4.539,6	5.892,1
Brasilien	1.564,5	3.689,6	6.770,4	7.655,5	10.489,8
Südkorea	190,0	338,1	773,5	2.638,5	1.465,5
Mexiko	539,5	2.102,8	4.831,3	5.130,0	8.046,3
Anteile der vier Länder (in %)	43,8	52,3	56,4	42,6	46,0
davon					
Ausländische Direktinvestitionen (in %)					
GESAMT	1.855,0	3.656,0	3.210,0	7.283,0	10.630,0
Argentinien	11,7	4,7	0	4,5	3,9
Brasilien	26,9	37,4	23,0	31,6	27,8
Südkorea	34,7	28,1	10,5	1,3	4,7
Mexiko	59,9	21,7	13,0	26,0	20,6
Ausstehende Auslandsschulden (in Mio. US-Dollar und Prozent des BSP)					
GESAMT	62.589,0	100.939,0	188.514,0	368.548,0	596.852,0
Argentinien	5.170,8 (19,1)	6.218,8 (13,7)	7.729,1 (18,1)	14.038,8 (30,5)	27.113,2 (55,1)
Brasilien	5.020,4 (13,7)	12.867,2 (18,7)	29.295,3 (22,2)	52.683,6 (28,0)	75.892,1 (35,1)
Südkorea	1.990,6 (28,7)	3.923,5 (37,6)	7.632,7 (36,0)	15.583,1 (35,8)	23.643,2 (51,9)
Mexiko	5.966,6 (19,9)	8.999,0 (19,3)	20.148,8 (27,6)	34.614,0 (32,8)	59.650,7 (46,9)

Quelle: Global Development Finance 2001

Die achtziger Jahre markierten für Lateinamerika eine „verlorene Entwicklungsdekade“ (Marmora/Messner 1991), während die ostasiatischen Schwellenländer, allen voran Südkorea, als „Kontrastfall“ in der entwicklungstheoretischen Debatte bezeichnet und fortan als Vorzeigemodelle nachholender Entwicklung betrachtet wurden. Hierbei wird jedoch übersehen, dass sich gerade die südostasiatischen ‚Tigerökonomien‘ in den achtziger Jahren nur abhängig von der Dynamik der US-amerikanischen Wirtschaft entwickeln konnten. Im Gegensatz zu

Lateinamerika realisierten die USA gegenüber den ostasiatischen Schwellenländern über Jahre hinweg Leistungsbilanzdefizite, deren politische Akzeptanz in den USA nicht zuletzt auf die geopolitisch delikate Lage dieser Ökonomien zurückgeführt werden kann (vgl. Messner 1988).

In den neunziger Jahren kam es schließlich zu einem erheblichen Zufluss internationalen Kapitals in einige Staaten Lateinamerikas und Ostasiens. Im Gegensatz zu den siebziger Jahren reflektierten sich in der Zusammensetzung dieser Kapitalströme nun auch die Strukturveränderungen auf den internationalen Finanzmärkten. Neben den stark zunehmenden ausländischen Direktinvestitionen waren es vor allem Portfoliokapital, aber auch weiterhin internationale Bankkredite, welche nach einer renditeträchtigen Geldanlage in den Schwellenländern Lateinamerikas und Südostasiens suchten. Es entwickelte sich die bislang einmalige Situation des Übergewichts privater Gläubiger-Schuldner-Beziehungen zwischen Industrie- und einigen Schwellenländern. Investitionen von privaten Geldvermögensbesitzern wurden in diesen Ländern durch die umfassende Liberalisierung der Kapitalbilanz und die Deregulierung der nationalen Finanzsysteme in den Industrieländern ermöglicht (vgl. Cooper 1999a).

Tabelle 2.3: Jährlicher langfristiger Nettoressourcenfluss in alle Entwicklungsländer in den Jahren 1991 bis 2000 (in Mrd. US-Dollar)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000*
Nettoressourcenfluss	124,2	153,7	220,9	222,4	260,2	306,6	341,4	336,7	271,8	261,1
Entwicklungshilfe	62,2	54,3	53,4	46,0	54,1	30,3	40,7	53,4	47,4	35,3
Privater Kapitalfluss	62,0	99,4	167,6	176,4	206,1	276,2	300,7	283,3	224,4	225,8
Kapitalmärkte	26,4	52,2	101,0	86,3	99,3	145,5	128,2	105,0	40,1	59,1
Schulden	18,8	38,2	50,0	51,2	63,3	96,5	98,1	89,4	5,6	8,2
Bankkredite	5,0	16,3	4,1	9,3	30,9	32,2	45,6	51,9	-23,3	-6,1
Anleihen	11,0	11,1	36,7	38,1	30,7	62,3	49,6	40,9	29,5	16,9
Sonstige	2,9	10,8	9,2	3,7	1,7	2,1	2,9	-3,4	-0,5	-2,5
Aktienkapital	7,6	14,1	51,0	35,2	36,1	48,9	30,1	15,6	34,5	50,9
Direktinvestitionen	35,7	47,1	66,6	90,0	106,8	130,8	172,5	178,3	184,4	166,7

Quelle: World Bank (2002:32);: vorläufig.*

Von 1991 bis 2000 flossen finanzielle Ressourcen im Nettoumfang von 2,5 Billionen US-Dollar, mit dem Höhepunkt im Jahr des Ausbruchs der Asienkrise (1997: 341,4 Mrd. US-Dollar), in alle Entwicklungsländer. Vor allem Portfoliointvestitionen und die Ausgabe von Schuldverschreibungen haben in diesem Zeitraum zugenommen. Beide Anlageformen zeigten jedoch im Verlauf der Dekade höchst instabile Entwicklungen auf. Als Wendepunkte kann man in beiden Fällen die mexikanische Pesokrise im Jahr 1994 und die Asienkrise im Jahr 1997 feststellen. Der Kontrast zu den achtziger Jahren ist bemerkenswert: Bis 1990 waren internationale Schuldverschreibungen und Portfoliokapital für Entwicklungs- und Schwellenländer praktisch irrelevant. Anfang der neunziger Jahre stieg deren Bedeutung bis zur mexikanischen Pesokrise und nach einem vorübergehenden Bedeutungsverlust bis zum Ausbruch der Asienkrise dann erneut. Im Jahr 1993 machten Portfoliokapital und Schuldverschreibungen mit 87,7 Mrd. US-Dollar immerhin 52,3 Prozent aller privaten Kapitalflüsse in Entwicklungsländer aus. Ausländische Direktinvestitionen blieben mit 66,6 Mrd. US-Dollar darunter, nahmen dann jedoch im Verlauf der Dekade nahezu kontinuierlich zu. Auch im Jahr 1996, dem Jahr vor dem Ausbruch der Asienkrise, erreichte der Anteil von

Portfoliokapital und Schuldverschreibungen mit 111,2 Mrd. US-Dollar immer noch 40 Prozent des gesamten Nettoressourcenzuflusses in Entwicklungsländer. Das Volumen der ausländischen Direktinvestitionen blieb mit 130,8 Mrd. US-Dollar in demselben Jahr auf einem gleichmäßigen Expansionskurs, der ein Jahr nach der Asienkrise (1999) mit 184,4 Mrd. US-Dollar einen (vorläufigen) Höhepunkt erzielte (siehe Tabelle 2.3). Der kontinuierliche und in Krisenphasen nahezu gegenläufige Anstieg der Direktinvestitionen verweist neben der grundsätzlich längerfristigen Orientierung solcher Finanzierungsformen aber auch auf die Tatsache, dass im Zuge von Wirtschafts- und Währungskrisen ausländische Direktinvestitionen wegen des Wertverfalls inländischer Unternehmen besonders attraktiv sind.

Ein Blick auf die regionale Verteilung der privaten Nettokapitalflüsse in den neunziger Jahren zeigt schließlich, dass insbesondere Lateinamerika und Asien hierbei erheblich profitiert haben.⁴⁵ Von 1990 bis 1999 flossen netto 1,82 Billionen US-Dollar privates Kapital in Entwicklungsländer. Die beiden Regionen „Ostasien und Pazifik“ sowie „Lateinamerika und Karibik“ erreichten einen prozentualen Anteil von 38,0 Prozent (688,9 Mrd. US-Dollar) bzw. 39,1 Prozent (711,2 Mrd. US-Dollar). Beide Regionen erhielten somit mehr als drei Viertel aller privaten Nettokapitalflüsse.⁴⁶

Tabelle 2.4: Aufteilung der privaten Nettokapitalflüsse, Portfolioinvestitionen und ausländischen Direktinvestitionen sowie private Kreditschulden in ausgewählten Entwicklungsländer in den Jahren 1990 bis 1999 (addierte Zahlen der Periode, in Mrd. US-Dollar; prozentualer Länderanteil an der jeweiligen Gesamtsumme aller Entwicklungsländer in Klammern)

	Argentinien	Brasilien	Mexiko	Südkorea	Philippinen	Malaysia	Indonesien
Private	131,4	210,7	184,4	101,1	29,1	71,8	46,8
Nettokapitalflüsse	(7,2%)	(11,6%)	(10,1%)	(5,6%)	(1,6%)	(4,0%)	(2,6%)
Portfoliokapital	11,3	27,8	37,5	37,4	7,4	13	16,5
	(4,1%)	(10,0%)	(13,5%)	(13,5%)	(2,7%)	(4,7%)	(6,0%)
Direktinvestitionen	65,6	109,0	81,7	25,7	11,1	39	20,6
	(6,4%)	(10,7%)	(8,0%)	(2,5%)	(1,1%)	(3,8%)	(2,0%)
Kreditschulden*	21,7	22,0	9,6	13,5	3,2	9,7	-13,2

Quelle: Global Development Finance 2001; eigene Berechnungen.

*: Die Nettokreditschulden wurden aus den privaten öffentlich garantierten und nicht-garantierten Schulden errechnet (jeweils Nettowerte).

2.3. Grundproblematiken von Schwachwährungsländern

Anhand der Betrachtung der Kapitalflüsse in Entwicklungs- und Schwellenländer zeigen sich spezifische Strukturmerkmale der Einbindung in die Weltfinanzordnung: die hohe Abhängigkeit von Fremdkapital und die mit dem hohen Zufluss an Kapital einher gehende Auslandsverschuldung. Aus dieser Konstellation resultieren spezifische wirtschaftspolitische Grundprobleme für Entwicklungs- und Schwellenländer. Zu deren Veranschaulichung soll hier auf das Konzept der *Impossible Trinity* (die „unmögliche Dreieit“) Bezug genommen werden, das

⁴⁵ Die folgenden Zahlenangaben sind errechnet aus: Global Development Finance 2001.

⁴⁶ Die nationale Bedeutung der zugeflossenen internationalen Finanzmittel hängt natürlich von der jeweiligen Größe der Ökonomie ab. Obwohl einige Länder in Afrika nur einen geringen Anteil an den gesamten internationalen Kapitalflüssen in der Welt haben, ist der *Capital Impact* auf diese Länder dennoch besonders hoch (vgl. Nunnenkamp 1998). Die Probleme dieser Länder sind jedoch von den Problemen, vor denen Schwellenländer stehen, grundverschieden.

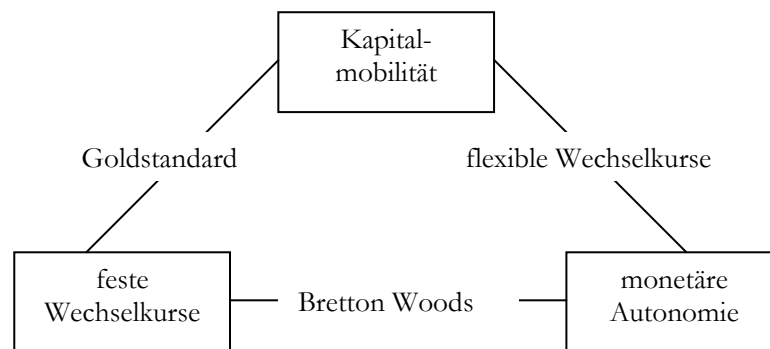
auf Robert Mundell (in der Weiterentwicklung auch auf Marcus Fleming (1962) und Richard Cooper (1968)) zurück geht, der Anfang der sechziger Jahre nationale wirtschaftspolitische Maßnahmen und Kapitalmobilität bei freien und festen Wechselkursen problematisierte. Dabei erkannte Mundell, dass drei auf das Währungssystem bezogene wirtschaftspolitische Zielsetzungen, nämlich Wechselkursstabilität, Kapitalmobilität und geldpolitische Autonomie, simultan nicht erreichbar sind. Die Abkehr von einem Ziel ist abdingbar, da nur die Kombination von maximal zwei Zielen möglich ist. (Mundell 1962, 1963, 1968). Nach dem „Mundell-Fleming-Modell“ gilt der Satz: Der Grad der Freiheit des Kapitalverkehrs korreliert negativ mit der Wechselkursstabilität und der Möglichkeit einer autonomen Geldpolitik (Mundell 1968).

Michael Frenkel und Lukas Menkhoff (2000:11ff.) arbeiteten im Rahmenkonzept der *Impossible Trinity* konkurrierende Zielbeziehungen in der Weltwährungsordnung heraus und nahmen eine grobe Periodisierung monetär-globaler Regulierungsweisen vor: Danach war der Goldstandard durch die Dominanz der Eckpfeiler *freier Kapitalverkehr* und *feste Wechselkurse* gekennzeichnet, was schließlich die nationale geldpolitische Autonomie unterminierte. Unter dem System von Bretton Woods wurden die Zielprämissen zugunsten der monetären Handlungsfähigkeit verschoben, was beim Primat fester Wechselkurse zur Einschränkung des globalen Kapitalverkehrs führte. Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems wird am Ziel höchster Kapitalmobilität und geldpolitischer Handlungsfähigkeit festgehalten, für den Preis, dass die Wechselkurse der Leitwährungen gegeneinander schwanken, also ein Regime freier Wechselkurse vorherrscht. Die unterschiedlichen Regime sind zudem idealtypisch von einem je besonderen wirtschaftspolitischen Paradigma geprägt. Zu Zeiten des Bretton-Woods-Systems war in vielen Ländern eine keynesianisch inspirierte Wirtschaftspolitik vorherrschend, in der das Ziel geldpolitischer Autonomie, sprich eine über fiskal- und geldpolitische Instrumentarien vorgenommene staatliche Preisniveau- und Konjunktursteuerung oberste Priorität hatte. Die grundlegende Voraussetzung hierfür ist die Kontrolle über den Kapitalverkehr und somit auch über den Wechselkurs.⁴⁷ Mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-System schwankten fortan die Wechselkurse im üblichen Marktprozess. Das scheinbare „Versagen“ des Keynesianismus (Stichwort: Stagflation) führte zur (neoklassisch-)monetaristischen Wende und der Priorität reiner Marktprozesse über die Steuerungsfähigkeit von Regierungen. In der stabilisierungspolitischen Konzeption des Monetarismus sollte der Staat von nun an seine geldpolitische und regulatorische Autonomie ausschließlich darauf verwenden, adäquate Rahmenbedingungen für das Marktgeschehen zu schaffen, wie z.B. ein stabiles Geldmengenwachstum.⁴⁸

⁴⁷ “In my view the whole management of the domestic economy depends upon being free to have the appropriate rate of interest without reference to rates prevailing elsewhere in the world. Capital control is the corollary of this” (Keynes 1980).

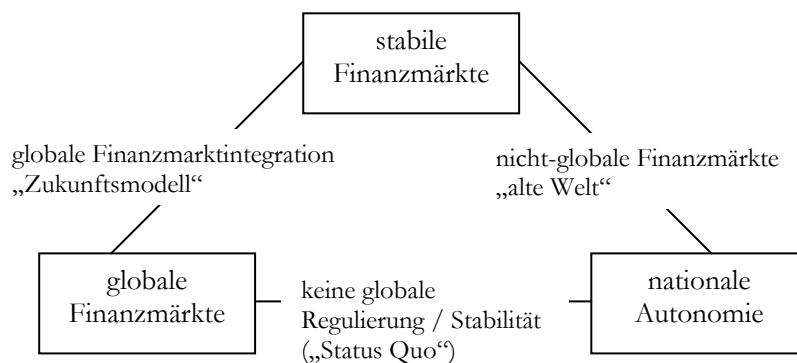
⁴⁸ Im Konzept des Neoliberalismus gibt es demnach im Grunde keine „*Unholy Trinity*“, da freier Kapitalverkehr die marktbasierende Grundvoraussetzung für stabile Wechselkurse und Finanzmärkte bedeutet und sich nationale Steuerungsfähigkeit lediglich als passiver Marktrahmen darstellt (grundlegend: Friedman 1953).

Das folgende Schaubild stellt die aus dem Modell der *Impossible Trinity* ableitbaren drei Währungsregime mit den Zielsetzungen in den jeweiligen Konstellationen dar (angelehnt an Rodrik 1999:22).



Frenkel/Menkhoﬀ (2000:16ff) transferieren die drei Einzelziele der *Impossible Trinity* für Weltwährungsordnungen in ein analytisches Konzept für Weltfinanzordnungen. Durch die weitgehende Globalisierung der Finanzmärkte sind Weltwährungs- und Weltfinanzordnung kaum noch zu trennen, „da die Finanzmärkte für alle Aspekte der monetären Steuerung an Bedeutung gewonnen haben“ (ebd.:16). Vor allem aufbauend auf den Krisenerfahrungen der neunziger Jahre werden globale Finanzmärkte nicht – wie im Mainstream-Modell – mit *stabilen* Finanzmärkten gleichgesetzt. Die Periodisierung nach diesem *Setting* sieht hiernach folgendermaßen aus: Die „alte Welt“ wird als ein Zusammenspiel von nationaler Autonomie und stabilen, sprich national regulierbaren Finanzmärkten charakterisiert, während der „Status Quo“ in der Koexistenz von globalen Finanzmärkten und nationaler Autonomie zu beschreiben und dementsprechend durch ein ordnungspolitisches Defizit gekennzeichnet ist. (ebd.:18).⁴⁹

Zur Veranschaulichung der Kombinationen soll folgendes Schaubild dienen (nach Frenkel/Menkhoﬀ 2000:17):



Die Stärke der im Konzept der *Impossible Trinity* vorgenommenen idealtypischen Gegenüberstellung liegt in der Stilisierung von Grundpositionen und wirtschaftspolitischen Dilemmata – dort zeigen sich jedoch auch seine Schwächen: die Vereinfachung komplexer Zusammenhänge und Interdependenzen, die Nichtberücksichtigung

⁴⁹ Das „Zukunftsmodell“ in globalen *und* stabilen Finanzmärkten bei fehlender nationaler Autonomie zu begreifen, geht auf die Hypothese zurück, dass der „Trend zu globalen Finanzmärkten als unumkehrbar und häufig auch als wünschenswert eingeschätzt wird“ (Frenkel/Menkhoﬀ 2000:18). Dieses „Zukunftsmodell“ entspricht in erster Linie der neoliberalen Perspektive mit ihrer ausgeprägten (Gut-)Gläubigkeit in die Marktkräfte. Die neoliberale Hypothese lautet demnach: Dieser Zustand wäre bereits heute vorhanden, wenn nicht staatliche Eingriffe in das Marktgeschehen den reibungslosen Prozess behindern und verzerren würden.

asymmetrischer Machtverhältnisse, spezifischer Entwicklungs- und Integrationsmodelle in den Weltmarkt und das Weltfinanzsystem sowie von Ungleichgewichten bei der Wahlfreiheit eines Landes hinsichtlich des Wechselkurssystems oder des Grades der Kapitalverkehrsmobilität.

Dies trifft in besonderer Weise auf Schwachwährungsländer zu: Schwellen- und Entwicklungsländer unterliegen den in den Zentren gesetzten weltwirtschaftlichen Bedingungen; sie sind in erster Linie den (Struktur-)Zwängen einer geringen Vermögenssicherungsqualität ihrer Währung ausgesetzt; ferner sind sie oftmals aufgrund spezifischer industrialisierungs- und entwicklungsstrategischer Ausrichtungen auf Kapitalimporte angewiesen. Daraus abgeleitet ist bei einer angestrebten Integration in den globalen (Güter-)Markt die Fixierung des Wechselkurses („Import einer Leitwährungsprämie“) und die Liberalisierung des Kapitalverkehrs nötig. Im Gegenzug muss auf eine nationale autonome Geldpolitik verzichtet werden.⁵⁰ Die „Wahlfreiheit“ ist dadurch für Schwellenländer sehr viel eingeschränkter als für Industrieländer, die bereits über einen gereiften (diversifizierten) Finanzmarkt verfügen. Das globale Machtgefälle, das zwischen Schwellenländern (Peripherie) und Industrieländern (Zentrum) herrscht, übt zusätzlichen – oftmals offenen – Druck auf die schwächeren Länder aus, sich den vorherrschenden Bedingungen zu unterwerfen. Richard Cooper (1999:16f) beschreibt die beschränkte Wahlfreiheit von Schwellenländern zutreffend und deutet bereits an, dass sich aus der Zwangswahl schwerwiegende Widersprüche und Reibungen ergeben können:

„What is less obvious is that floating rates, independent monetary policy, and freedom of capital movements may also be incompatible, at least for countries with small and poorly developed domestic capital markets, i.e. for most countries. That would leave a more limited menu of choice for such countries: between floating rates with capital account restrictions and some monetary autonomy, or fixed rates free of capital restrictions but with loss of monetary autonomy. Put bluntly, two prescriptions regularly extended to developing countries by the international community, including the IMF and the US Treasury, namely to move toward greater exchange rate flexibility and to liberalize international capital movements, may be in deep tension, even deep contradiction.”

Die Fixierung des Wechselkurses bei liberalisiertem Kapitalverkehr entspricht der bisherigen, auf die Schwachwährungsländer bezogenen Politik des IWF und anderer strukturmächtiger Institutionen. Genau hierin liegt der zentrale Schlüssel für das Verständnis der Grundproblematik von Entwicklungs- und Schwellenländern. Aus entwicklungspolitischer Sicht ist die Frage des Wechselkursregimes bei gleichzeitiger Integration in die internationalen Güter- und Finanzmärkte (d.h. Liberalisierung) mit fast unlösbaren Problemen verbunden: Der Akkumulations- und Einkommensbildungsprozess erfordert – sei es um Kapital anzuziehen, oder Kapitalabflüsse zu verhindern – eine stabile Währung mit einer vergleichsweise hohen Währungsprämie. Diese Währungsprämie muss in der Regel neben einer Kopplung des Wechselkurses mit einem hohen Zinsniveau erkaufte werden, was sich negativ auf die Binnenkonjunktur sowie auf die externe Verschuldungssituation auswirkt. Zudem sind die Wechselkursregime von Schwachwährungsländern notwendigerweise fragiler Natur.

⁵⁰ Grundlegend lässt sich problematisieren, dass bei uneingeschränkter Kapitalmobilität die geldpolitische Autonomie nationalstaatlicher Politiken immer eingeschränkt ist. Zwar ist die Notwendigkeit einer geldpolitischen Intervention auf den Devisenmärkten bei flexiblen Wechselkursen nicht gegeben; es besteht bei freier Kapitalmobilität jedoch die Gefahr eines Abzuges von Kapital, was wiederum Rückwirkung auf die Spielräume der Zinspolitik hat (vgl. Siebert 1998).

Schwachwährungsländer versuchen üblicherweise über eine der folgenden zwei Varianten eine stabile Währung aufzubauen: Einerseits über die Fixierung bzw. Anbindung des *nominalen* Wechselkurses an eine stabile Währung (mit hoher Währungsprämie) oder andererseits durch eine flexiblere Anbindung des *realen* Wechselkurses, bei der der nominale Wechselkurs regelmäßig entsprechend des Inflationsdifferenzials zur Ankerwährung angepasst wird. Erstgenannte Strategie ist der Gefahr einer Überbewertung mit entsprechend sinkender internationaler Wettbewerbsfähigkeit ausgesetzt, wenn nicht die Inflationsraten auf das Niveau der Ankerwährung reduziert werden. Eine darauf abzielende restriktive Geld- und Austeritätspolitik fördert jedoch kontraktive Effekte auf die Binnenwirtschaft bzw. eine Rezession, während gleichzeitig der Kapitalimport die Auslandsverbindlichkeiten ansteigen lässt. Sofern die Reduzierung der Inflationsraten überhaupt gelingt und die kontraktiven Tendenzen politisch durchgehalten werden, besteht jedoch die Gefahr, dass insbesondere kurzfristiges Kapital zufließt, das darüber hinaus vorwiegend in eine steigende Importnachfrage mündet. Das Resultat ist dann ein wachsendes Leistungsbilanzdefizit, finanziert durch eine steigende Auslandsverschuldung, wonach die Währungsanbindung zunehmend unglaubwürdiger wird. In einer solchen Situation kann – wenn es nicht schon vorher zu einer spekulativen Attacke kommt – ein vergleichsweise geringer Anlass genügen, um eine abrupte Umkehr der Kapitalflüsse und damit eine Finanzkrise anzustoßen (vgl. Metzger 2001; Bhaduri 1998; Lüken gen. Klaffen 1993).

Die zweite Möglichkeit einer Anbindung des realen Wechselkurses (*Crawling Peg*), versucht das problematische (und bisweilen hoffnungslose) Unterfangen einer Angleichung der Inflationsraten durch kontrollierte nominale Abwertungen zu entschärfen. Mit den Abwertungen ist allerdings eine Verminderung der Währungsprämie und das Risiko steigender Inflation durch die Verteuerung der Importe verbunden. Die steigende Inflation kann schließlich auch die durch die Abwertung erhoffte Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit zunichte machen und einen weitergehenden Abwertungsdruck generieren. Bei einer möglichen Inflations-Abwertungsspirale hat dann auch die reale Wechselkursanbindung ihr Ziel verfehlt (vgl. Metzger 2001).

Zusätzlich zu den währungspolitischen Grundproblematiken bewegt sich das generelle Entwicklungsdilemma notwendigerweise auch im Rahmen der *weltwirtschaftlichen* Dynamik. Denn zum einen setzen die Industrieländer mehrheitlich durch ihre ausgeprägte geld- und finanzpolitische Stabilitätspolitik die Entwicklungsländer unter einen hohen (wenn nicht sogar unerreichbaren) Anpassungsdruck, indem die Referenzwerte in der Währungskonkurrenz sehr hoch gelegt werden. Zum anderen gehen von dieser Politik tendenziell kontraktive weltwirtschaftliche Effekte aus, wodurch die möglichen Exporteinnahmen der Entwicklungsländer sowohl mengen- als auch preismäßig limitiert werden (vgl. auch Flassbeck 2001). Wenn die Industrieländer darüber hinaus – etwa über bilaterale, regionale und multilaterale Handelsabkommen – noch eine aggressive Exportorientierung gegenüber Entwicklungs- und Schwellenländern praktizieren, wird es letzteren unmöglich gemacht, Leistungsbilanzüberschüsse gegenüber den Industrieländern und damit auch eine internationale Vermögensposition aufzubauen. Der Aufbau einer internationalen Vermögensposition ist ein zentraler Indikator des Erfolgs einer Strategie der nachholenden Modernisierung (vgl. Heine/Herr 1999:641ff).⁵¹

⁵¹ Das gilt (noch) nicht für die USA, die aufgrund ihrer hegemonialen Stellung das Privileg haben, sich in ihrer eigenen Währung international verschulden zu können. Allerdings ist diese Situation nicht auf ewig tragbar und muss dann scheitern, wenn das Vertrauen in den US-Dollar zurückgeht (vgl. Herr 2001b:277ff). Zu den Begrenzungen dieser Strategie der nachholenden Modernisierung für Entwicklungs- und Schwellenländer vgl. Mosebach 2000.

Stattdessen kommt es oft zu einer Akkumulation von Auslandsschulden, denn ein Nebeneffekt des Zuflusses von Fremdkapital ist eine steigende Auslandsverschuldung des Entwicklungslandes, die umso problematischer wird, je stärker diese zunimmt. Hierdurch wird die Fragilität der Entwicklungsstrategie offen gelegt, die oft in einer Währungs- und/oder Finanzkrise endet. Verschlechtern sich nämlich die Erwartungen der internationalen Geldvermögensbesitzer in bezug auf die Geldvermögensqualität der betroffenen Währung, ziehen diese ihr Geldkapital aus dem Land ab. Der Kapitalabfluss zur Sicherung des angelegten Vermögenswertes vollzieht sich dabei oftmals einem Kaskadeneffekt gleich. Die folgende Abwertung der Währung des Entwicklungslandes wird unumgänglich, sobald die internationalen Devisenreserven nicht mehr zur Absicherung des Wechselkurses ausreichen. Die Abwertung führt in einem sich selbst verstärkendem Prozess zu einer potenzierten Auslandsverschuldung des Entwicklungslandes. Selbst wenn das Land eine Netto-Gläubigerstellung aufweist, kann die Last der Bruttoauslandsschulden zu einer katastrophalen Währungs-, Finanz- und Wirtschaftskrise führen.

3. Währungs- und Finanzkrisen in Lateinamerika: Widersprüche des neoliberalen Entwicklungsmodells

In diesem Kapitel werden die Währungs- und Finanzkrisen in Lateinamerika in den neunziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts am Beispiel Mexikos, Brasiliens und Argentiniens untersucht. Alle drei lateinamerikanischen Länder hatten in diesem Zeitraum mit periodisch wiederkehrenden Währungs- bzw. Finanzkrisen zu kämpfen, die aufgrund der hohen regionalen real- und monetären Interdependenzen starke Ausstrahlungskraft auf den lateinamerikanischen Subkontinent ausübten.

Historischer wie systematischer Ausgangspunkt dieses Abschnitts ist die kurze Darstellung der Einbindung dieser lateinamerikanischen Ökonomien in die Weltwirtschaftsordnung der Nachkriegszeit. Diese beruhte auf dem historisch-spezifischen und doch – in bezug auf den lateinamerikanischen Subkontinent – verallgemeinerbaren Entwicklungsmodell der importsubstituierenden Industrialisierung (ISI), welches in den Ausgangsbedingungen der Weltmarktconstellation nach dem zweiten Weltkrieg wurzelte. Dieses Entwicklungsmodell fand seine Grenzen in der so genannten „Verschuldungskrise“ der Dritten Welt in den achtziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts. Die internationale Schuldenkrise markiert somit eine Art *transformative Zäsur* der wirtschaftlichen, sozialen und politischen Entwicklung in den betrachteten lateinamerikanischen Ländern. Seitdem wurden dort in zunehmendem Maße marktorientierte prozess- und ordnungspolitische Reformen in unterschiedlichen nationalen Kontexten etabliert.

Importsubstitution und Schuldenkrise: vom Niedergang eines Entwicklungsmodells

Inmitten den politischen und ökonomischen Wirren und Auswirkungen der Weltwirtschaftskrise von 1929ff, setzte sich in Lateinamerika „spontan“ eine veränderte Entwicklungsstrategie durch, die – ex post – als importsubstituierende Industrialisierungsstrategie bekannt geworden und von dem Entwicklungsökonom Raúl Prebisch theoretisch begründet worden ist (Prebisch 1964).⁵²

⁵² Raúl Prebisch war seit 1950 zudem Exekutivsekretär der UN-Wirtschaftskommission für Lateinamerika, CEPAL (*Comisión Económica para América Latina*). Bis heute zählt die CEPAL zu den regional einflussreichsten Think-Tanks

Grundhypothese ist die so genannte *Prebisch-Singer-Hypothese*, nach der Exporteure von Rohstoffen im Vergleich zu Exporteuren von verarbeiteten Produkten über langfristig sich verschlechternde *Terms Of Trade* verfügen (vgl. Hein 1998:163ff; Hemmer 1988:222ff). Dementsprechend wurde der bislang verfolgte lateinamerikanische Entwicklungsweg als unzureichend qualifiziert. Eine erfolgreiche Weltmarktintegration und Industrialisierung konnte nach dieser Sichtweise nur in einer auf den Binnenmarkt gerichteten importsubstituierenden Industrialisierung bestehen.

Die Strategie der Importsubstitution war jedoch durch spezifische Widersprüche gekennzeichnet (vgl. Boris 2001b:49ff), die im Zusammenhang mit dem Niedergang des Weltwährungssystems von Bretton Woods 1973ff und dem Ende des „goldenen Zeitalters“ der Nachkriegsentwicklung in den Industrieländern zu einer Blockade jenes lateinamerikanischen Entwicklungsmodells und in die Schuldenkrise der achtziger Jahre führten:

1. Die Tendenz zu einem chronischen Handelsbilanz- bzw. Leistungsbilanzdefizit;
2. Die ISI-Strategie beförderte sektorale Ungleichgewichte zwischen dem Industrie- und dem Agrarsektor;
3. Die Tendenz zu einem chronischen Haushaltsdefizit.

In den siebziger Jahren gingen die großen lateinamerikanischen Ökonomien schließlich dazu über, die im Kontext der Rezession in den Industrieländern stark gesunkenen Kreditzinsen auf den Eurodollarmärkten für eine auf ausländische Verschuldung setzende vertiefende Importsubstitutionsstrategie im Infrastrukturbereich zu nutzen (Nohlen/Thibaut 1995:30). Diese als *Growth-Cum-Debt*-Strategie bezeichnete wirtschaftspolitische Orientierung konnte aber die unter den neuen weltwirtschaftlichen Bedingungen unweigerliche Erschöpfung des lateinamerikanischen Entwicklungsmodells nur noch zeitlich strecken: sie mündete in eine stagflationäre Entwicklung aller lateinamerikanischen Ländern. Im Rückblick erscheinen daher gerade die siebziger Jahre als Wendepunkt. Die im Zuge des zweiten Ölpreisschock erfolgten Zinserhöhungen der US-Notenbank (*Fed*) einerseits und die stark fallenden Rohstoffpreise für den Zeitraum 1979-81 andererseits können als Auslöser der Schuldenkrise gelten (vgl. Raffer 1999:98).⁵³ Entgegen der vorherrschenden These, dass das Scheitern des Entwicklungsmodells von Anfang an auf eine falsche Strategie zurückgeführt werden müsse, zeigt sich, dass die ISI-Strategie des lateinamerikanischen Entwicklungsstaates in einem historisch-strukturellen Kontext gestanden hat („globaler Fordismus“, vgl. Lipietz 1987) und hierauf bezogen in makroökonomischen Begriffen durchaus als zeitweilig erfolgreich qualifiziert werden muss (vgl. Nohlen/Thibaut 1995). Unter den veränderten externen Rahmenbedingungen für nachholende Modernisierung (siehe Kapitel 2) traten die Widersprüche der importsubstituierenden Industrialisierung offen zu Tage.

zur theoretischen Begründung von ökonomischen Entwicklungsstrategien aus der Perspektive von Entwicklungs- und Schwellenländern (<http://www.cepal.org>).

⁵³ Die Zinserhöhungen der US-Notenbank hatten eine doppelt negative Wirkung auf die Schuldensituation der Entwicklungsländer. Zum einen führten die Zinserhöhungen zu einer verstärkten Kapitalflucht; zum anderen bewirkten die Zinserhöhungen eine entsprechende Erhöhung der Zinszahlungen für die zinsvariablen Fremdwährungskredite der Entwicklungsländer.

Schuldenkrise und Strukturanpassung: Die Umprogrammierung der lateinamerikanischen Ökonomien in einer verlorenen Entwicklungsdekade

Im August 1982 sah sich die mexikanische Regierung außer Stande, fällige Zinszahlungen zu leisten und erklärte daher ihre Zahlungsunfähigkeit.⁵⁴ Der Zahlungseinstellung großer (staatlicher) Schuldner folgte die Furcht vor einem Zusammenbruch vor allem US-amerikanischer Banken, die sich sehr stark in Lateinamerika, vor allem aber in Mexiko, engagiert hatten. Die darauf ausgehandelten länderbezogenen Umschuldungsvereinbarungen sollten vor allem die Zinszahlungen der Schuldnerländer wieder beleben und eine um sich greifende Kreditklemme bei den Gläubigerbanken verhindern (vgl. Storck 1998:167).

Die mit den Umschuldungsverhandlungen beschäftigten Akteure waren einerseits die Schuldnerregierungen, denn das Gros der ausstehenden Kreditschuld war öffentlich oder doch zumindest öffentlich verbürgt, und andererseits die Regierungen der westlichen Gläubigerländer (Pariser Club), die westlichen Gläubigerbanken (Londoner Club) und die internationalen Finanzinstitutionen IWF und Weltbank. In einem *Case-By-Case-Management* wurden den Schuldnerländern Schuldenerleichterungen zugestanden und diese mit offiziellen Finanzmitteln versorgt. Hierzu mussten sich die Schuldnerstaaten jedoch im Rahmen von IWF-Beistandkrediten zu einer makroökonomischen Stabilisierungspolitik verpflichten, die – in Kooperation mit der Weltbank – unter dem Begriff *Strukturanpassungspolitik* (SAP) bekannt wurde. Diese beinhaltete (vgl. zum folgenden Tetzlaff 1996:128):

- die Nachfragedrosselung und Kürzungen der Staatsausgaben durch Fiskal-, Geld- und Kreditpolitiken;
- die Wechselkurskorrektur (Abwertung) und Verbesserung der Effizienz der Ressourcennutzung in der gesamten Wirtschaft (Rationalisierung und Kostenökonomie);
- den Abbau von Handelsbeschränkungen und Kontrollen (Liberalisierung) und verbesserte Exportanreize;
- die Deregulierung von Märkten und Preisen, was oft auch die Abschaffung der Preissubventionen für Grundbedarfsartikel bedeutete;
- Haushaltskürzungen;
- die Privatisierung von Staatsbetrieben, institutionelle Reformen in der staatlichen Verwaltung und die Reduktion staatlicher Subventionen des produktiven Sektors.

Die langfristig angelegten Strukturanpassungsprogramme wurden nicht in einem Durchgang durchgesetzt, sondern im Rahmen von üblichen Konsultationen der wirtschaftspolitischen Eliten des Entwicklungslandes mit den Funktionären von IWF und Weltbank stetig angepasst, ausgeweitet und verfeinert. Aufgrund hoher Schuldendienstzahlungen und faktischem Ausschluss von den internationalen Finanzmärkten verwandelten sich die lateinamerikanischen Schuldnerstaaten im Laufe dieses Jahrzehnts zeitweilig sogar in Nettokapitalexporteure (vgl. Müller-Plantenberg 1991). Die wirtschaftspolitische Umprogrammierung der lateinamerikanischen Volkswirtschaften war somit das Resultat einer gescheiterten Entwicklungsstrategie in einem sich verändernden globalen Kontext. Die neoliberalen Elemente dieser „Umprogrammierung“ waren:

⁵⁴ Mit diesem Ereignis wird gemeinhin der Beginn der internationalen Schuldenkrise assoziiert. Es gab aber bereits in den siebziger Jahren zahlreiche Umschuldungsprogramme (vgl. Raffer 1999:97).

- die Deregulierung von nationalen Märkten;
- die Liberalisierung des internationalen wirtschaftlichen Austausches und
- die Privatisierung öffentlicher Dienstleistungen und Unternehmen.

Hierdurch wurden die betroffenen Ökonomien in eine veränderte weltwirtschaftliche Konstellation eingebunden. Unserer Auffassung nach haben die neoliberalen Reformprojekte in Mexiko, Brasilien und Argentinien zu einer höheren Anfälligkeit dieser Länder im Kontext global integrierter Finanzmärkte beigetragen.

3.1. Mexiko: Pesokrise 1994/95 (Kai Mosebach)

Die mexikanische Krise, die Ende des Jahres 1994 begann und sich weit in das Folgejahr hineinzieht, steht am Anfang der Länderstudien, da die Krise als erste Währungs- und Finanzkrise neuen Typs klassifiziert werden kann. Als die mexikanische Zentralbank am 20. Dezember 1994 entschied, den Wechselkurs des Peso gegenüber dem US-Dollar von 3,47 auf 3,99 zu erhöhen, rechnete keiner damit, dass diese Währungsabwertung eine derartige Kapitalflucht und Währungsspekulation auslösen sollte, dass sich die mexikanische Zentralbank am 22. Dezember schließlich dazu veranlasst sah, den Peso freizugeben. Innerhalb weniger Tage verlor der Peso gegenüber dem US-Dollar fast zwei Drittel seines Wertes. Die Währungskrise schlug rasch in eine Finanzkrise um, die wiederum eine tiefe Rezession zur Folge hatte.

Zeitnahe Analysen der Krise waren in erster Linie vom Erstaunen über die plötzliche Reaktion der Finanzmarktakteure auf die Abwertung geprägt, denn: „Mexico largely followed the same monetary policy rules in 1994 that it had been pursuing throughout the 1990s, but with very different results“ (Gruben 2001: 117). Anschließend hat sich ein breiter internationaler Diskurs herausgebildet, in dem vor allem deutlich wurde, dass bisherige Gewissheiten über begünstigende Faktoren einer Währungs- und Finanzkrise in Frage gestellt werden müssen. Seitdem wurden viele theoretische Ansätze hinsichtlich Finanzkrisen neuen Typs entwickelt, die oftmals der Komplexität einer Krise nicht gerecht werden – meistens wird der Zeithorizont der Betrachtung auf die unmittelbare (Vor-)Krisenzeit verkürzt, was in der Folge zu ausschnittartigen Analysen führt. Der Gesamtzusammenhang, der sich aus der jeweiligen Entwicklungsstrategie, weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und nationaler Spezifika ergibt, wird dabei ausgeblendet (siehe auch Kapitel 1).

Gemäß unseren theoretischen Grundlegungen soll demnach in der vorliegenden Länderstudie auch die ‚Vorgeschichte‘ der so genannten „Pesokrise“ berücksichtigt werden. Gerade das offensichtliche Scheitern oder zumindest doch die Krisenhaftigkeit eines lange Zeit als Vorbild für ganz Lateinamerika präsentierten neoliberalen Entwicklungsmodells macht es erforderlich, auf das mexikanische Importsubstitutionsmodell im Kontext der internationalen Schuldenkrise der achtziger Jahre einzugehen. Daran anknüpfend steht der Prozess des Umbaus des mexikanischen Wirtschaftsmodells seit Mitte der achtziger Jahre im Mittelpunkt der Darstellung. Der (neoliberale) Wendepunkt war die im Jahr 1987/88 eingeführte wechselkursbasierte Entwicklungsstrategie, die – ähnlich späteren Entwicklungen in Argentinien und Brasilien – den Peso an den US-Dollar band (*Crawling Peg*) und weitere Strukturanpassungsmaßnahmen in Gang setzte.

Importsubstitution und Schuldenkrise

Die wirtschaftspolitischen Folgen der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre zeigten in Mexiko ähnliche Effekte wie in anderen lateinamerikanischen Staaten: Sie ebneten den Weg zu einer auf Importsubstitution setzenden Industrialisierungsstrategie (ISI). Ähnlich wie in Brasilien führte der Zusammenbruch des Weltwirtschafts- und Währungssystems der Zwischenkriegszeit zu einem Verfall des Pesos, der jedoch die nationale Industrieproduktion gegenüber dem Import von Industrie- und Konsumgütern beförderte. Zudem bewirkte die im Anschluss an die Weltwirtschaftskrise schnell wieder auflebende Nachfrage nach mexikanischen Exportgütern (Silber, Gold und Erdöl) im Kontext dieser Währungsabwertung eine Wachstumskonstellation, in der sich nicht nur die binnenorientierte Industrie, sondern auch die auf den Export ausgerichtete Rohstoffwirtschaft relativ schnell wieder erholen konnte. Die mexikanische Wirtschaftsentwicklung im „goldenen Zeitalter des Kapitalismus“ (Eric J. Hobsbawm) ist in der Tat beeindruckend. Von 1940 bis 1980 erreichte die Wachstumsrate des BIP einen jährlichen Durchschnitt von über 6% und bewirkte, dass sich die Wirtschaftsleistung innerhalb dieses Zeitraumes verzehnfachte. Selbst das Pro-Kopf-Einkommen der mexikanischen Bevölkerung stieg noch um drei Prozent jährlich (Feldbauer/Parnreiter 1999:192). Sektoral wurde die enorme wirtschaftliche Dynamik vom Industriesektor getragen, welcher im Rahmen der importsubstituierenden Industrialisierung von der staatlichen Förderung einer einheimischen industriellen Elite profitierte.

Das Grundproblem der importsubstituierenden Entwicklung in Mexiko war die Verbindung eines „unvollständigen Fordismus“ im Inneren mit einer abhängigen Integration in das Weltmarktsystem, was die mangelnde internationale Wettbewerbsfähigkeit der mexikanischen Unternehmen begründete. Während die gravierende Einkommenspolarisierung und eine geringe Kapitalisierung der Landwirtschaft die Binnenmarktdynamik begrenzten, verhinderten zeitweise nachteilig wirkende *Terms of Trade* und die monetäre Strategie eines seit den fünfziger Jahren überbewerteten Wechselkurses den kontinuierlichen Ausgleich des Leistungsbilanzdefizits (vgl. Altvater 1987:196ff; Becker 1999:46ff; Schröder 1992:23ff).

Die weltweite Rezession und die erste Ölpreiskrise in den Jahren 1974/75 begründeten eine Konstellation, in der aufgrund der hohen Liquidität auf dem *Eurodollarmarkt* Kredite zu negativen Realzinsen an Schwellen- und Entwicklungsländer möglich waren, die damit ihre Leistungsbilanzdefizite zu decken versuchten. Interne politische Auseinandersetzungen und soziale Konflikte zum Ende der sechziger Jahre veranlassten die mexikanische Administration dazu, die Importsubstitutionsstrategie um eine Exportstrategie nach ostasiatischem Muster zu ergänzen. Die hierzu erforderlichen finanziellen Ressourcen wurden über staatliche Defizite und eine Ausweitung der internationalen Verschuldung aufgebracht. Dies führte die mexikanische Wirtschaft in eine inflationäre Entwicklung, die Importe relativ verbilligte und somit das Handelsdefizit noch vergrößerte. Auch gelang es der mexikanischen Regierung nicht, eine konsequente Exportförderung durchzusetzen, so dass mit stetig zunehmenden Leistungsbilanzdefiziten auch die Auslandsverschuldung drastisch zunahm. Die gestiegenen Ölpreise während des ersten und zweiten Ölpreisschocks führten kurzfristig zu steigenden Einnahmen aus dem Export von Erdöl und versprachen einen scheinbaren Ausweg aus den Sackgassen des mexikanischen Entwicklungsmodells. Die Paradoxie einer in der zweiten Hälfte

der siebziger Jahre boomenden Erdölindustrie und zeitgleicher *Ponzi-Finanzierung*⁵⁵ der staatlichen Auslandsverschuldung durch die Aufnahme neuer Krediten offenbarte schließlich die heterogene Struktur der mexikanischen Volkswirtschaft und das Scheitern des importsubstituierenden Akkumulationsmodells (Feldbauer 1995:186ff; Schubert 1985:169ff). Mit dem Preisverfall des Erdöls, welches mittlerweile 80 Prozent der mexikanischen Exporterlöse erbrachte, im Zuge der weltweiten Rezession der Jahre 1980/81, und der diese mitauslösenden Wende der US-Zentralbank hin zu einer Hochzinspolitik, welche die Schuldendienstzahlungen der zu variablen Zinsen aufgenommenen Auslandskredite sprunghaft erhöhte, geriet die mexikanische Ökonomie in große Zahlungsschwierigkeiten (vgl. Boris 1996:20ff Feldbauer/Parnreiter 1999:192ff; Faust 2000:214ff).

Die neoliberale Wende

Im August 1982 erklärte die mexikanische Regierung sich gegenüber ihren internationalen Gläubigern als zahlungsunfähig. Im Laufe der achtziger Jahre folgten insgesamt drei Umschuldungsabkommen mit internationalen Gläubigern, die verdeutlichten, dass die zunächst vom IWF favorisierte Interpretation der mexikanischen Krise als vorübergehender Liquiditätsengpass unangebracht war. Die gesamte Außenverschuldung Mexikos explodierte in den siebziger Jahren von sechs Mrd. auf 34,6 Mrd. US-Dollar, um sich in den achtziger Jahren beinahe zu verdreifachen (siehe Tabelle 3.1).

Tabelle 3.1: *Schuldenindikatoren Mexikos bis 1999 (Angaben in Prozent)*

	Gesamtverschuldung (Mrd. US-Dollar)	Kurzfristige Verschuldung (Mrd. US-Dollar)	Gesamtverschuldung zu BSP	Gesamtverschuldung zu Exporten	Anteil der kurzfristigen an der Gesamtverschuldung
1979	34,6	8,0	32,8	243,4	18,8
1981	53,2	25,0	26,4	253,2	31,9
1983	81,6	10,1	66,5	284,2	10,9
1985	88,4	5,4	55,2	276,7	5,6
1987	98,5	5,8	82,0	296,6	5,3
1989	80,1	8,7	43,7	196,5	9,2
1991	85,4	21,9	37,3	198,4	19,2
1993	90,7	36,3	33,6	195,4	27,5
1995	113,7	37,3	61,2	172,6	22,4
1997	111,7	27,9	38,3	113,4	18,7
1999	138,4	24,1	35,5	105,1	14,4

Quelle: *Global Development Finance 2001*

Neben den sich häufenden Schuldenmoratorien und erneuten Umschuldungsvereinbarungen versuchte die mexikanische Regierung unter der Präsidentschaft von Miguel de la Madrid (1982-1988) mittels einer orthodoxen Stabilisierungspolitik, die hohe jährliche Inflationsrate von 98 Prozent im Jahr 1982 abzusenken, einen Ausgleich des staatlichen Haushalts zu erreichen und die Importe zu reduzieren. Dieser Konsolidierungskurs war mit dem IWF abgestimmt und galt als

⁵⁵ Mit *Ponzi-Finanzierung* bezeichnet man ursprünglich den Tatbestand, dass Investitionsprojekte mit Krediten finanziert werden, die aber aufgrund einer konjunkturell angespannten wirtschaftlichen Lage und mangelnder bzw. nicht erzielter Erträge nicht zurückgezahlt werden können (Ponzi selbst war ein Betrüger aus Boston in den zwanziger Jahren des zwanzigsten Jahrhunderts; vgl. Altvater 1992:117ff). Im übertragenen Sinne lässt sich mit der Ponzi-Finanzierung von staatlichen Schulden die Finanzierung ausstehender Schuldendienstzahlungen durch weitere Kreditaufnahme bezeichnen, deren Tilgung auf den Sankt-Nimmerleins-Tag verschoben wird.

Zugangsbedingung für einen multilateralen Beistandskredit von 3,8 Mrd. US-Dollar und einen hieran gekoppelten Konsortialkredit privater Banken über 5 Mrd. US-Dollar. Eine Währungsabwertung und Austeritätspolitik sollte die Überschussnachfrage – so die Krisenerklärung des IWF – der mexikanischen Wirtschaft beschneiden, einen Exportüberschuss ermöglichen und somit die internationale Zahlungsfähigkeit der mexikanischen Wirtschaft wiederherstellen. Begleitet wurden die Stabilisierungsmaßnahmen von neoliberalen Strukturanpassungspolitiken. Die neue Regierung kehrte unter den Bedingungen eines stark abgewerteten Peso der protektionistischen Politik der ISI den Rücken und setzte eine erste Welle von Maßnahmen zur Außenhandelsliberalisierung durch. Sowohl die Zölle für importierte Güter als auch die Anforderungen an die für Importe notwendigen Lizenzen wurden bis zum Ende der Regentschaft de la Madrids reduziert. Der größte außenhandelspolitische Coup bestand darin, dass Mexiko im Jahr 1986 dem Allgemeinen Zoll- und Handelsabkommen (GATT) beitrug. Weiter verfolgte die neue Administration die Privatisierung von staatlichen Unternehmen, unter ihnen auch die erst kurz zuvor im Zuge der Schuldenkrise verstaatlichten nationalen Banken. Es gelang ihr aber noch nicht, eine weitreichende Strukturreform des öffentlichen Sektors durchzusetzen; dies blieb der nachfolgenden Regierung unter dem Präsidenten Salinas de Gortari (1988-1994) vorbehalten. Schließlich setzte in den Jahren 1982 bis 1988 auch eine Liberalisierung des inländischen Kapitalmarktes ein, da das System in manchen Bereichen unterkapitalisiert war, und weil der Liberalisierungsdruck von Außen (v.a. von Seiten der USA) immer größer wurde. Vor allem exportorientierte Sektoren der mexikanischen Wirtschaft sollten hierüber gefördert werden. Insbesondere die Lohn-Veredelungs-Industrien im nördlichen Mexiko (*Maquiladora*) erfuhren im Laufe der Präsidentschaft de la Madrids einen erheblichen Bedeutungszuwachs, der sich strukturell verfestigte und in Zukunft ausweitete (vgl. Kraemer 1997:121ff; Boris 1996:42ff). Die Resultate der orthodoxen Stabilisierungs- und Anpassungsstrategie sind – gemessen an ihren Zielen – höchst ambivalent: Während es zunächst gelang, die Leistungsbilanz zu verbessern, verharrte die Inflation trotz Reallohnsenkung und Haushaltskürzungen auf einem sehr hohen Niveau. Dies ist nicht überraschend, denn die starke Abwertung des Peso in den Jahren 1982ff setzte eine sich aufschaukelnde Dynamik einer Abwertungs-Lohn-Preis-Spirale einerseits und einer Abwertungs-Kapitalflucht-Zins-Spirale in Gang. Das Ergebnis war eine *Dollarisierung*⁵⁶ der mexikanischen Ökonomie: Der Peso konnte die zur Entwicklung benötigten Geldfunktionen nicht mehr erfüllen; stattdessen wurde die Unterentwicklung monetär befestigt. Die neoliberale Politik von IWF und den neuen Funktionseleiten Mexikos wirkte sich zudem auf die Binnenmarktdynamik in ungünstiger Weise aus. Die restriktive Fiskal- und Geldpolitik verminderte die effektive Nachfrage, indem sie sowohl die Bruttoinvestitionen als auch die Konsumendnachfrage unter Druck setzte. Schließlich endete die Präsidentschaft Miguel de la Madrids mit einer anhaltenden Inflationierung (1987: 159,2%) der mexikanischen Wirtschaft und einer sozial und politisch polarisierten Gesellschaft, in der die Armutsquote von 32% im Jahr 1981 auf 41% im Jahr 1987 angestiegen war, und die eine zunehmende politische Delegitimierung der PRI beinhaltete. Die Übergabe der Regierungsverantwortung an den neuen Präsidenten Salinas de Gortari ging daher mit der Formierung eines neokorporatistischen Paktes zwischen Staat, Unternehmerverbänden und Gewerkschaften durch seinen Vorgänger einher. Der *Pacto de*

⁵⁶ Unter Dollarisierung versteht man den Prozess der zunehmenden Nutzung des US-Dollars als (offizielles) Zahlungsmittel neben der heimischen Währung.

Solidaridad Económica (PSE) vom Dezember 1987 beinhaltete unter anderem einen spektakulären Lohn- und Preisstopp zur Bekämpfung der anhaltend hohen Inflation (Boris 1996:44ff).

Die Regierung de Gortari knüpfte an die zuletzt mit heterodoxen Stabilisierungsinstrumenten agierende Stabilitätspolitik der vorigen Administration an, setzte aber auch eigene Akzente, gerade im Bereich neoliberaler Strukturveränderungen.⁵⁷ Im allgemeinen wurde die Zeit von 1988 bis 1994 als eine wirtschaftlich äußerst positive Periode für die mexikanische Ökonomie angesehen, in der Mexiko zum Musterschüler einer neoliberalen Strukturanpassungspolitik avancierte.⁵⁸ Dennoch legte sie die Grundlagen für die Währungskrise des Jahres 1994/95 und bedarf daher einer sorgfältigen Analyse.

Die heterodoxe Stabilisierungspolitik beruhte vornehmlich auf den Instrumenten der Einkommenspolitik und der nominalen Währungsverankerung. Sie wurde aber auch durch eine kontinuierliche Haushaltskonsolidierungspolitik ergänzt. Orthodoxe und heterodoxe Stabilisierungskonzepte schlossen sich nicht aus, sondern waren konzeptionell miteinander verbunden und komplementär (Kraemer 1997:59ff). Nachdem zunächst die Einkommenspolitik (Lohn- und Preisstopp) dafür gesorgt hatte, die Inflationserwartungen der beteiligten Wirtschaftssubjekte zu brechen, wurde sie im Verlauf des Jahres 1989 wieder gelockert. Nach der Amtsübernahme von Präsident de Gortari übernahm schließlich der Wechselkurs die Funktion des nominellen Anti-Inflationsankers. Unter der Perspektive der Inflationsbekämpfung und der Haushaltskonsolidierung muss die heterodoxe Stabilisierungspolitik als durchweg erfolgreich angesehen werden, denn die Stabilisierungspolitik führte nicht zum befürchteten Wachstumseinbruch in den darauf folgenden Jahren (ebd.:169ff).

Auf der Grundlage dieser Stabilisierungspolitik zielte die mexikanische Administration auch und gerade auf eine neoliberale Strukturpolitik, welche die Entwicklungsstrategie der exportorientierten Industrialisierung fördern sollte (Dussel Peters 2001:224ff). Der Außenhandel wurde weiter liberalisiert und mündete schließlich in der Etablierung der nordamerikanischen Freihandelszone (NAFTA) mit den USA und Kanada im Jahr 1994. Zugleich wurden in diesem Kontext auch ausländische Direktinvestitionen (FDI, *Foreign Direct Investments*) zu attrahieren versucht, indem u.a. hundertprozentiges ausländisches Eigentum an Unternehmen in einigen Bereichen Mexikos gestattet wurde. Dies dynamisierte die Exportenklave der *Maquiladora*-Industrie im mexikanischen Norden. Ein weiterer Teil der von 1988 bis 1994 getätigten ausländischen Direktinvestitionen galt der Einlösung von *Debt-for-Equity-Swaps* im Rahmen des 1989ff vorangebrachten *Brady-Plans*.⁵⁹ Die seit 1990 vorangetriebene Privatisierung staatlicher

57 Orthodoxe und heterodoxe Stabilisierungspolitiken unterscheiden sich hier zunächst darin, dass sie unterschiedliche Ursachen von inflationären Prozessen annehmen. Während orthodoxe Inflationstheorien von einer über die staatliche Defizitpolitik verursachten Inflation ausgehen und dementsprechend eine strikte Haushaltskonsolidierung empfehlen, geht die heterodoxe Inflationstheorie von „trägen Inflationserwartungen“ der Wirtschaftssubjekte aus. Hiernach sind Preis- und Lohnentwicklung weniger schnell anpassungsfähig als das neoklassische Modell nahe legt. Preise und Löhne können ganz im Gegenteil aufgrund inflationärer Erwartungen recht träge sein, so dass eine Haushaltskonsolidierung zur Inflationsbekämpfung nicht ausreicht. Eine strikte Einkommenspolitik (Lohn- und Preisstopp) sowie ein nominaler Anti-Inflationsanker (i.d.R. der Wechselkurs) sind heterodoxe Instrumente, um die Inflation(erwartungen) zu senken. Zur theoretischen Diskussion orthodoxer und heterodoxer Wirtschaftspolitik in Mexiko (und darüber hinaus) sei auf die instruktiven Studien von Moritz Kraemer (Kraemer 1997) und Barbara Fritz (Fritz 2002) verwiesen.

58 Das gilt sowohl für die offiziellen Statements des IWF im Rahmen von Artikel IV-Konsultationen (Griffith-Jones 1998: 114) als auch die entsprechenden wirtschaftsjournalistischen Beiträgen (zum Bild Mexikos als neoliberalem Musterschüler in der bundesdeutschen Wirtschaftspresse: Braig 1997).

59 Der *Brady-Plan* des US-amerikanischen Finanzministers Nicolas Brady beinhaltete im Jahr 1989 erstmalig eine Umschuldungsvereinbarung zwischen US-amerikanischen Banken und lateinamerikanischen Schuldnern, bei der die

Unternehmen zog weitere ausländische Direktinvestitionen an. Die Entstaatlichung der mexikanischen Wirtschaft betraf vor allem das Bankensystem und den Telekommunikationsbereich (Kraemer 1997:144ff; Boris 1996:86ff).⁶⁰

Die Analyse der Periode von 1988 bis 1994 liefert zunächst ein recht positives Ergebnis der damaligen mexikanischen Entwicklung: Die meisten zentralen makroökonomischen Daten (Wachstum des Bruttoinlandsprodukts, Inflation, Budgetsaldo der öffentlichen Haushalte) zeigten keine Anzeichen eines groben Ungleichgewichts. Auch die Steigerung von Währungsreserven auf nahezu 30 Mrd. US-Dollar im Januar 1994 deutete auf eine relativ stabile außenwirtschaftliche Absicherung des mexikanischen Modells hin. Dennoch wiesen einige Indikatoren auf Probleme hin, z.B. erreichte das Wachstum des BIP im Jahr 1993 real nur noch eine Rate von 0,6%.

Tabelle 3.2: Zahlungsbilanz Mexikos von 1989 bis 1995 (in Mrd. US-Dollar)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Leistungsbilanz	-5,8	-7,5	-14,6	-24,4	-23,4	-29,4	-0,7
Handelsbilanz	0,4	-0,9	-7,3	-15,9	-13,5	-18,4	7,0
Dienstleistungsbilanz*	-8,8	-10,6	-10,3	-11,9	-13,5	-15,0	-12,5
Übertragungsbilanz**	2,6	4,0	3,0	3,4	3,7	4,0	4,0
Kapitalbilanz	3,2	8,3	24,5	26,4	32,1	14,6	15,1
Bankkredite***	-0,4	2,3	7,0	4,0	-0,8	-4,6	18,2
Direktinvestitionen	3,2	2,6	4,8	4,4	4,4	11,0	7,0
Portfolioinvestitionen	0,4	3,4	12,8	18,0	28,9	8,2	-10,0
Statistische Fehler	3,0	2,5	-2,2	-1,0	-3,1	-3,6	-4,9
Devisenbilanz	0,3	3,5	7,4	1,0	6,0	-18,4	9,6
Internationale Reserven****	6,6	10,2	17,5	18,6	24,5	6,1	15,7

Quelle: Banco de Mexico (1996: Table 43 und 43a).

Anmerkungen:

- * : Die Dienstleistungsbilanz umfasst die Einnahmen und Ausgaben für Faktor- und Nicht-Faktor-Dienstleistungen, einschließlich Zinszahlungen und Gewinnrückübertragungen.
- ** : Die Übertragungsbilanz umfasst lediglich die Einnahmen aus Transfers.
- *** : Die Unterbilanz Bankkredite umfasst die Bilanz aus Verpflichtungen und Forderungen aus Bankkrediten und Depositen des Öffentlichen Sektors, des privaten Nicht-finanziellen Sektors, der Privatbanken und der Bank von Mexiko.
- **** : Die internationalen Reserven sind eine Bestandsgröße, jeweils zum Ende des Jahres.

Wesentlich drängendere Missstände offenbart ein genauerer Blick auf die mexikanische Zahlungsbilanz (siehe Tabelle 3.2). Die Handelsbilanz bzw. die Leistungsbilanz war seit Ende der achtziger Jahre negativ; und der Negativsaldo vergrößerte sich von Jahr zu Jahr. Finanziert wurde das Leistungsbilanzdefizit vor allem durch den Zustrom von Portfoliokapital, das zu Beginn der neunziger Jahre bis zu 90% der gesamten Kapitalzuflüsse nach Mexiko ausmachte. Das stetige Sinken des realen Wechselkurses des Peso gegenüber dem US-Dollar (also: eine Aufwertung des Peso) indizierte seit der Währungsverankerung im Jahr 1988 einen Verlust internationaler Wettbewerbsfähigkeit, der durch das rasch ansteigende Handelsbilanzdefizit noch bestätigt

privaten Finanzinstitute zu einem Verzicht einiger Forderungen gedrängt wurden. Ein Bestandteil dieser Umschuldungsvereinbarung waren *Debt-for-Equity-Swaps*, also die Umwandlung von Auslandskrediten in Inlandsbeteiligungen.

⁶⁰ Weitere Strukturmaßnahmen waren eine die Steuersätze senkende, aber die Steuerbemessungsgrundlagen verbreiternde Steuerreform, die Flexibilisierung des Arbeitsmarktes und die unter dem Druck der industriellen Reorganisation vollzogene Transformation der mexikanischen industriellen Beziehungen (vgl. Lauth 1997; Boris 1996: 65ff; Dombois/Pries 1999: 68ff; Kraemer 1997: 176ff).

wurde.⁶¹ Im zweiten Quartal des Jahres 1994 kam es erstmalig zu einem größeren Abzug von Portfoliokapital aus Mexiko, der nach einer Erholung im dritten Quartal desselben Jahres im vierten Quartal erneut einsetzte und schließlich in der Pesokrise endete (vgl. Kraemer 1997:407ff; Boris 1996:230; Griffith-Jones 1998:122f).

Ursachen der Pesokrise

Nach gängigen Analysen manifestierte sich die Währungskrise vordergründig als eine Vertrauenskrise inländischer wie ausländischer Geldvermögensbesitzer, die mit einer konsequenteren Währungs-, Geld- und Fiskalpolitik im Wahljahr 1994 hätte verhindert werden können. Ohne vorhandene kurzfristige politische Steuerungsdefizite unterbewerten zu wollen, übersieht ein solcher Erklärungsansatz wichtige Elemente.

Der folgende Erklärungsansatz begreift die Pesokrise als monetären Ausdruck einer gescheiterten neoliberalen Entwicklungsstrategie. Die Krise von 1994/95 wird erst im Kontext der im Gefolge der internationalen Schuldenkrise eingeleiteten neoliberalen Strukturreformen verständlich. Die asymmetrischen Integrationsbedingungen der mexikanischen Ökonomie in den Weltmarkt machte das System in hohem Maße anfällig für exogene Schocks. Ein Manko war das Versagen beim Aufbau einer nachhaltigen inländischen Wachstumsstrategie. Fatal an den Strukturreformen war der nationale Steuerungsverlust über den Kapitalverkehr und die entwicklungsstrategisch bedingte Passivierung der Handelsbilanz.

Liberalisierung des mexikanischen Finanzsystems

Die politischen Anstrengungen zur Deregulierung und Liberalisierung des mexikanischen Finanzsystems begannen unter Präsident de Gortari. Der zunächst durchgesetzten Deregulierung von Kreditquoten, Zinssatzkontrollen und Mindestreserveanforderungen folgte in den Jahren 1990 und 1991 die Liberalisierung der mexikanischen Anleihe- und Aktienmärkte. Zur gleichen Zeit begann die Privatisierung staatlicher Unternehmen. In Kombination mit der zeitgleichen Rezession in den USA und sinkenden US-Zinsen, sowie regulativen Veränderungen der US-amerikanischen *Securities and Exchange Commission* (SEC), welche die Portfolio-Aktivitäten jenseits der Grenze erleichterten, führte dies zu einem starken Zufluss von Portfoliokapital nach Mexiko. Die Liberalisierung des mexikanischen Finanzsystems wurde im Vorfeld der Gründung der nordamerikanischen Freihandelszone *NAFTA* als Zutrittsbedingung erforderlich (vgl. Ros/Lustig 1999; Griffith-Jones 1998:104ff).

Der stetige Zufluss von Auslandskapital war im Kontext einer wechselkursbasierten Stabilisierungspolitik notwendig, um der Zentralbank mit dem Aufschätzen von Währungsreserven die Verteidigung des nominalen Währungsankers zu ermöglichen. Die abrupte Absenkung der Inflation von 159,2% (1987) auf 19,7% (1989) im Jahresdurchschnitt förderte einen typischen Konsumboom, der nach der Deregulierung des Finanzsystems durch inländische Kreditausweitung seitens der mexikanischen Banken (Konsumentenkredite) verstärkt wurde. Das Ergebnis war ein *Asset-Price-Boom* (v.a. von Immobilien und Aktien) sowie ein zunehmender Luxuskonsum. Längerfristige Investitionsprojekte wurden dabei oft mit kurzfristigen

⁶¹ Ein Steigen (Sinken) des quantitativen Wertes des Wechselkurs des Peso zum US-Dollar (Peso/US-Dollar) zeigt eine Abwertung (Aufwertung) des Peso im Vergleich zum US-Dollar an (vgl. Dieckheuer 1998:318ff).

Dollarkrediten finanziert, so dass es im mexikanischen Finanzsystem zu einem *Currency-* und *Term-Mismatch*⁶² gekommen ist (vgl. Boris 2000; Palma 1997).

Tabelle 3.3: *Kapitalbilanz Mexikos von 1988 bis 1994 und dem ersten Quartal 1995 in Mrd. US-Dollar*

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1.Qrt. 1995
Leistungsbilanz	-1,0	-5,8	-7,4	-14,6	-24,4	-23,4	-28,8	n.a.
Kapitalbilanz	-5,8	4,7	10,9	22,2	26,4	30,5	10,9	-6,3
Öffentliche Kapitalbilanz	0,3	-1,1	-1,8	3,4	7,9	7,9	-0,4	-2,0
Langfristig	1,5	-0,0	6,4	1,2	-3,8	1,6	1,5	-1,4
Bankkredite	-1,5	-1,2	4,6	-2,4	-5,7	-2,0	-0,7	-0,3
Multilateral	0,8	0,5	0,7	0,9	0,5	0,2	-0,2	-0,2
Bilateral	0,6	0,6	0,7	1,4	1,2	0,2	-0,9	-0,7
CCC	0,2	0,2	0,1	-0,4	-0,3	-0,2	-0,0	
Anleihen u.a.	1,4	-0,0	0,3	1,7	0,4	3,4	3,3	-0,2
Kurzfristig	0,2	-0,2	0,4	0,5	1,8	1,0	2,2	-2,0
Mexikanische Schatzanleihen	-	-	-	3,5	8,2	7,1	-1,9	-4,7
Tesobonos	-	-	-	0,3	-0,0	1,1	14,4	-5,6
Andere/CETES	-	-	-	3,2	8,2	6,0	-16,3	0,9
Andere Regierungsvermögen	-1,4	-0,9	-8,7	-1,7	1,7	-1,7	-2,1	0,9
Debt-equity-swaps	-0,9	-0,4	-0,0	-0,2				
Handelskredite (langfristig)	-0,5	-0,5	-0,5	0,0	0,1	-0,3	-0,0	0,0
Schuldenverbesserung*			-7,4	-0,6	1,2	-0,6	-0,6	-0,2
Andere			-0,7	-1,0	0,5	-1,0	-1,4	1,0
Private Kapitalbilanz	-6,0	5,9	12,7	18,8	18,4	22,6	11,3	-4,3
Direktinvestitionen	2,6	3,0	2,6	4,8	4,4	4,4	8,0	0,6
Aktienkapital		0,5	2,0	6,3	4,8	10,7	4,1	0,1
Anleihenkapital			1,1	1,3	3,6	6,3	2,1	-1,2
Bankensektor				-0,1	0,6	1,7	-0,2	-0,0
Nicht-Bankensektor			1,1	1,5	3,0	4,6	2,2	-1,2
Netto-Auslandskredite	-3,3	-0,2	4,6	8,6	2,6	6,3	2,4	-1,2
Bankensektor			4,2	6,2	0,5	3,4	1,2	-2,3
Nicht-Bankensektor			0,4	2,4	2,1	2,8	1,2	1,1
Zunahme ausländischer	-1,6	-1,9	-0,1	0,5	3,8	-1,8	-3,4	-1,3
Vermögenswerte (-)								
Zinseinkünfte	-1,6	-1,9	-1,7	-1,4	-0,8	-0,7	-1,2	-0,4
ausländischer Vermögenswerte								
Andere	-	-	1,6	2,0	4,6	-1,1	-2,2	-0,9
Andere und stat. Fehler	-3,7	4,4	2,4	-2,8	-0,7	-3,3	-1,9	-1,4
Netto-Reserven (Anstieg: -)	6,8	1,1	-3,4	-7,6	-1,9	-7,1	17,9	n.a.

Quelle: Griffith-Jones (1998: 108f/122f).

Anmerkung: In der Tabelle können Rundungsdifferenzen auftreten.

Nettokapitalzuflüsse verstärkten diesen Prozess: Von 1990 bis 1993 flossen insgesamt ca. 90 Mrd. US-Dollar an Auslandskapital in die mexikanische Wirtschaft. Der private Sektor vereinigte

⁶² Da sich private Banken auf den internationalen Finanzmärkten günstiger refinanzieren konnten, kam es zu einem gefährlichen *Currency-Mismatch*. Banken boten Kredite in Peso an, während sie sich in Fremdwährung, zumeist US-Dollar, refinanzierten. Das Phänomen von *Term-Mismatches* umschreibt das Problem von Fristigkeitstransformationen: Mexikos Banken refinanzierten auf Peso laufende Kredite nicht nur mit Fremdwährungskrediten auf dem transnationalen Bankenmarkt; oft wurden mit Peso-Krediten auch langfristige Investitionsprojekte finanziert, während die Re-Finanzierung dieser Kredite auf kurzfristigen Dollar-Krediten beruhte. Bei einer Nichtverlängerung solcher revolvingierender Kredite drohte nicht nur das Kreditrisiko für die einzelne Bank einzutreten, sondern auch das Währungsrisiko.

mit ca. 72,5 Mrd. US-Dollar 80% auf sich. Entsprechend stieg seine gesamte ausstehende Auslandsverschuldung von 6,2 auf 16 Mrd. US-Dollar (siehe Tabelle 3.3 und 3.6). Von diesem (Netto-)Kapitalzufluss waren lediglich 22% (ca. 16 Mrd. US-Dollar in den Jahren 1990-1993) ausländische Direktinvestitionen. Investitionen in mexikanische Aktien machten einen Großteil des Kapitalzuflusses aus; Begebungen von (kurzlaufenden) Fremdwährungsanleihen durch viele private Nicht-Banken auf dem internationalen Kapitalmarkt unterstrichen die zunehmende Bedeutung von kurzfristigem Kapital für den Ausgleich der mexikanischen Zahlungsbilanz (vgl. Griffith-Jones 1998; Fischer/Schnatz 1996).

Der Zufluss von Portfoliokapital stellte die mexikanische Zentralbank vor die Aufgabe, den inflationären Entwicklungen der Ausweitung der inländischen Geldmenge mittels einer konsequenten Sterilisierungspolitik zu begegnen. Das hierfür erforderliche höhere inländische Zinsniveau wirkte jedoch in vielfältiger Weise kontraproduktiv. Zum einen verursachte es einen weiteren Sog an Fremdwährungskapital und somit eine Bestätigung der realen Aufwertungstendenz des Peso. Zum anderen sorgte es für Störungen in den Bankbilanzen, indem sich die Refinanzierungskosten der Finanzinstitute erhöhten. Hierdurch verschlechterte sich die Bonität und Liquidität des mexikanischen Bankensystems nochmalig; zuvor hatten sowohl der konsuminduzierte Kreditboom, als auch die Auswirkungen der wechselkursbasierten Stabilisierungspolitik auf die Liquidität zahlreicher exportorientierter Unternehmen bereits die Bankbilanzen in Unordnung gebracht. Von 1991 bis 1994 stieg daher der Anteil fauler Kredite an den gesamten Krediten von vier auf acht Prozent (vgl. Gruben 2001; Griffith-Jones 1998; Calvo/Mendoza 1996).

Das Resultat der frühzeitigen Öffnung der mexikanischen Kapitalbilanz für ausländische Investoren war somit die Attraktion von vor allem durch kurzfristige Zins- und Renditedifferenzen gesteuerten Portfoliokapital (in Anleihen und Aktien) und kurzfristig aufgelegten, revolvingierenden internationalen Bankenkrediten. Hiermit wurde ein *Asset-Price-Boom* angeheizt. Der Anstieg der US-Zinsen im Februar 1994, der sich bis zum Dezember desselben Jahres noch mehrfach wiederholte, sowie dramatische innenpolitische Ereignisse⁶³, kehrten den Trend des zufließenden Kapitals um, da das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit und die Renditeerwartungen mexikanischer Anlagen sank. Ambivalent ist die verstärkte Begebung von *Tesobonos* (kurzfristige und auf Dollar denominierte Staatsanleihen) im Verlaufe des Krisenjahres 1994 in Höhe von 14,4 Mrd. US-Dollar (s. Tabelle 3.3): Auf der einen Seite kann das als geldpolitischer Fehler der staatlichen Autoritäten angesehen werden; es ist jedoch auch möglich, die Ausgabe solcher auf Fremdwährung lautenden kurzfristigen Staatspapiere gerade als Ausdruck sinkenden Vertrauens seitens inländischer wie ausländischer Investoren zu interpretieren, indem die staatlichen Autoritäten das Währungsrisiko der Investoren übernahmen und so hofften, dass deren Kapital im Inland verblieb. Die Kombination von sinkenden Währungsreserven und kurzfristig auf Dollar denominierten Staatspapieren erwies sich jedenfalls als höchst explosiv und riskant (vgl. Fischer/Schnatz 1996:16ff; Griffith-Jones 1998:115ff).

Der Abwertung des Peso am 20. Dezember 1994 folgte ein massiver Abzug von Kapital aus Mexiko; bis zum 22. Dezember verlor die mexikanische Zentralbank 4,5 Mrd. US-Dollar an Devisenreserven, sodass die *Banco de Mexico* schließlich den Peso freigeben musste. In Erwartung

⁶³ Hierzu gehörten die Ermordung des Präsidentschaftskandidaten der regierenden Partei der Institutionellen Revolution (PRI) sowie der zum Start der Nordamerikanischen Freihandelszone begonnene Aufstand indigener Gruppen, vor allem in Chiapas.

einer starken Abwertung des mexikanischen Pesos wurde die Währungsspekulation zunächst von mexikanischen Investoren getragen, denen aber schon bald eine ‚Flucht‘ ausländischer Investoren folgte. Es ist festzuhalten, dass die Beschleunigung und das Ausmaß der einsetzenden Kapitalflucht weder mit gestörten Fundamentaldaten noch mit der sich verschlechternden *Maturity Structure*⁶⁴ der öffentlichen Auslandsverschuldung zu erklären sind. Im Januar 1995 – nach der Weihnachtspause – setzte ein herdenartig und panischer Kapitalabzug von in Mexiko engagierten *Emerging Market Funds* ein, der nicht nur den Peso weiter unter Druck setzte, sondern auch die Talfahrt der mexikanischen Aktienmärkte, die bereits im Oktober 1994 begonnen hatte, forcierte. Der drohende Verlust von Vermögenswerten veranlasste Investmentfonds dazu, ihr Engagement in Mexiko entweder gänzlich aufzugeben oder einzuschränken (vgl. Griffith-Jones 1998:124ff).

Die Währungskrise verursachte in der Folge eine offene Bankenkrise, welche wiederum eine Liquiditätskrise und Kreditrationierungen zur Folge hatte. Die Wachstumsrate des BIP brach im Jahr 1995 um mehr als sechs Prozent ein, die offizielle Arbeitslosigkeit verdoppelte sich innerhalb kurzer Zeit und zahlreiche Unternehmen wurden in den Bankrott gestürzt. Die Inflationsrate stieg aufgrund der Abwertung erneut steil an. Das unter fragwürdigen politischen Bedingungen zustande gekommene Rettungspaket des IWF und der US-Regierung in Höhe von 52 Mrd. US-Dollar verhinderte zwar die erneute mexikanische Zahlungsunfähigkeit, ermöglichte jedoch auch den Abzug US-amerikanischen Geldkapitals auf Kosten der mexikanischen Ökonomie (vgl. Boris 1996; Dussel Peters 1998; Lustig 1996).

Handelsliberalisierung und sozioökonomische Polarisierung (Maquiladora)

Seit der Schuldenkrise hatte jede mexikanische Regierung darauf gedrängt, die Modernisierung der industriellen Basis auszuweiten, auch um der hohen Abhängigkeit von Erdölprodukten zu entgehen. Von 1985 an ging der Anteil von Erdöl und Erdölprodukten an den gesamten mexikanischen Exporten von 55,2% auf 14,3% im Jahr 1993 zurück. Die verarbeitende Industrie wurde zum Träger des Exportwachstums. Ihr Anteil an den Exporten stieg von 37,6% im Jahr 1985 auf 80,4% im Jahr 1993. Damit hatte sich der Anteil industrieller Güter bzw. Erdöl und Erdölprodukte am mexikanischen Exportvolumen seit der Schuldenkrise nahezu verkehrt; und das obwohl sich die Produktionsstruktur Mexikos seit 1980 kaum verändert hatte (vgl. Boris 1996:110ff; Dussel Peters 2001; Palma 1997).

Die Importstruktur zeichnete dagegen ein Bild einer von der Einfuhr kapitalintensiver Güter und Halbfabrikate abhängigen Volkswirtschaft. Seit 1990 liegen die Importe von Waren über dem Export, sodass seitdem der Außenhandel defizitär ist; die Zinszahlungen an ausländische Kapitalgeber und der Gewinntransfer transnationaler Konzerne komplettieren das Bild eines stetig wachsenden Leistungsbilanzdefizits (siehe Tabelle 3.4).

Ein Erklärungsstrang für die rapide Zunahme der Importe setzt auf die makroökonomische Bedeutung des überbewerteten Peso. Im Kontext einer weitgehenden Liberalisierung des Handels führt eine Aufwertungstendenz der heimischen Währung zu einem Verlust internationaler Wettbewerbsfähigkeit bei gehandelten Gütern. Kann die reale Aufwertung des Peso nicht durch einen Produktivitätsschub kompensiert werden, ist die geschilderte Entwicklung unvermeidlich. Statt einem inländisch finanzierten Exportboom führten die neoliberalen

⁶⁴ Als *Maturity Structure* bezeichnet man hier die Fristigkeitsstruktur ausstehender Auslandsschulden. Eine Zunahme von kurzfristigen Schulden indiziert eine gesteigerte Risikowahrnehmung seitens der Kreditgeber.

Strukturreformen in Verbindung mit den heterodoxen Stabilisierungspolitiken am Ende zu einem extern finanzierten Konsumboom (Palma 1997).

Tabelle 3.4: *Außenhandelsbilanz Mexikos in den Jahren 1988 bis 1994 in Mrd. US-\$*

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Bilanz laufender Posten	-2,4	-5,8	-7,5	-14,6	-24,4	-23,4	-28,8
Einnahmen	42,1	48,1	56,1	58,1	61,7	67,8	78,1
Exporte (Waren)	30,7	35,2	40,7	42,7	46,2	51,9	60,9
Erdöl	6,7	7,9	10,1	8,2	8,3	7,4	7,4
Nicht-Erdöl	24,0	27,3	30,6	34,5	37,9	44,5	53,4
Landwirtschaft	1,7	1,8	2,2	2,4	2,1	2,5	2,7
Bergbau	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3	0,4
Verarbeitende Industrie	21,6	24,6	27,8	31,6	35,4	41,7	50,4
Dienstleistungen							
Nicht-Faktor-Dienstleistungen	6,1	7,2	8,0	8,8	9,2	9,4	9,7
Tourismus	2,9	3,4	3,9	4,3	4,5	4,6	4,8
Faktor-Dienstleistungen	3,1	3,2	3,3	3,6	2,9	2,8	3,5
Transfers	2,3	2,6	4,0	3,0	3,4	3,7	4,0
Ausgaben	44,5	53,9	63,5	72,7	86,1	91,2	106,9
Importe (Waren)	28,1	34,8	41,6	50,0	62,1	65,4	79,3
Konsumgüter	1,9	3,5	5,1	5,8	7,7	7,8	9,5
Halbfabrikate	22,1	26,5	29,7	35,5	42,8	46,5	56,5
Kapitalgüter	4,0	4,8	6,8	8,6	11,6	11,1	13,3
davon: Maquiladora	20,3	25,4	31,3	38,2	48,2	48,9	58,9
Dienstleistungen							
Nicht-Faktor-Dienstleistungen	6,1	7,7	9,9	10,5	11,5	11,5	11,9
Faktor-Dienstleistungen	10,3	11,5	12,0	12,2	12,5	14,2	15,6
Finanzdienstleistungen	10,1	11,3	11,6	11,8	12,0	13,7	15,1
Zinsen	8,6	9,3	9,2	9,2	9,6	10,9	12,0
Andere	1,5	2,0	2,4	2,6	2,4	2,8	3,1
Dienstleistungen (Rest)	0,2	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Transfers	-	-	-	-	-	-	-

Quelle: Boris (1996:127).

Allerdings ist dies nur die eine Seite der Medaille. Bei genauerer Betrachtung erscheint der Konsumboom auch als Ergebnis einer veränderten Strategie von Unternehmen der verarbeitenden Industrie, die sich auf die Produktion kapitalintensiver Produkte mittels Produktionsprozessen mit einem geringem Wertschöpfungsanteil spezialisierten. Als Vorbild einer solchen exportorientierten Strategie von transnationalen Unternehmen, sowohl inländischen wie ausländischen Ursprungs, galt die bereits erwähnte *Maquiladora*-Industrie im Norden Mexikos. Mittlerweile hat sich dieser Typus von Weltmarktintegration als Grundlage exportorientierter Entwicklung in Mexiko etabliert. Ergebnis der prozesskettenbedingten Importabhängigkeit ist zum einen eine zunehmende Desintegration von nationalen Wertschöpfungsketten und zum anderen – begünstigt durch eine unzureichende Industriepolitik – eine Verfestigung der technologischen Abhängigkeit der mexikanischen Wirtschaft.⁶⁵ Die

⁶⁵ Die Unternehmensstrategie einer zunehmenden Auslagerung von Fertigungsschritten (*Outsourcing, Subcontracting*) bedeutet, dass auch die Konkurrenz zwischen diesen Zulieferern international zunimmt. Gemäß der betriebswirtschaftlichen Maxime „*Buy or Make*“ versuchen Unternehmen ihre Inputkosten zu verringern, was zu einer höheren Importabhängigkeit der produzierenden Unternehmen führen kann. Die allgemeine Wirkung dieser neuen Unternehmensstrategien ist ein Prozess der *vertikalen Desintegration* und eine zunehmende *Heterogenisierung* der nationalen Wertschöpfungskette.

verarbeitende Industrie wies auch wegen dieser Spezifika im Jahr 1994/95 eine negative Handelsbilanz von 30 Mrd. US-\$ auf und zeichnete sich daher erheblich mitverantwortlich für die Währungs- und Finanzkrise Mexikos (vgl. Boris 1996; Dussel Peters 2001; Feldbauer/Parnreiter 1999:199ff).

Aufgrund der relativ hohen Kapitalintensität der industriellen Produktion in diesen Weltmarktfabriken und der Stagnation traditioneller Industrien, sah sich die Mehrheit der mexikanischen Bevölkerung gezwungen, ihr Einkommen zum Lebensunterhalt zunehmend im „informellen Sektor“⁶⁶ zu erzielen. Es bildete sich schließlich eine polarisierte sozioökonomische Struktur heraus, in der sich ein quasi exklavenartiger Sektor der verarbeitenden Industrie sich über Prozesse der Transnationalisierung in den Weltmarkt integrierte, während der Zuwachs der Erwerbsbevölkerung Mexikos zunehmend im informellen Sektor in Armut und verdeckte Arbeitslosigkeit fällt (vgl. Dussel Peter 2001; Feldbauer/Parnreiter 1999:202ff).

Abschließend lässt sich resümieren, dass der Ausgangspunkt der Pesokrise in der gescheiterten Entwicklungsstrategie zu suchen ist. Diese setzte auf neoliberale Strukturreformen und hoffte, über eine Wechselkursanbindung des Peso die Stabilität und hohe Währungsprämie des US-Dollars importieren zu können. Aufgrund des Zinsgefälles zum US-Kapitalmarkt mündete dies allerdings in einer steigenden Auslandsverschuldung des privaten und öffentlichen Sektors; dabei kam es zu erheblichen Diskrepanzen zwischen Anlagehorizonten und unterliegender Finanzierung (*Currency-* und *Term-Mismatches*). Die Pesokrise ist schließlich der monetäre Ausdruck einer gescheiterten Entwicklungsstrategie, die im Kontext der ‚Naftaisierung‘ auf die Liberalisierung der Kapital- und Leistungsbilanz setzte. Diese Entwicklungsstrategie machte die mexikanische Wirtschaft hochgradig anfällig für exogene Schocks. Die Veränderung des US-amerikanischen Zinsniveaus in den Jahren 1990 bis 1993 stellten für die mexikanische Wirtschaft einen solchen Schock dar: Sinkende Zinsen führten zu einem gewaltigen Zufluss internationalen Portfoliokapitals, die ebenso schnell wieder das Land verließen, als die Zinsen in den USA wieder stiegen und das Vertrauen der Geldvermögensbesitzer in den Peso in gleichen Maße – verstärkt durch innenpolitische Instabilität – abnahm.

3.2. Muster einer Globalisierungskrise: Brasilien 1999 (Kai Mosebach)**

Die brasilianische Währungskrise des Jahres 1999 reiht sich in eine Kette von lateinamerikanischen Finanzkrisen ein, die mit der mexikanischen Pesokrise begann und mit der aktuellen wirtschaftlichen, politischen und sozialen Krise Argentiniens einen vorläufigen Höhepunkt erreicht hat. Der Verlauf des Krisenprozesses erscheint in Brasilien zunächst auf vielfältige Weise anders zu sein. Zum einen steht der Vertrauensverlust der brasilianischen Währung Real in unmittelbarem Zusammenhang mit der im Sommer 1998 ausgebrochenen Russlandkrise, die zu nervösen Reaktionen auf den internationalen Finanzmärkten geführt hat. Ähnlich der mexikanischen Pesokrise waren auch die südostasiatischen Finanzkrisen mit

⁶⁶ Der Begriff des informellen Sektors ist ein Sammelbegriff für unterschiedliche sozioökonomische Strukturen (Tagelöhner, Subsistenzwirtschaft, Kleinstgewerbe etc). Er wird hier verwendet, da er als Gegenpol zum *formellen* Sektor verstanden werden kann, in dem Lohnabhängige in relativ geregelten Beschäftigungsverhältnissen stehen. Das Schrumpfen des formellen Sektors führt zur Zunahme informeller, d.h. unregelter Beschäftigung (vgl. für eine Begriffsgeschichte Komlosy et al. 1997:9ff; für Lateinamerika: Schubert 1997a).

^{**} Dieses Kapitel ist meinem Vater, Karl Wilhelm Mosebach, gewidmet, der am 28. März 2002 viel zu früh im Alter von 67 Jahren gestorben ist.

erheblichen Ansteckungseffekten verbunden, so dass selbst ein Forschungsteam des Internationalen Währungsfonds zu der Einsicht gekommen ist, dass Brasilien im Grunde kein Ursprungsland einer Finanzkrise darstellt, sondern vielmehr von sogenannten *Contagion*-Effekten negativ betroffen worden ist (vgl. IMF 1999). Zum anderen ist die Währungskrise in Brasilien im Vergleich zu den beiden vorhergegangenen in Mexiko und Südostasien relativ glimpflich verlaufen.⁶⁷ Weder brach das Wachstum des Bruttoinlandsproduktes in einem vergleichbaren Umfang ein, noch führte die währungspolitische Entscheidung, den Real frei schwanken zu lassen zu stärkeren inflationären Prozessen; zudem konnte eine offene Bankenkrise verhindert werden.

Die Frage, warum es den brasilianischen Behörden gelang, die Folgen der brasilianischen Währungskrise zu minimieren, ist nicht unabhängig davon, wie die brasilianische Wirtschaft in den Weltmarktzusammenhang integriert ist (vgl. Berriel-Díaz 2002; Averbug/Giambiagi 2000). Doch auch wenn die brasilianische Währungskrise einen besonderen Verlauf genommen hat, ist doch die grundsätzliche Entwicklungsstrategie Brasiliens in vielen Punkten der Entwicklung Mexikos und Argentiniens vergleichbar; auch Brasilien hat auf der Grundlage einer wechsellkursbasierten Entwicklungsstrategie seine Wirtschaft einem rigiden Stabilisierungsprogramm und radikalen Transformationsprozess unterworfen, der mittels neoliberaler Wirtschaftsreformen die strukturellen Grundlagen der nach dem zweiten Weltkrieg etablierten importsubstituierenden Industrialisierungsstrategie (ISI) verändert hat. Wir kommen daher zu der Auffassung, dass die Achillesferse des brasilianischen Entwicklungsmodells der neunziger Jahre, d.h. auch die Währungskrise von 1999, ohne einen Rückbezug auf die Ursachen und Bedingungen dieser historischen Transformation unbegriffen bleiben muss. Wir vertreten die These, dass gerade die besondere Form der abhängigen Weltmarktintegration der brasilianischen Ökonomie im Kontext veränderter externer Entwicklungsbedingungen sowohl die Besonderheiten als auch Ähnlichkeiten der brasilianischen Währungskrise im Vergleich zu anderen Währungskrisen zu erklären vermag.

Industrialisierung und Schuldenkrise

Im Gefolge der Weltwirtschaftskrise der dreißiger Jahre folgte auch in Brasilien der Übergang zu einer neuartigen Industrialisierungsstrategie. „Durch den Zusammenbruch des Welthandels war der Import von Industriegütern in den dreißiger Jahren und während des Krieges kaum möglich, weshalb Brasilien zur eigenständigen Produktion dieser Güter überging“ (Novy/Calzadilla 1995:195). Nach der „einfachen Phase“, der Substitution von Konsumgütern und Grundstoffindustrien, folgte in den sechziger Jahren eine „entwicklungspolitische Neuorientierung“ (Sangmeister 1995:231). Die fortschreitende Rekonstruktion des Weltmarktes im Kontext der Nachkriegsentwicklung (vgl. Altvater/Hübner/Stanger 1983) ermöglichte nun auch Brasilien, auf die technologischen und finanziellen Ressourcen transnationaler Unternehmen zur Substitution von dauerhaften Konsumgütern und Kapitalgütern zurück zu greifen. Hiermit konnte der bereits in der Anfangsphase auftretende zentrale Widerspruch der Importsubstitution zeitweilig ausgehebelt werden. Dieser Bestand darin, zur fortschreitenden

⁶⁷ Diese Aussage gilt jedoch nur in Bezug auf die unmittelbaren Effekte der Währungskrise von 1999. Die Rückwirkungen der wirtschaftlichen und politischen Wirren in Argentinien sowie der seit dem ersten Quartal 2001 zu beobachtende weltweite Konjunkturabschwung haben Brasilien erneut in erhebliche internationale Liquiditätsschwierigkeiten gebracht (vgl. Dieter 2002d).

Importsubstitution die hierfür erforderlichen Investitions- bzw. Kapitalgüter importieren zu müssen, was schon Ende der fünfziger Jahre zu massiven Handelsbilanzproblemen geführt hatte (vgl. Novy/Calzadilla 1995:199). Die ausländischen Direktinvestitionen stiegen seit Ende der fünfziger Jahre stark an: „Ein attraktives Paket von steuerlichen Anreizen und Subventionen ermunterte ausländische Investoren, auf dem brasilianischen Binnenmarkt tätig zu werden, der gegen konkurrierende Importe weitgehend abgeschottet blieb. Unter diesen günstigen Bedingungen begannen Ende der fünfziger Jahre transnationale Konzerne (TNK), eigene Produktionsstätten in Brasilien aufzubauen und den Prozess der Importsubstitution auf neue Wirtschaftszweige auszudehnen, wie z.B. die Herstellung von Chemiefasern und Pharmaprodukten, von Elektrogeräten des gehobenen Konsums, sowie die Fabrikation von Kraftfahrzeugen in großer Serie. Kennzeichnend für die neuen Produktionsstätten war eine kapitalintensive Fertigungsweise, die sich aus der Übernahme der technisch fortschrittlichsten Verfahren der Industrieländer ergab“ (Sangmeister 1995:231).

Nicht zuletzt aufgrund der starken Ungleichverteilung des Volkseinkommens war die Nachfragekapazität des brasilianischen Binnenmarktes begrenzt. Die politische Forderung nach einer Einkommensumverteilung und sich ausweitende soziale Proteste waren die wichtigsten Gründe für den Militärputsch des Jahres 1964. Anstatt strukturelle Reformen anzustreben, die das Binnenmarktpotenzial hätten vergrößern können, drängte die Militärdiktatur in Richtung einer stärkeren Exportorientierung (Novy/Calzadilla 1995:200). Die Militärregierung führte einen flexibleren Wechselkurs sowie steuerliche und direkte finanzielle Exportanreize ein, die – flankiert von einer graduellen Liberalisierung der Importe – die brasilianische Wirtschaft stärker in den Welthandel integrieren und den Zufluss von ausländischem Kapital erhöhen sollten (Sangmeister 1995:235). Die Militärdiktatur festigte somit ein Entwicklungsmodell, das im Rahmen eines „triadischen Bündnisses“ aus transnationalem, nationalen und staatlichem Kapital beruhte, und bewirkte einen ersten Schritt in Richtung einer exportorientierten Industrialisierung (Novy/Calzadilla 1995:199).

Tabelle 3.5: Ausländische Gesamtverschuldung (EDT) in US-Dollar (Mio.) und Auslandsschuldenlast in Prozent der jährlich erlösten Exporteinnahmen Brasiliens von 1970 bis 1999

Brasilien	1970	1975	1980	1985	1990	1994	1996	1997	1998	1999
EDT	5.734	27.329	71.521	98.985	118.056	151.023	181.036	164.091	240.008	235.847
langfristig	5.020	24.023	57.981	89.604	93.340	119.620	145.593	164.091	209.886	206.326
kurzfristig	714	3.306	13.540	9.381	23.716	31.403	35.443	34.429	30.122	29.521
EDT/Export	n.a.	275	307	353	325	285	303	302	379	402

Quelle: Global Development Finance 2001

Die Ölkrise des Jahres 1973 und das Ende des in den Jahren 1968-73 vorherrschenden beachtlichen Wachstumsbooms mit Wachstumsraten des BIP von über zehn Prozent pro Jahr verursachten eine krisenhafte wirtschaftliche Entwicklung, welche die Militärdiktatur durch eine nochmalige Vertiefung der Importsubstitution zu überwinden suchte. Um der Abhängigkeit von Energieimporten zu entgehen, wurde die ISI in den siebziger Jahren vor allem im Grundstoff- und Investitionsgüterbereich ausgeweitet. Aufgrund der günstigen Finanzierungsbedingungen auf den internationalen Finanzmärkten und des die inländischen Ersparnisse weitgehend übersteigenden Finanzierungsbedarfes dieser „dritten Phase“ der Importsubstitution, erhöhte die Militärdiktatur die Auslandsverschuldung Brasiliens erheblich (siehe Tabelle 3.5). Von 1970 bis

1980 stieg die brasilianische Auslandsverschuldung von 5,7 Mrd. US-Dollar auf 71,5 Mrd. US-Dollar, also um mehr als 1.300 Prozent innerhalb von zehn Jahren!

Gemessen am Verhältnis von Gesamtverschuldung zur Warenausfuhr stieg die Auslandsschuldenlast der brasilianischen Ökonomie im selben Zeitraum von 189 Prozent (1970) auf 353 Prozent (1980).⁶⁸ Brasilien galt daher ab dem Jahr 1978 nach den Definitionen von Weltbank und IWF als *Severly Indebted Country*, also als ein hoch verschuldetes Entwicklungsland (Sangmeister 1995:254ff).

Der Verfall der Rohstoffpreise, die zweite Ölkrise und die Erhöhung der US-amerikanischen Leitzinsen durch die Federal Reserve Bank Ende der siebziger, Anfang der achtziger Jahre setzten der Strategie der verschuldeten Industrialisierung ein unvermitteltes Ende: „Brasilien geriet immer tiefer in die Sachzwänge der Verschuldungskrise und musste einen immer größer werdenden Anteil der Ressourcen und Deviseneinkünfte für den Schuldendienst abzwängen. Mit einer negativen Wachstumsrate geriet Brasilien 1981 in eine der schwersten Wirtschaftskrisen seiner Geschichte“ (Novy/Calzadilla 1995:201).

Nachdem die Devisenreserven Brasiliens im Jahr 1982 auf knapp 2 Mrd. US-Dollar gesunken waren, sah sich die brasilianische Regierung außerstande, ihrem Schuldendienst nachzukommen. Die ersten (weitgehend) freien Wahlen seit der Machtergreifung des Militärs im Jahr 1964 fanden am 15. November 1982 inmitten der Verhandlungen Brasiliens mit dem IWF statt, um von diesem einen Beistandskredit erhalten zu können. In dem *Letter of Intent* erklärte sich schließlich die brasilianische Regierung am 17. Dezember 1982 bereit, die Inflation zu bekämpfen, das Haushaltsdefizit zu verringern, Lohnkontrollen und eine Exportförderung durchzusetzen. Im Gegenzug sollte Brasilien vom IWF einen Beistandskredit von 5,5 Mrd. US-Dollar erhalten, der die Umschuldung alter Kredite sowie die Begebung neuer Anleihen – allerdings zu erheblich höheren Zinsen mit einem LIBOR + 2,5 Prozent⁶⁹ – in Höhe von 4,4 Mrd. US-Dollar ermöglichte (Altvater 1988:176).

Die in dem *Letter of Intent* niedergelegten wirtschaftlichen Ziele wurden jedoch nicht erreicht, so dass die vorgesehenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen mehrfach überarbeitet und präzisiert werden mussten (vgl. Schubert 1985:208). Die IWF-Beistandskredite und die hierdurch vermittelten Umschuldungen von Forderungen internationaler Gläubigerbanken zielten im Kern auf die Wiederherstellung bzw. Erhaltung der internationalen Zahlungsfähigkeit Brasiliens. Von 1980 bis 1985 hat Brasilien 96,6 Mrd. US-Dollar Zinsen und Tilgungen gezahlt und konnte dennoch die Steigerung der Bruttoverschuldung von 63,9 Mrd. US-Dollar auf 93,1 Mrd. US-Dollar in demselben Zeitraum nicht verhindern. Der Berliner Politökonom Elmar Altvater bemerkt hierzu: „Der Grund dieses Anstiegs ist freilich nicht nur die Zunahme der Außenschuld, sondern auch der Rückgang des BIP (in US-Dollar) von 283,14 Mrd. US-Dollar 1982 auf 220,20 Mrd. US-Dollar 1985“ (ebd.). Zu diesem Wachstumseinbruch trugen nicht zuletzt die im Rahmen der *Letter of Intent* eingegangenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen bei, die eine Anpassungskrise hervorbrachten (siehe Tabelle 3.6).

Zu Beginn des Jahres 1986 versuchte die brasilianische Regierung mit einer Währungsreform („Plano Cruzado“) die anhaltend hohe Inflation mit Hilfe eines heterodoxen Stabilisierungsschocks zu senken. Der Plano Cruzado strebte mit dem Ersatz der alten Währung

⁶⁸ Aufgrund unterschiedlicher statistischer Messgrößen weichen diese Zahlen (Sangmeister 1995) leicht von den Zahlen der Weltbank (GDF 2001) ab.

⁶⁹ London InterBankOfferingRate.

Cruzeiro und über eine Aufhebung der Preis- und Lohnindexierung, die in Brasilien seit der Militärdiktatur Mitte der sechziger Jahre weit verbreitet war, sowie der Festlegung eines neuen Cruzado-Dollar-Wechselkurses die Bekämpfung der sogenannten Beharrungsinflation an. Der Plano Cruzado scheiterte jedoch bereits nach kurzer Zeit und im Jahr 1990 stand Brasilien wiederum am Rand einer Hyperinflation (Sangmeister 1995:266f).

Tabelle 3.6: Bruttosozialprodukt (BSP), Export/BSP-Verhältnis, Import-BSP-Verhältnis, Schuldendienst/Export, Netto-Ressourcentransfer, jahresdurchschnittliche Veränderung des Verbraucherpreisindex in Brasilien von 1980 bis 1990 in Prozent

	1980	1982	1984	1986	1988	1990
BSP (Mrd. US-Dollar)*	227,3	267,2	197,1	256,1	316,7	452,6
Exporte zu BSP	10,26	8,80	15,34	9,82	11,63	8,14
Importe zu BSP	15,95	14,88	15,39	11,91	10,34	9,05
Schuldendienst zu Exporten	63	82	45	46	46	22
Netto-Ressourcentransfer (Mio. US-Dollar)	-845	-409	-1.074	-7.115	-7.236	-3.948
Veränderung des Verbraucherpreisindex	114,3**	n.a.	187,6***	n.a.	682,3	2.938,0

Quelle: Global Development Finance 2001; Noblen/Thibaut (1995:Table IX).

Anmerkungen:

* : Die absoluten Zahlen des Bruttosozialprodukts sind wegen mehrfacher Wechselkursänderungen und Währungsreformen nicht über die ganze angegebene Periode vergleichbar.

** : Jahresdurchschnittliche Veränderung für die Jahre 1981-1983

***: Jahresdurchschnittliche Veränderung für die Jahre 1984-1986

Ebenso verschlimmerte sich die Verschuldungssituation nach dem Scheitern des Plano Cruzado und mündete in ein Zinsmoratorium, das die brasilianische Regierung im Februar 1987 für die international ausstehenden Forderungen erklärte. Weitere Umschuldungen und Kredite konnten zwar die Zahlungsfähigkeit Brasiliens gegenüber seinen ausländischen Gläubigern eine Weile aufrecht erhalten, vermochten jedoch nicht zur Bildung von produktivem Kapital beizutragen (vgl. Novy/Calzadilla 1995; Schubert 1985:206). Die in dieser Situation als erforderlich erachtete Exportförderung führte dazu, dass Brasilien seine Handelsbilanz in den achtziger Jahren verbessern konnte; die heterodoxen Stabilisierungsprogramme bewirkten jedoch auch, dass die Binnenmarktdynamik zum Erliegen kam und die spektakulären Wachstumsraten Brasiliens in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre ausschließlich auf die Exportförderung zurückzuführen waren. Die verschiedenen nachfolgenden Reformprojekte (u.a. der „Plano Collor“) vermochten ebenso wenig die Inflation nachhaltig abzusenken (vgl. Nicolas 1995:164ff; Macedo 1996). Allerdings wurden bereits während der Präsidentschaft Fernando Collor de Mellos zahlreiche Deregulierungsmaßnahmen, Privatisierungsprogramme und Liberalisierungspolitiken initiiert (vgl. Palma 2000:18f; Macedo 1996:57ff). Die Exportdynamik setzte sich bis zur Einführung der neuen Währung, dem Real, im Juni 1994 fort. „Von da an fielen die Handelsbilanzüberschüsse, vor allem wegen der stark steigenden Importe, kontinuierlich, und in den letzten Monaten des Jahres 1994 war die Handelsbilanz erneut negativ“ (Novy/Calzadilla 1995:205).

Plano Real: wechselkursbasierte Stabilisierungspolitik und neoliberale Strukturanpassung

Nach dem von Massenprotesten begleiteten Zwangsabgang des Staatspräsidenten Collor de Mello im September 1992 berief der Übergangspräsident Itamar Franco im Juni 1993 den angesehenen Senator und sozialdemokratischen Politiker (PSDB) Fernando Henrique Cardoso

zum Finanzminister, der den „Plano Real“ zur Bekämpfung der monatlichen Inflation von 40 bis 50 Prozent durchsetzte. Das als Stabilisierungs- und Strukturanpassungsprogramm gedachte Wirtschaftsprojekt bestand u.a. aus folgenden Komponenten (Wachendorfer/Mathieu 1995:158):

- Eine zeitweilige Sanierung des Bundeshaushaltes mit einem auf zwei Jahre befristeten Notstandsfonds;
- die Einführung einer allgemeinen Indexeinheit (URV) im März 1994, die im Verhältnis 1:1 an den US-Dollar gekoppelt wurde und deren Cruzeiro-Wert täglich korrigiert wurde;
- sowie schließlich die Umwandlung der URV in die neue Währung Real (R\$) zum 1. Juli 1994, die ebenfalls im Verhältnis 1:1 an den US-Dollar gekoppelt war. Im Gegensatz zum argentinischen „Plan Cavallo“ besteht jedoch weder volle und unbeschränkte Konvertibilität noch wird der US-Dollar zur legalen Währung.

Die wechselkursbasierte Entwicklungsstrategie kann als Hebel begriffen werden, mit dem in Brasilien endgültig das politische Projekt der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und des Güterverkehrs sowie der Deregulierung von Güter- und Arbeitsmärkten in Gang gesetzt wurde (vgl. Pinheiro/Giambiagi/Mesquita Moreira 2001; Baumann 2001). Wegen der im Vergleich mit anderen lateinamerikanischen Ländern erst in den neunziger Jahren durchgesetzten neoliberalen Wirtschaftsreformen wird Brasilien auch als Modell „verspäteter Strukturanpassungen“ bezeichnet.⁷⁰ Neben den geld-, fiskal- und währungspolitischen Maßnahmen ist die fortgesetzte Liberalisierung des Außenhandels durch die weitere Absenkung der Einfuhrzölle von 85 Prozent im Jahr 1989 auf 12,5 Prozent im September 1994 zu nennen, welche die heimische Industrie einer internationalen Konkurrenz aussetzte. Zudem hat die brasilianische Regierung auch die Privatisierung von staatlichen Unternehmen vorangetrieben. Von 1991 bis 2000 wurden Staatsunternehmen im Wert von 82,1 Mrd. US-Dollar verkauft. Ein Großteil hiervon (ca. 59 Mrd. US-Dollar) wurde in den Jahren 1996 bis 1998 unmittelbar in Folge des so genannten „Tequila-Effekts“ der mexikanischen Währungskrise erlöst, der Brasilien in erhebliche Liquiditätsschwierigkeiten gebracht hatte (vgl. Pinheiro 2000; ECLAC 1998).

Tabelle 3.7: Reale Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP), Inflationsrate und städtische offene Arbeitslosenquote [hast du auch Gesamtarbeitslosenquoten? die städtischen sind schwer vergleichbar] in Brasilien von 1993 bis 2000 in Prozent

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
BIP-Wachstumsrate	4,9	5,8	4,2	2,7	3,6	-0,1	1,0	4,0
Inflationsrate	1927	2076	66,0	15,8	6,9	3,2	4,9	7,5
Arbeitslosenquote	5,4	5,1	4,6	5,4	5,7	7,6	7,6	7,1

Quelle: Boris et al. (2000:24); CEPAL (2002:39 [Table 31]).

Die rasche Absenkung der Inflation von 50 Prozent (monatlich) im Juni 1994 auf unter 10 Prozent (jährlich) im Jahr 1996 zeigte den inflationssenkenden Erfolg der wechselkursbasierten Stabilisierungspolitik. Die Inflationssenkung ging mit einem spontanen Nachfrageboom einher, da sich die Massenkaufrkraft durch die Abbremsung der Preissteigerungsraten stabilisieren konnte. Hohe Wachstumsraten gingen mit einer geringeren Preissteigerungstendenz einher, die auch die

⁷⁰ Hierbei haben politische Spezifika Brasiliens eine Rolle gespielt, die an dieser Stelle jedoch nicht ausgeführt werden können (vgl. hierzu Meyer-Stamer 2000; Barrios/Röder 2000).

Arbeitslosigkeit zunächst sinken ließ. „Es ergibt sich also in der Anfangsphase offenbar ‚die schönste aller Welten‘: eine Stabilisierung ohne Anpassungskosten“ (Fritz 2000a:259). Kehrseite dieses Nachfragebooms war jedoch, dass wegen des liberalisierten Außenhandels auch die Importe sprunghaft zunahmen und die Handelsbilanz sich passivierte.

Bis auf die Entwicklung der Preissteigerung waren jedoch die makroökonomischen Daten Brasiliens in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre nicht gerade überzeugend (siehe Tabelle 3.7). Während die offizielle Arbeitslosenquote von 1995 an bereits wieder zu steigen begann, blieb die Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts höchst instabil. Folgte die ISI-Politik einem radikalen Wachstumsfetisch, so ordnete die nun forcierte neoliberale Politik alle wirtschaftliche Entwicklung der *Währungs- und Geldwertstabilität* unter (vgl. Palma 2000:47f).

Ein Blick auf die Zahlungsbilanz Brasiliens unterstreicht den instabilen Entwicklungspfad der brasilianischen Ökonomie: Die in den achtziger Jahren weltweit dritthöchsten Exportüberschüsse verwandelten sich aufgrund der künstlich hergestellten Überbewertung des Real in einen Importüberschuss (siehe Tabelle 3.8).

Tabelle 3.8: Leistungsbilanz, Kapitalbilanz und Devisenbilanz Brasiliens von 1994 bis 2000 (in Mio. US-Dollar)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Leistungsbilanz	-1.153,0	-18.136,0	-23.255,0	-30.493,0	-33.445,0	-25.396,0	-24.637,0
Handelsbilanz	10.861,0	-3.157,0	-5.452,0	-6.655,0	-6.604,0	-1.260,0	-698,0
Dienstleistungsbilanz	-5.346,0	-7.495,0	-8.066,0	-9.308,0	-10.110	-6.977,0	-7.574
Übertragungsbilanz	-6.668,0	-7.484,0	-9.737,0	-14.530,0	-16.731,0	-17.159,0	-16.365,0
Kapitalbilanz	8.020,0	29.306,0	33.922,0	25.397,0	20.401,0	8.398,0	29.649,0
Langfristig*	2.035,0	3.475,0	11.666,0	18.608,0	26.050,0	26.888,0	30.497,0
Kurzfristig**	44.732,0	9235,0	20.832,0	10.057,0	17.616,0	3.713,0	6.758,0
Sonstige***	-38.747,0	16.596,0	1.424,0	-3.268,0	-23.265,0	-22.203,0	-7.606,0
Statistische Fehler	-441,8	1.446,7	-1.715,0	-2.811,0	-4.256,0	-194,0	3.049,0
Devisenbilanz****	n.a.	n.a.	-8.952,0	7.907,0	17.299,0	16.805,0	-8.061,0

Quelle: CEPAL (2002:442f [Table 258]); eigene Berechnungen.

*: In der brasilianischen Zahlungsbilanzstatistik versteht man unter langfristiger Kapitalbilanz die Bilanz von Direktinvestitionen.

**: In der brasilianischen Zahlungsbilanzstatistik versteht man unter kurzfristiger Kapitalbilanz die Bilanz von Portfolioinvestitionen.

***: In der brasilianischen Zahlungsbilanzstatistik versteht man hierunter internationale Forderungen und Verbindlichkeiten staatlicher Behörden, der Regierungen und von Banken.

****: Nach dem Prinzip der ausgeglichenen Zahlungsbilanz indiziert ein negatives Vorzeichen eine Erhöhung der Nettoauslandsforderungen bzw. eine Zunahme der Nettowährungsreserven der Zentralbank und umgekehrt. Die Devisenbilanz von 1994 und 1995 ist im Statistischen Jahrbuch der CEPAL (2002) nicht erfasst, weil aufgrund der hohen Außenverschuldung Brasiliens die Zahlungsbilanz weitgehend durch „außergewöhnliche Finanzierungen“ („Exceptional financing“) ausgeglichen wurde.

Die Finanzierung der brasilianischen Leistungsbilanz und der Erfolg der wechselkursbasierten Entwicklungsstrategie blieben zudem prekär, weil „der Wert des brasilianischen Real durch die Öffnung der Kapital- und Warenmärkte durch in das Land strömendes ausländisches Kapital abgesichert“ werden musste (Novy 2000:300). Die Pesokrise Mexikos im Dezember 1994 beispielsweise bewirkte innerhalb von wenigen Monaten einen Abfluss von knapp 10 Mrd. US-Dollar, so dass die Devisenreserven kurzfristig auf unter 30 Mrd. US-Dollar fielen (Fritz 2000a:269). Als Reaktion kehrte die brasilianische Regierung vorübergehend auf einen protektionistischeren Außenhandelskurs zurück und erhöhte zur Absicherung der Devisenreserven den Zollsatz auf Konsumgüter, um die Handelsbilanz wieder zu aktivieren. Zusätzlich führte sie einen *Crawling Peg* ein, der über regelmäßige Währungskursanpassungen eine

Überbewertung des Real verhindern sollte. Trotz dieser vorsichtigen und öffentlich verkündeten Maßnahmen folgte der ersten kleineren Abwertung eine panische Kapitalflucht, die eine „sofortige und drastische Erhöhung der nominalen Leitzinsen um fast 20 Prozentpunkte, von 46 auf 65 Prozent“ erzwang (ebd.:270).

Die Währungskrise von 1999

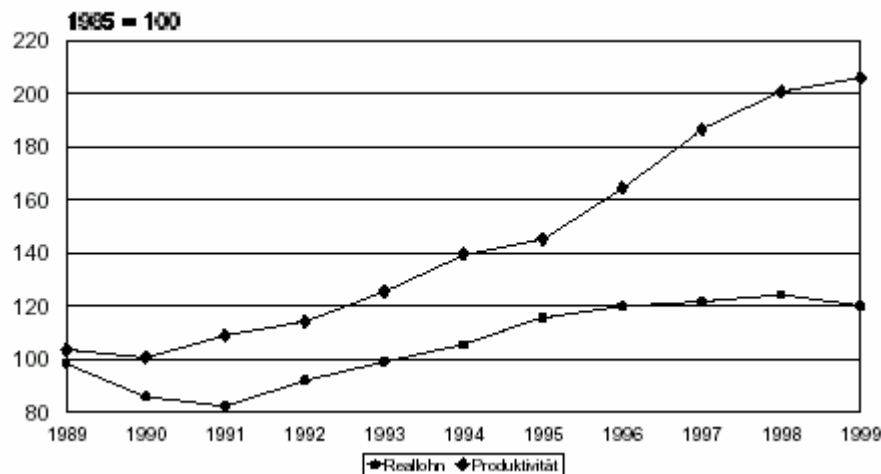
Der zentrale Widerspruch der wechsellkursbasierten Entwicklungsstrategie bestand darin, dass die brasilianische Zentralbank aufgrund der nur geringen Währungsprämie des Real ein relativ hohes Zinsniveau aufrecht erhalten musste, um zur Verteidigung des Wechselkurses und zur Aufrechterhaltung der internationalen Zahlungsfähigkeit der brasilianischen Ökonomie über genügend Devisenreserven verfügen zu können. Das durch die abhängige Weltmarktintegration begünstigte hohe inländische Zinsniveau drosselte die brasilianische Binnenmarktdynamik, indem es die Investitionstätigkeit des privaten Sektors dämpfte, den Bankensektor in Liquiditätsschwierigkeiten brachte und die interne Staatsverschuldung in die Höhe trieb. Die Möglichkeit der Krise ist hiermit zwar bestimmt, nicht jedoch deren Verlauf. Gerade der brasilianische Fall zeigt, dass sowohl die zyklische Binnenmarktentwicklung als auch die volatilen Zinsbewegungen durch die Instabilitäten und Ansteckungseffekte internationaler Finanzmärkte mitverursacht worden sind. In der Zeit von 1994 bis 1998 musste die brasilianische Wirtschaft allein drei exogene Schocks absorbieren, die zwar die Widersprüche der neoliberalen Entwicklungsstrategie offenkundig gemacht haben, ohne die aber die Währungskrise in dieser Form nicht eingetreten wäre: die mexikanische Pesokrise, die Asienkrise und die Russlandkrise.

Die fragile Binnenmarktdynamik wurde noch dadurch verstärkt, dass im Kontext liberalisierter Außenhandelsbeziehungen und einer stetig aufwertenden Währung die Wettbewerbsfähigkeit der brasilianischen Industrie gegenüber ausländischen Produzenten im Bereich handelbarer Güter permanent fiel, so dass brasilianische Unternehmen aus Kostengründen gezwungen waren, diese verloren gegangene internationale Wettbewerbsfähigkeit durch eine Steigerung der Arbeitsproduktivität zu kompensieren. Aufgrund der unmittelbaren Schockwirkung der umfassenden Handelsliberalisierung auf die brasilianischen Unternehmen, deren höchst unzureichender technologischen Kompetenz und der mangelhaften industriepolitischen Orientierung der brasilianischen Wirtschaft im Allgemeinen konnten diese Produktivitätssteigerungen jedoch nur dadurch erreicht werden, dass die großen brasilianischen Unternehmen zunehmend auf die Strategie der *vertikalen Desintegration*⁷¹ zurückgriffen, um ihre verloren gegangene internationale Wettbewerbsfähigkeit zu kompensieren. *Outsourcing*, *Sub-Contracting* und die *Ausweitung informeller Beschäftigung* ermöglichten betriebliche Kostensenkungen, verursachten jedoch auch, dass die brasilianischen Unternehmen ihre Fertigungstiefe stark zurückführten und vermehrt ausländische Halbfertigprodukte importierten. Eine sinkende Fertigungstiefe bei gleichzeitig steigendem Import von Kapitalgütern und Zwischenprodukten erhöhte die strukturelle Heterogenität der brasilianischen Volkswirtschaft, so dass sich etwaige Wachstumsprozesse in einzelnen Branchen weniger in die brasilianische Volkswirtschaft im Ganzen, sondern entlang transnationaler Wertschöpfungsketten ausrichteten. Die hiermit einhergehende flache Prozesskettendynamik konnte von der privaten Binnennachfrage nicht

71 Mit vertikaler Desintegration ist speziell die Reduzierung der Fertigungstiefe durch Auslagerung von Fertigungsschritten an Zulieferer gemeint. Betriebsintern umschreibt der Begriff die Dezentralisierung von Aufgaben und Kompetenzen (vgl. bspw. Sablowski/Kellermann 2001).

kompensiert werden, da die durch die neuen Unternehmensstrategien bewirkten Produktivitätssteigerungen von der Reallohnentwicklung abgekoppelt waren (vgl. Fritz 2000a; siehe Abbildung 3.1).

Abbildung 3.1: Entwicklung von Reallohn und Produktivität in der Industrie (1985 = 100)



Quelle: Meyer-Stamer (2000:60)

Die instabile Binnenmarktdynamik einerseits sowie die volatilen Zinsbewegungen andererseits haben viele brasilianische Unternehmen (vor allem mittlere bis kleinere) in manifeste Liquiditätsschwierigkeiten gebracht und die Insolvenzrate erhöht. Die Ertragsschwierigkeiten und zugleich unberechenbaren Fremdkapitalkosten aufgrund der finanziellen Instabilitäten machten eine zunehmende Ponzi-Finanzierung der privaten Wirtschaft unvermeidlich. Die – ähnlich wie in Mexiko zu beobachtende – Polarisierung der sozioökonomischen Struktur zwischen Großunternehmen und eher mittelständisch geprägten Unternehmen wurde auch dadurch unterstrichen, dass die Großunternehmen sich wegen der liberalisierten Kapitalbilanz auf den internationalen Finanzmärkten finanzieren konnten, die im Vergleich zum brasilianischen Kapitalmarkt ein wesentlich niedrigeres Zinsniveau aufwiesen. So ist in den Jahren seit der Liberalisierung der Kapitalbilanz die Auslandsverschuldung des privaten Sektors rasant gestiegen. Zudem hat auch die inländische Verschuldung des privaten Sektors zugenommen. Die Liquiditätsengpässe der brasilianischen Unternehmen brachten auch den Finanzsektor in erhebliche Schwierigkeiten. Kreditketten gerieten bei steigender Zahlungsunfähigkeit und zunehmender Ponzi-Finanzierung des privaten Sektors unter Druck und stellten die gesamtwirtschaftliche Liquiditätsversorgung in Frage.

Die massiven Zinserhöhungen zur Dämpfung des Kapitalabflusses und des ‚Tequila-Effektes‘ auf die brasilianische Wirtschaft im Jahr 1995 waren für den brasilianischen Bankensektor zusätzlich problematisch (siehe Abbildung 3.2). Bereits durch den Wegfall der hohen Inflationsraten seit der Einführung des *Real* mussten die brasilianischen Banken Profiteinbußen bewältigen, weil es im Gegensatz zu Zeiten höchster Geldentwertungsphasen nicht mehr möglich war mit einer realen Entwertung der Passiva die eigenen Gewinne zu erhöhen. Der im Anschluss an die mexikanische Währungskrise folgende Wachstumseinbruch brachte die Bankbilanzen in Unordnung. Als Resultat nahm der Umfang notleidender Kredite sowohl des öffentlichen wie des privaten

brasilianische Staatshaushalt nicht nur fast immer ausgeglichen, sondern erreichte in den Jahren 1994 und 1999 sogar Primärüberschüsse.

Tabelle 3.9: Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte in Brasilien von 1993 bis 1999, in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (gerundet)

Typus	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Nominell	58,1*	43,7*	7,2	5,9	6,1	8,0	5,6
Operational	-0,2	-1,3	4,9	3,8	4,3	7,5	3,2
Primär	-2,6	-5,1	-0,4	0,1	1,0	0,0	-3,1
Realzinsen	2,4	3,8	5,2	3,8	3,3	7,5	6,3

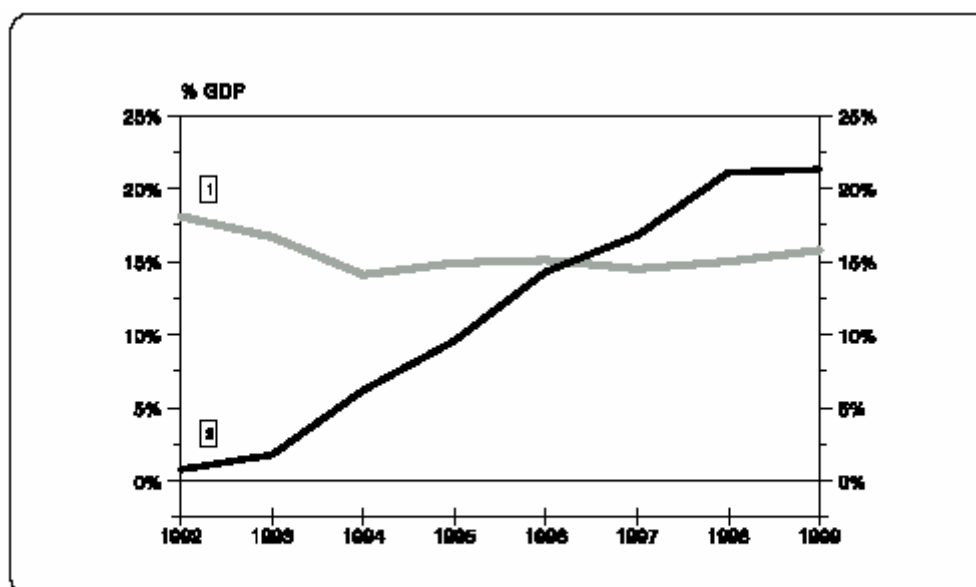
Quelle: Nory (2000:302)

* : Die hohen Zahlen ergeben sich rechentechnisch aufgrund der hohen Inflation

Anmerkung: Aufgrund der Berechnungsweise (Finanzierungsbedarf) indiziert ein negatives Vorzeichen einen Haushaltsüberschuss (und umgekehrt).

Eine noch stärkere Haushaltskonsolidierung zugunsten der Geldvermögensbesitzer würde die Binnenmarktdynamik zusätzlich unter Druck setzen und über sinkende Einkommensbildung auch die Steuereinnahmen reduzieren: ein Teufelskreis. Eine genauere Analyse der öffentlichen Haushaltslage zeigt zudem, dass vor allem das Defizit der Zentralregierung und der Zentralbank seit der Einführung des Wechselkursankers angestiegen sind (siehe Abbildung 3.3). Das steigende Haushaltsdefizit liegt somit nicht in einer unsoliden Haushaltspolitik, sondern in den Widersprüchen einer wechselkursbasierten Entwicklungsstrategie in einem international instabilen Umfeld begründet.

Abbildung 3.3: Inländische Verschuldung der öffentlichen Haushalte seit dem Beginn des Plano Real und der Liberalisierung der brasilianischen Finanzmärkte



- [1] = State Governments, Municipalities and public corporations; and [2] = Federal Government and Central Bank.

Quelle: Palma (2000:40)

Der Versuch, die geringere Vermögenssicherungsqualität des brasilianischen Real mit einem (relativ) hohen Zinsniveau zu kompensieren, führte zu schweren finanziellen Instabilitäten im Inneren und einer steigenden ausländischen Verschuldung. Während der private Sektor seine Auslandsverschuldung vor allem in den neunziger Jahren aufgebaut hatte, laborierte der öffentliche Sektors noch an den Auswirkungen der Schuldenkrise der achtziger Jahre, die eine stetige Schuldendienstleistung erforderten und den brasilianischen Staat in einer Schuldenfalle hielten (siehe Tabelle 3.5).

Den Auswirkungen der mexikanischen Pesokrise folgte in den Jahren 1997/98 die Asienkrise, deren Effekte auf Lateinamerika im Allgemeinen und Brasilien im Besonderen durchaus beträchtlich waren (vgl. ECLAC 1998; Herman 1999:125ff). Der verminderte Zufluss von Kapital und der Einbruch der brasilianischen Börsen machte erneut die Prekarität der brasilianischen Entwicklung offenkundig; zudem führte der Wachstumseinbruch in der „Wachstumsregion von morgen“ – wie Ostasien gerne titulierte wurde – zu einem Preisverfall vieler brasilianischer Exportwaren, die nur zum Teil durch höhere Absatzmengen kompensiert werden konnten. Zusammen mit erneut steigenden Zinsen erlahmte hierdurch nicht nur die Binnenmarktdynamik aufs Neue, sondern kostete wegen sinkender Ausfuhren auch Deviseneinnahmen (vgl. Averbug/Giambiagi 2000:24f).

Die Verkündigung eines Schuldenmoratoriums Russlands im August 1998 im Kontext der LTCM-Krise⁷⁵ schließlich führte zu heftigen Währungsspekulationen auf den brasilianischen Real, zu dessen Verteidigung die brasilianische Zentralbank im Devisenmarkt intervenieren musste. Die Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) kommt zu dem Schluss, dass der Verkauf internationaler brasilianischer Anleihen im Kontext der Russlandkrise verstärkt worden ist, um „Nachschussforderungen von anderer Seite nachkommen zu können“ (BIZ 1999:62). Die im Anschluss an die LTCM- und Russland-Krise entstandenen Finanzmarkturbulenzen ließen das brasilianische Länderrisiko um mehr als 50 Prozent innerhalb eines Monats steigen. Im Ergebnis wurde Brasilien damit faktisch von den internationalen Finanzmärkten ausgeschlossen. Im Laufe des September 1998 führten die Währungsspekulationen zu einem Verlust von Devisenreserven von nahezu 30 Mrd. US-Dollar, die erst zu Beginn des Jahres durch die Privatisierung der staatlichen brasilianischen Ölgesellschaft (Petrobras) aufgestockt worden waren. Der Niedergang der Währungsreserven veranlasste die brasilianische Regierung – mitten im Wahlkampf um eine zweite Amtszeit von Präsident Cardoso – dazu, mit dem IWF Verhandlungen zu Erzielung eines Beistandskredites in Höhe von 41,5 Mrd. US-Dollar aufzunehmen. Der Kapitalabfluss konnte nicht gestoppt werden, so dass die brasilianische Zentralbank zunächst ein Währungsband einführte, das sie jedoch nach nur wenigen Stunden aufgeben musste. Schließlich überantwortete sie den Real dem freien Spiel der Marktkräfte. Der

⁷⁵ LongTermCapitalManagement ist das Paradebeispiel für die grenzenlose Hybris eines Hedge-Fonds: Ende August 1998 hatte LTCM rund 2,2 Mrd. US-Dollar Eigenkapital, aber gleichzeitig Wertpapiere für 125 Mrd. US-Dollar in den Büchern, deren Kauf durchweg über Fremdkapital (Kredite) finanziert wurde. Diese Papiere wurden wiederum als Sicherheit benutzt um spekulative Derivate- und Optionsgeschäfte einzugehen, deren Wert sich schließlich auf 1,25 Billionen US-Dollar belief (entspricht dem Jahreshaushalt der BRD mal vier). Bekanntermaßen kam es Ende 1998 zur offenen Wirtschafts- und Währungskrise in Russland, in deren Folge die großen Fonds ihre Portfolios verstärkt in US-Staatspapiere umschichteten. Da LTCM aber auf fallende T-Bonds gesetzt hatte, mussten Verluste von knapp 60% realisiert werden. Der angesetzte Hebel wirkte auch in die Verlustrichtung, und zwar so stark (über den Kreditmechanismus), dass sich der US-Notenbankchef Alan Greenspan dazu veranlasst sah, die Leitzinsen zu senken.

Real verlor innerhalb von wenigen Tagen bis zu 50 Prozent seines Wertes gegenüber dem US-Dollar (vgl. Averbud/Giambiagi 2000).⁷⁶

Zusammenfassend kann man konstatieren, dass sich die brasilianische Währungskrise auf der Grundlage einer wechsellkursbasierten Entwicklungsstrategie, einer hohen noch aus der Schuldenkrise der achtziger Jahre herrührenden Auslandsverschuldung und im Kontext globaler finanzieller Instabilitäten bereits im Gefolge der zahlreichen exogenen Schocks mehrfach andeutete. Zum Ausbruch kam sie jedoch erst im Anschluss an die russische Zahlungsbilanzkrise, so dass schließlich die Wechselkursbindung des brasilianischen Real aufgegeben werden musste.

3.3 Argentinien 2001/2002: Von der langandauernden Rezession zur Währungs- und Finanzkrise (Dieter Boris)

Die seit Juli 2001 sich einem akuten Stadium nähernde Krise in Argentinien hat wieder einmal die alten, aber auch neue Fragen aufgeworfen. Wieso ein derart entwickeltes Land (Schwellenland, emerging market), mit reichhaltigen Ressourcen und einer durchschnittlich gut qualifizierten Bevölkerung ständig von elementaren ökonomischen Rückschlägen bedroht sein kann.⁷⁷ Aber auch: wieso ein Land, das durch besonders rigorose Durchführung der "neoliberalen Reformen" zu neuem Glanz aufgestiegen war und vom IWF und wichtigen Gläubiger-Regierungen hierfür mehrfach durch "Belohnungen" (Kreditzusagen etc.) ausgezeichnet worden war, nun schon wieder (nach ähnlich angelegten Fällen Mexikos 1994/95 oder Südkoreas 1997/98) u.U. eine "globale Finanzkrise" auslösen kann.⁷⁸ Nach einem halben Jahr wirtschaftspolitischer Geisterbeschwörung durch Magiere und Zauberer aller Art war es dann kurz vor Weihnachten 2001 soweit: das „argentinische Modell“ brach zusammen. Die Regierung de la Rúa musste zurücktreten, es drehte sich das Präsidentenkarussell, die Zahlungen des argentinischen Staates an in- und ausländische Gläubiger wurden eingestellt und das Währungsregime aufgegeben. Mit dem größten Staatsbankrott („default“) der neueren internationalen Wirtschaftsgeschichte begann eine weitere Etappe des ökonomischen Abstiegs dieses Landes, der mit einem noch stärkeren Fall des BIPs und bisher nicht da gewesenen Verarmungsprozessen verbunden war.

Eine angemessene Ausleuchtung des Krisengeschehens, die erst eine begründete Perspektivenabschätzung ermöglicht, müsste einmal historisch weiter zurückgehen und die Hintergründe und Besonderheiten des argentinischen Wegs zur neoliberalen Orientierung verfolgen und zum anderen versuchen, die verschiedenen Komponenten des Krisenprozesses in eine Ursachen-Wirkung-Relation zu bringen bzw. primär bedeutsame Faktoren von nur sekundär relevanten zu unterscheiden.

⁷⁶ Dass die Währungskrise nicht unmittelbar in eine manifeste Wirtschafts- und Bankenkrise umschlug, lag zu einem großen Teil daran, dass die Zentralregierung und die Zentralbank vor der Währungsabwertung mit der Ausgabe von wechsellkursindexierten Schatzanleihen faktisch das Währungsrisiko des privaten Sektors übernommen hatten und so abermals die privaten Schulden sozialisierten (vgl. hierzu generell: Berriel Díaz 2002).

⁷⁷ So z.B. schreibt Carl Moses in der FAZ: "Man kann sich fragen, wie ein von der Natur so reich beschenktes Land derart in der Krise versinken kann." (FAZ v. 16. Juli 2001, S. 13).

⁷⁸ "Wie ist ausgerechnet Argentinien in diesen Teufelskreis hineingeraten? War denn das Land Mitte der 90er Jahre vom IMF und Finanzwelt nicht geradezu als Paradebeispiel eines erfolgreichen volkswirtschaftlichen Turnarounds gefeiert worden?" (Neue Zürcher Zeitung v. 28./29. Juli 2001, S. 9). Und: "Die Krise in Argentinien hat auch andere Schwellenländer in Bedrängnis gebracht, vor allem das Nachbarland Brasilien geriet in den Sog der Turbulenzen. Es wird befürchtet, dass ein Zahlungsausfall in Argentinien eine neue globale Finanzkrise auslöst." (Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 13. Juli 2001, S. 14).

Hintergründe

Traditionell war die argentinische Ökonomie seit Beginn der 50er Jahre durch eine strukturelle Konstellation charakterisiert, die bestimmte ökonomische Zyklen (und vermittelt dadurch auch Zyklen der politischen Herrschaft zwischen Demokratie und Diktatur) hervorbrachte. Grob skizziert kann man sagen: wenn die auf Weizen und Fleisch (und teilweise andere Agrarprodukte) basierenden Exporte boomten, "ging es der Binnenwirtschaft schlecht" (infolge von Überakkumulation, von Konsummangel etc.), d.h., dass ein Boom der Exporte (abgesehen von Weltmarktfaktoren) eine Binnenmarktkontraktion zur Voraussetzung hatte; umgekehrt brachen die Exporte immer wieder ein, wenn der Binnenmarkt sich dynamisch entwickelte. Diese Besonderheit der argentinischen Ökonomie war auf den Zustand zurückzuführen, dass Weizen und Fleisch Produkte waren, die sowohl die Hauptsegmente des Exportes bildeten als auch gleichzeitig lange Zeit für die breite Masse der argentinischen Arbeitnehmer wichtige Bestandteile ihrer Nachfrage darstellten. Aus diesem Grunde bewegte sich die Binnenwirtschaft und Exportwirtschaft seit geraumer Zeit in einem gewissen Gegensatz zueinander. Dies war auch der Rahmen dafür, dass sich die agrarischen Exporte und die industrielle Binnenwirtschaft mehr oder weniger entgegengesetzt entwickelten und sich häufig wechselseitig blockierten. Diese Pattsituation bedingte eine dauernde Diskontinuität der wirtschaftspolitischen Orientierung, je nachdem, welcher Machtblock gerade wieder obsiegt hatte (Boris/Hiedl 1978:100ff./124ff.). Zugleich war die wirtschaftliche Entwicklung durch ein fast chronisches Haushaltsdefizit und eine starke Inflationstendenz geprägt. Auch nach der Wiederkehr der Demokratie (1983) - nach sieben Jahren harter Militärdiktatur - änderte sich nichts Wesentliches an diesem Zustand; obwohl zeitweise und partiell die Militärdiktatur eine Öffnung und eine stärkere Akzentuierung der Exportorientierung begonnen hatte, wurde dieser Kurs nicht fortgesetzt. Die alte Blockadesituation reproduzierte sich von 1983 bis 1990/91 im Grunde in ähnlicher Weise noch einmal. Die verschiedenen heterodoxen Anpassungspolitiken unter Präsident Alfonsín sowie ähnliche Versuche in den ersten beiden Regierungsjahren von Präsident Menem konnten die Hauptprobleme der argentinischen Ökonomie: relative Stagnation, Inflation bzw. zeitweise Hyperinflation nicht in den Griff bekommen. Der Tiefpunkt der Entwicklung war 1990 erreicht: das Pro-Kopf-Einkommen war zu diesem Zeitpunkt um 25% unter dem von 1975 gelegen.

Die Durchsetzung des neoliberalen Wegs in Argentinien und die endlich wiedergewonnene Dynamik und Prosperität (1991-1994)

Diese äußerst negativen Ausgangsbedingungen machen verständlich, dass die große Mehrheit der Argentinier einen radikalen Neuanfang in der Ökonomie unter Präsident Menem begrüßte: entgegen der peronistischen Vergangenheit und Tradition wurde Menem zum Vorreiter einer neuen wirtschaftspolitischen Konzeption: radikale Öffnung des Landes, Privatisierung, Liberalisierung etc. im Sinne des Konsenses von Washington der Einführung des sogenannten Currency-Board-Systems, d.h. eines Wechselkursregimes, wonach der Peso gesetzlich gesichert an den US-Dollar (1:1) gebunden ist, eine unbeschränkte Einlösungsmöglichkeit der Landeswährung in die sogenannte „Ankerwährung“ garantiert wird, und die umlaufende Geldmenge durch eine entsprechende Dollarreserve gedeckt sein muss. Dieses waren die wesentlichen Inhalte des sogenannten "Konvertibilitätsgesetzes" vom März 1991, das von dem damaligen Wirtschaftsminister Domingo Cavallo entworfen worden war und sich als eine scharfe

Waffe gegen die Hyperinflation erwies. Binnen eines Jahres sank die Inflationsrate auf einstellige Werte ab.

Die verschiedenen wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die in dieser Periode schnell und energisch umgesetzt wurden, griffen in einer Weise positiv ineinander ("virtuous circle"), die manche Beobachter schon von einem "argentinischen Wirtschaftswunder" sprechen ließ. Neben der Wechselkursfixierung (1) waren es die schnelle und umfassende Privatisierung von Staatsunternehmen (2), die in Argentinien nach Hugo Nochteff im Bereich der peripheren Länder am radikalsten ausfiel (Nochteff 2001:155). Die Senkung der durchschnittlichen Importzölle von 50 auf etwa 10% und der Abbau fast aller nicht-tarifärer Handelshemmnisse (3) sowie die Umschuldung der argentinischen Schuldenlast im Rahmen des Brady-Plans, die eine Verringerung der Zins- und Tilgungsbelastung des Staates beinhaltete (4) sowie die Erhöhung der Staatseinnahmen durch Anhebung der Mehrwertsteuer, verschärfte Steuerkontrolle etc. verbesserten die Einnahmeseite des Staates derart, dass bald Haushaltsüberschüsse erzielt wurden (5), schließlich kommt hinzu, dass auch eine gewisse Flexibilisierung der Arbeitsverhältnisse (6) begonnen wurde.

Das BIP wuchs zwischen 1991 und 1994 um 7% jährlich, was für Argentinien seit den Jahren des Nachkriegsbooms 1946/47 nicht mehr erreicht worden war. Die Reallöhne stiegen in diesem Zeitraum um ca. 30%, durch Wegfall der sogenannten "Inflationssteuer" wurde der Binnenmarkt zusätzlich angeregt; sogar die 1990 bei bloß 13% liegende Investitionsquote erhöhte sich bis 1994 auf etwa 19%. Die vermehrten Steuern und reduzierten Staatsausgaben ermöglichen sogar Haushaltsüberschüsse, die für die Schuldenreduktion eingesetzt werden. Die positive Haushaltsbilanz erklärt sich zudem aus den Erlösen der Regierung, die aus der Privatisierungswelle von Staatsunternehmen resultierten; ca. 20 Mrd. US Dollar flossen in diesem Zeitraum (1991-1994) aus jener "Finanzierungsquelle". Mit der Privatisierung gingen auch verstärkte Kapitalzuflüsse einher, da es nicht selten vor allem ausländische Gläubiger bzw. Investoren waren, die sich in der argentinischen Wirtschaft einkauften. Es wird geschätzt, dass die ausländischen Direktinvestitionen - als ein wichtiges Element der gesamten Kapitalzuflüsse - zu ca. 66% auf die Privatisierung öffentlicher Unternehmen zurückgingen (Santiso 1999:66), so dass diese fast zu einem Synonym für "Entnationalisierung" wurde. Nicht zuletzt diese Dynamisierung der argentinischen Ökonomie ließ das Pro-Kopf-Einkommen zwischen 1990 und 1998 von ca. 4.500 auf ca. 9.000 US Dollar ansteigen; die industrielle Produktivität konnte in diesem Zeitraum um etwa 70% erhöht werden (ebd.:66/69).

Allerdings sind schon in dieser Periode der Wiedererlangung des argentinischen Selbstbewusstseins Schattenseiten des eindrucksvollen neoliberalen Auswegs aus langandauernder Stagnation zu beobachten: diese bleiben allerdings bis zum Krisenjahr 1995, welches ausgelöst bzw. verstärkt wurde durch die Mexiko-Krise, eher latent. Die zwar enorm fallende Inflationsrate bleibt über der Inflationsrate in den USA, was zu einer Überbewertung des Peso führt und gewissermaßen als Preis für die rigorose Inflationsbekämpfung in Kauf genommen wird. Dies, kombiniert mit der starken und schnellen Zollreduktion führt a) zu der Explosion der industriellen Importe und damit einer wachsend negativen Leistungsbilanz und b) zum Zusammenbruch vieler Klein- und Mittelbetriebe und damit zum Anstieg der offenen Arbeitslosigkeit. Im Krisenjahr 1995 treten die Negativpunkte deutlicher ans Tageslicht, allerdings erst nach der haushoch gewonnenen Wiederwahl durch Menem im Mai 1995 - dank einer sehr guten politischen Inszenierungs- und Verhüllungspolitik.

Rezession und Aufschwung (1995-1998)

Die mexikanische Krise von 1994/95 führte bei vielen Kapitalanlegern dazu, die ökonomische Situation Mexikos mit der Argentinien zu vergleichen. Da ähnliche Faktoren festzustellen waren (überbewertete, fixierte Währung, wachsendes Leistungsbilanzdefizit, sich erhöhende Beschäftigungslosigkeit) kam es in den ersten Monaten des Jahres 1995 zu Kapitalabzügen von ca. 10 Mrd. US Dollar. Die Bankdepósitos reduzierten sich in einem ähnlichen Umfang, während die Devisenreserven der Zentralbank auf lediglich 11 Mrd. US Dollar schrumpften. Die derart verringerte Geldbasis ließ die Zinssätze explodieren: sie verdreifachten sich innerhalb einiger Monate auf über 24%, was insbesondere zu einer erheblichen Bankenkrise und zu einer allgemeinen Rezession beitrug. Das BIP sank im Laufe des Jahres 1995 um 4,6%. Die Arbeitslosigkeit stieg von Mitte 1994 bis Ende 1995 von 9,6 auf 18,6% steil an.

Der IWF stellte einen 7 Mrd. US Dollar-Kredit zur Verfügung, der zum erheblichen Teil für die Unterstützung der Banken verbraucht wurde; die Verschuldung stieg in diesem Zeitraum von 99 Mrd. auf über 110 Mrd. US Dollar an. Aufgrund dieser Tendenz (Schuldenzunahme, Zinsensteigerung, geringeres ökonomisches Wachstum) deutete sich bereits an, dass eine neue Schuldenkrise für die nächsten Jahren in den Bereich des Wahrscheinlichen rückte.

Doch zunächst kam es zu einer Wiedererholung der Ökonomie in den Jahren 1996 und 1997, welche vor allem durch die Unterstützungsmaßnahmen der internationalen Finanzinstitutionen und durch einen spürbaren Anstieg der Exporte (vor allem nach Brasilien) getragen wurde (Messner 1998:63).

Mit der abermaligen Zunahme des Handelsbilanzdefizits seit 1998, dem Rückgang neuer Kapitalzuflüsse und der Reduktion der internen Nachfrage gleitet die argentinische Ökonomie seit Mitte 1998 in eine langandauernde Rezession, die von externen und internen Momenten bestimmt und verlängert wird. Geringe Konkurrenzfähigkeit der argentinischen Industrie sowie die Preisrückgänge agrarisch bestimmter Exportprodukte führten zur Selbstverstärkung insofern, als die Importe - trotz rückläufiger Gesamtnachfrage - weiter zunahmen und damit aber industrielle Wertschöpfungsanteile und weitere industrielle Arbeitsplätze verschwanden.

Die drei Jahre dauernde Rezession (1998 - 2001)

Die ungewöhnlich lang andauernde Rezession in Argentinien, die im August 1998 begann und den Hintergrund und Rahmen für die aktuelle Währungs- und Finanzkrise bildet, ist - wie angedeutet - Produkt externer und interner Faktoren. Die Asienkrise von 1997/98 und die Brasilienkrise von 1999 waren "externe Schockfaktoren", die in mehrerer Hinsicht die argentinische Konjunktur negativ beeinflussten: zum einen waren die argentinischen Exporte nach Brasilien vor allem seit der Real-Abwertung im Januar 1999 stark rückläufig, während die Importe (vor allem auch aus Brasilien) besonders deutlich zunahmen und das Handelsbilanzdefizit vergrößerten. Dies erhöhte den äußeren Kapitalbedarf entsprechend. Jedoch waren die externen Kapitalzuflüsse schon seit der Asienkrise infolge größerer Vorsicht der Anleger geringer geworden, was implizierte, dass sie höchstens durch erneute Zinsanhebung bzw. Risikoaufschläge bei Staatspapieren herbeigelockt werden konnten. Dies aber sowie die durch die Importflut in Schwierigkeiten geratenen Betriebe und die Stagnation der Reallöhne führte zu einer weiteren Binnenmarktkontraktion, die so schwerwiegend war, dass das Wachstum von 3,9% (1998) relativ abrupt in den Rückgang des BIP von 3,1% im darauf folgenden Jahr

umschlug (Dresdner Bank: Perspektiven Lateinamerika, Juli 2000, S. 4). Es wäre aber falsch, die Rezession allein auf externe Schocks zurückführen zu wollen. Diese haben nur eine derart starke und rezessive Wirkung entfalten können, weil Argentinien aufgrund der festen Anbindung seiner Währung an den US Dollar gewissermaßen in die Wechselkursfalle hineingeraten war, die sowohl eine Beibehaltung wie eine Abkehr vom bestehenden Wechselkursregime fast als unmöglich erscheinen ließ. Die die Binnenmarktkonjunktur erstickende Höhe der Zinssätze und die zusätzlich restriktive Entfaltung der Konsumnachfrage infolge von Reallohnrückgängen und ansteigender Arbeitslosigkeit zeigte, dass eine vor allem auf externe Kapitalzuflüsse setzende Wirtschaftspolitik keinerlei Gegenmaßnahmen zu ergreifen imstande war. Selbst wenn eine Abwertung vollzogen worden wäre, wäre die Quantität und Qualität argentinischer Industrieprodukte nicht in der Lage, die Deviseneinkünfte von dieser Seite her nennenswert aufzubessern.

Eine detaillierte Betrachtung des argentinischen Rezessionsphänomens zeigt u.a., dass nicht außenwirtschaftliche Elemente primär die Verlängerung der Depression in Argentinien bewirkt haben. Trotz der Behinderung der argentinischen Exporte und der Begünstigung der Importe (infolge der Überbewertung des Peso) hat sich im Laufe und in Konsequenz der Rezession die Importseite schneller zurückgebildet, während die Exporte leicht anstiegen bzw. weniger stark rückläufig waren. Jedenfalls stellte sich das Handelsbilanzsaldo seit 2000 positiv dar, während das Leistungsbilanzdefizit in Höhe von ca. 3,3% des BIP sich nur um 1 Prozentpunkt gegenüber den Vorjahren verringert hatte. Diese Diskrepanz resultierte vor allem aus dem hohen "externen Finanzierungsbedarf" des Landes, welcher wiederum durch die beträchtlichen Tilgungsverpflichtungen (2001: 18 Mrd. US Dollar), von denen etwa die Hälfte auf den öffentlichen Sektor entfällt, zustande gekommen ist (Dresdner Bank, Perspektiven Lateinamerika, März 2001: 7).

Schon aus diesen wenigen Daten erhellt, dass (1) eine der Ursachen des argentinischen Dilemmas vor allem in der exorbitanten Verschuldung (öffentlich und privat) zu suchen ist. Die Angaben über die genaue Höhe dieser Schuldenlast schwanken je nach Quelle und Bezugsgröße; die staatliche - zentrale und auf Provinzebene eingegangene - Verschuldung wird gegenwärtig auf etwa 150 Mrd. US Dollar angesetzt. Dies entspricht ca. 50-60% des BIP. Die Schuldendienstquote (Zinsen und Tilgung bezogen auf die Exporterlöse) der öffentlichen Hand entsprach in den letzten Jahren ca. drei Viertel der Exporteinkünfte, was nach allen internationalen Standards als völlig unhaltbar und katastrophal angesehen wird. Ein erheblicher und wachsender Teil der öffentlichen Schulden wurde aufgenommen, um die Staatsanleihen bzw. Kredite zu bedienen und andere um eher konsumtive (d.h. nicht-produktive) Ausgaben zu tätigen; für reale Investitionen (z.B. in die Infrastruktur des Landes, öffentliche Bauten etc.) dürfte nur ein verhältnismäßig kleiner Teil der Anleihen bzw. Kredite verwendet worden sein.

Die zweite (2) auf Rezessionsverlängerung hinwirkende und das Dilemma verschärfende Determinante ist die Rezession selbst, die über abnehmende Steuereinnahmen die *Zahlungsmöglichkeiten* des Staates ständig verringert, während aufgrund der sinkenden Kreditwürdigkeit des Landes die alten und neuen Anleihen stets höhere *Zahlungsverpflichtungen* mit sich bringen. Aus dieser Zwickmühle kann die argentinische Regierung - unter Beibehaltung ihrer neoliberal-monetären Linie - nicht herausfinden. Im Gegenteil: sie ist gehalten, eine prozyklische

Politik der Austerität und Verschärfung der Rezession und damit wiederum der Verringerung der Steuereinnahmen zu verfolgen.⁷⁹

Schließlich sind drittens (3) die Möglichkeiten für eine eigenständige Geld- und Wechselkurspolitik sehr eingeschränkt, und eine Aufschwungsquelle kann der Export kaum bilden, da auch in der Rezession (eigentlich eine günstige Zeit für Exporte) die Überbewertung des Peso restriktiv wirkt.

Diese drei Elemente der argentinischen Situation reduzieren die wirtschaftspolitischen Handlungsmöglichkeiten auf lediglich zwei Linien: stets verstärkte Austeritätspolitik einerseits und Hoffen auf zusätzliches "fresh money" von außerhalb andererseits. Aus eigenen Anstrengungen kann eine "Gesundung" der Ökonomie kaum noch erfolgen: die *Staatsnachfrage* reduziert sich qua offizieller Wirtschaftspolitik, die *Exporte* können aufgrund der an ihnen hängenden Bleigewichte (Überbewertung) nicht derart starke Funken schlagen, dass sie auf die Konjunktur positiv überspringen (zumal der Verflechtungsgrad der Exportsektoren mit der übrigen Ökonomie in Argentinien nicht sehr hoch zu veranschlagen sein dürfte). Die *Investitionen* sind außer durch die Stagnation bzw. rückläufige Nachfrage durch steigende Zinssätze stark eingeschränkt. Schließlich ist der Endkonsum, der mit über 60% der gesamten Nachfrage am stärksten zu Buche schlägt, vor allem aufgrund der hohen und wachsenden Arbeitslosigkeit, der stagnierenden Löhne und der fallenden Gehälter und Renten infolge der Austeritätspolitik des Staates nicht dazu angetan, als "Konjunkturmotor" dienen zu können. So scheint es durchaus plausibel zu sein, dass keine Impulse aus dem Inneren der argentinischen Ökonomie und dem geschlossenen Kreislauf wirtschaftspolitischer Maßnahmen erwachsen können, welche in der Lage sind, das Land aus der Rezession herauszuführen.

Alle drei Momente (Diskrepanz zwischen Handelsbilanzplus und Leistungsbilanzdefizit, wachsendes Haushaltsdefizit und Austeritätspolitik, die rezessionsverschärfend wirkt) sind zu einem erheblichen Teil verursacht durch die verschiedenen Elemente der neoliberalen Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik. Dabei muss man feststellen, dass die weitgehende und sehr rasche Öffnung zur Weltwirtschaft, die umfassende Privatisierung sowie eine Reihe von Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen die argentinische Ökonomie nicht in eine qualitativ bessere Verfassung gebracht haben, als sie vorher gewesen ist. Sie hat sich gewiss sehr verändert, aber z.B. ist das Land keineswegs wettbewerbsfähiger und sozial integrierter geworden, die interne Spar- und Investitionsquote ist weiter extrem niedrig, die Bildungsausgaben sind sogar gefallen etc. Zudem sind die *sozialen Polarisierungen* zu einem großen Teil direkte Konsequenz der neoliberalen, marktwirtschaftlichen Reformen gewesen. Die im Zuge dieser "Reformen" eingetretene teilweise *Desindustrialisierung* des Landes zählt ebenfalls zu den wesentlichen Ursachen für die hohe Arbeitslosigkeit und die angestiegene Armutsquote; denn der massenhafte Zusammenbruch kleiner und mittlerer Betriebe sowie die stark reduzierte interne Kaufkraft großer Teile der Bevölkerung sind als direkte Resultate der neoliberalen Reformen zu interpretieren. Die *wachsende Abhängigkeit* von außen, die sich in dem ausschließlichen Starren auf das "Vertrauen" ausländischer Geldgeber manifestiert, ist zum einen Ergebnis der Zerstörung bzw. des Nichtaufbaus produktiver Potenzen im Inneren des Landes. Das Problem Argentiniens besteht darin, dass erhebliche interne Ressourcen als Finanzkapital und Fluchtkapital außer

⁷⁹ "Auf die ... geschmälernten Steuereinnahmen kann die Regierung derzeit nur prozyklisch reagieren: Sie ist gezwungen, durch Ausgabenkürzungen die Einhaltung der IWF-Ziele sicherzustellen, auch wenn hierdurch das Wirtschaftswachstum zusätzlich gebremst wird." (Dresdner Bank, Perspektiven Lateinamerika, Juli 2000: 6).

Landes geschafft worden sind und für eine produktive Entfaltung der Wirtschaft nicht zur Verfügung stehen bzw. als ausländisches Leih- und Portfolio-Kapital, das spekulativen Charakter trägt, wieder ins Land zurückkehrt. Zum anderen hat Jorge Schvarzer (2001:15ff), einer der bekanntesten argentinischen Ökonome, kürzlich den engen Zusammenhang von Staatsdefizit und externer Verschuldung einerseits und des Zuflusses ausländischen Kapitals im Kontext des Privatisierungsprozesses andererseits überzeugend nachgewiesen. Die meisten externen Kapitalzuflüsse galten Dienstleistungsbereichen der argentinischen Ökonomie (wie z.B. Telefon, Elektrizität, Banken etc.). Diese Kapitalanlagen stellten nur kurzfristig einen Wachstumsbeitrag dar; nach einigen Jahren - als keine weiteren Kapitalzuflüsse eintrafen (es gab nichts mehr zu privatisieren) - stellte sich heraus, dass sie ihre Produkte und Dienstleistungen vor allem in Argentinien verkaufen (also keine Devisen erwirtschaften), andererseits aus Devisenreserven die Zinsen für die aufgenommenen Kredite bei der Übernahme argentinischer Unternehmen sowie die Gewinne und Royalties etc. in steigendem Umfang in Dollarform in ihre Herkunftsländer zu transferieren waren. Da der argentinische Exportüberschuss nicht groß genug ist, um diese Zahlungen zu gewährleisten, muss der Staat zu einem erheblichen Teil deswegen externe Ressourcen (in Form von Krediten und Staatsanleihen) mobilisieren, um diese Übertragungen zu garantieren. Das heißt, Form und Richtung der Liberalisierung und Privatisierung sind für Hauptprobleme der argentinischen Ökonomie (Haushaltsdefizit und wachsende Auslandsverschuldung) direkt verantwortlich.

Tabelle 3.10: Entwicklung des Staatsbudgets zwischen 1993 und 2000 (in Mrd. Pesos)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Laufende Einnahmen	38,25	37,74	36,61	33,58	39,50	40,40	40,40	40,40
Laufende Ausgaben	29,89	32,00	32,13	31,57	35,20	34,75	36,40	34,10
Primärer Überschuss	8,36	5,74	4,48	2,01	4,30	5,65	3,60	5,30
Fällig werdende Zinsen	2,55	2,92	3,89	4,46	5,50	6,45	8,00	9,50
Saldo	5,81	2,82	0,59	-2,45	-1,20	-0,80	-4,40	-4,20

Quelle: Schvarzer, Jorge (2001): *Argentine: la longue agonie de la convertibilité*, in: *Problèmes d'Amérique Latine*, No. 42 (juillet-sept.), S. 15

Ministerium der Ökonomie, Finanzsekretariat, ökonomischer Bericht des Jahres 2001, S. 246

Anm.: Diese Tabelle enthält nicht die Zahlen über Kapitalzuflüsse und Investitionskosten, die die Provinzen betreffen und den Teil der Steuern, der den Provinzen zugeteilt worden ist.

Das IWF-Weihnachtsgeschenk 2000

Der Preisverfall der wichtigsten Agrarprodukte Argentiniens und die abflauende Konjunktur in den USA wirkten zusätzlich negativ auf die rezessive Grundkonstellation, wie sie seit 1998 in Argentinien bestand, ein. Als im November 2000 Argentinien in der Skala der Länderrisiken von einigen Rating-Agenturen abgestuft wurden, schnellten die Zinssätze für neue Kredite auf 18% hoch, und es kursierte das Gerücht, dass der argentinische Staat vor einer Zahlungsunfähigkeit stehe. Fast den ganzen Dezember über wurde ein "Hilfspaket" mit den Abgesandten des IWF ausgehandelt. Kurz vor Weihnachten wurde bekannt gemacht, dass der IWF seinem Musterschüler Argentinien mit einer Absicherungsgarantie von knapp 40 Mrd. US Dollar in dieser Situation beisprang.

Trotz der imposanten Größe dieses Unterstützungskredits gewährte er nur für kurze Zeit eine Entspannung der schwierigen Situation in Argentinien. Schon nach einigen Wochen zirkulierten wieder Gerüchte über die Zahlungsschwierigkeiten des Staates, die Aktienkurse fielen, die

Basispunkte von argentinischen Staatsanleihen gegenüber den US-Staatsanleihen stiegen wieder auf bisher nicht gekannte Höhen, was sich in einer erhöhten Belastung des Staatshaushaltes (bei gleichzeitig verringerten Einnahmen, da die Rezession anhielt) reflektierte. Die Tendenz zum Rückgang der Devisenreserven und die Neigung vieler privater Sparer, ihre Pesokonten in Dollarkonten umzuwandeln setzte nun wieder voll ein. Darauf begann im März 2001 wiederum eine neue Runde von Krisen und Turbulenzen, die sich vor allem in einem raschen Wechsel von Wirtschaftsministern und neuen Konzepten zur Bewältigung der Krise niederschlug.

Aufgrund erneuter Krisenanzeichen in der argentinischen Wirtschaft seit Februar 2001 und der wachsenden Kritik an der bisherigen Wirtschaftspolitik musste Anfang März der Wirtschaftsminister José Luis Machinea zurücktreten. Sein Nachfolger wurde Ricardo Lopez Murphy, der bis dahin Verteidigungsminister war, als streng orthodoxer Ökonom gilt und der sehr gute Beziehungen zum Unternehmer-Wirtschaftsforschungsinstitut FIEL unterhält.

Obwohl der Präsident zunächst seinen neuen Wirtschaftsminister stark unterstützte, ließ er ihn doch schon zwei Tage später fallen und ernannte Domingo Cavallo, den erfolgreichen Minister aus der Menem-Periode zu dessen Nachfolger.

Gegenüber seinem Vorgänger suchte Cavallo zunächst nach breiter politischer Unterstützung für seinen neuen Kurs, der davon ausging, dass nach so langer Rezession die Ankurbelung der Wirtschaft und ein wiedererlangtes Wachstum absolute Priorität erhalten müssten. Nur über eine Reaktivierung der Wirtschaft könne das Problem der Staatsverschuldung, des Schuldendienstes und des Haushaltsdefizits bewältigt werden.

Die Stimmung in Argentinien verbesserte sich mit dem Amtsantritt von Cavallo und seinem neuen wirtschaftspolitischen Programm spürbar, gedämpfter Optimismus bis hin zur Euphorie trat wieder ein, auch in internationalen politischen und wirtschaftlichen Kreisen gewann Argentinien wieder ein besseres "standing". Cavallo sonnte sich in hohen Prestigewerten und Zustimmungsquoten als "Retter der Nation".

Diese Stimmung hielt gerade von April bis Ende Juni an. Gestützt wurde sie durch die diese Drei-Monatsperiode vor allem beherrschende Problematik des Schuldentauschs, des sogenannten "Mega-Swaps", d.h. der Streckung der Tilgungsfristen des Landes durch Umwandlung von kurzfristig fällig werdenden Anleihen und Krediten in mittel- und längerfristige. Nach diesem großen Schuldentausch, der Anfang Juni in wesentlichen Teilen unter Dach und Fach gebracht wurde und knapp 30 Mrd. US Dollar umfasste, trat wieder eine gewisse Beruhigung ein - obwohl die hohen Zinsen für den argentinischen Staat wenig günstig waren und seine Schuldenbürde bzw. Zinslast (zumindestens mittelfristig) erheblich erhöht wird (Neue Zürcher Zeitung v. 5.6.2001). Kurzfristig wurden die in den nächsten vier Jahren fällig werdenden Rückzahlungen um 16 Mrd. US Dollar verringert.

Gleichwohl muss registriert werden, dass schon in dieser Periode die Euphorie über den neuen Kurs und den neuen Wirtschaftsminister sich durchaus in Grenzen hielt: z.B. wurde auch im Mai und Juni eine weitere Abnahme der Depositen in Pesos und deren Umwandlung in Dollars sowie eine Erhöhung der sogenannten "spreads", d.h. der Risikoaufschläge für Anleihen und Kredite registriert. Dies ist nicht verwunderlich, weil die positivere Stimmung in diesem Zeitraum keineswegs durch eine einschneidende Besserung der Wirtschaftskonjunktur begründet gewesen ist, sondern vielmehr durch vielfältigen "Aktionismus" und neue Versprechen, neue Figuren auf der politischen Bühne. Dass eine Wende nicht herbeigeführt werden konnte, auch mit den vielfältigsten, trickreichsten Ideen und psychologischen Überwältigungsstrategien zeigte sich

Anfang Juli, als eine neue Runde im Krisenpoker der argentinischen Wirtschaft eingeläutet wurde.

Am Abgrund einer großen Finanzkrise seit Juli 2001

Nach dieser Periode der Beruhigung und des gedämpften Optimismus brach am 10. Juli eine erneute, tiefgehende "Vertrauenskrise" hinsichtlich der argentinischen Zahlungsfähigkeit aus, die möglicherweise durch Nachrichten über die weiterhin rückläufige Entwicklung des BIP und demzufolge auch der Steuereinnahmen entstanden sein könnte. Bei einer zu diesem Zeitpunkt stattfindenden Auktion von kurzfristigen staatlichen Schatzbriefen (letes) musste die Regierung gegenüber lokalen Banken den bisherigen Rekordzinssatz von 14% (gegenüber von "nur" 9,1% zwei Wochen zuvor) einräumen. Daraus folgte die Feststellung, dass Argentinien nunmehr (bis auf weiteres) keine weiteren Kredite mehr erhalten könne und daher zu einer qualitativ neuen, radikalen Politik der Ausgaben senkung umschwenken müsse.

Präsident de la Rúa verkündete theatralisch - sein Leben wolle er geben, wenn die Krise abgewendet werden könnte - die sogenannte Null-Defizit-Strategie als letzte Chance für das Land. Da keine Kredite mehr aufgenommen werden könnten, müsste der voraussichtliche Fehlbedarf für den Rest des Jahres 2001 (von 1,5 Mrd. US Dollar; manche Beobachter sprechen sogar von 3 oder 8,5 Mrd. US Dollar) durch Kürzungen der Staatsausgaben von 8 bis 10% "erwirtschaftet" werden. Diese betreffen vor allem die Gehälter und Renten im öffentlichen Dienst, die um zunächst 13% reduziert werden sollen, wenn sie 300 US Dollar monatlich übersteigen. Des Weiteren sollen Kürzungen im Sozialversicherungswesen, im Gesundheitsbereich und bei der Behörde für Staatsreformen sowie gegenüber den Provinzen zur Erreichung des Null-Defizit-Ziels beitragen.

Die Meinungen über die Gangbarkeit und die Erfolgchancen dieses "letzten Auswegs" aus der depressiven Spirale und der wachsenden Auslandsabhängigkeit, denen das Land unterliegt, waren zu Recht geteilt überwiegend skeptisch. Die Erfolgchancen hingen einerseits von vielen Unsicherheitsfaktoren ab, zum anderen bot selbst ein Ausschalten dieser Unsicherheitsmomente keine Garantie für einen ökonomischen Wiederaufschwung, dem Kernproblem des Landes. Die politische Akzeptanz einer weitergeführten und gesteigerten Sparpolitik war in der Bevölkerung eher unwahrscheinlich, gerade angesichts der unübersehbaren sozialen Polarisierung, der wachsenden Kapitalflucht, der Arroganz und der Korruption der Herrschenden etc.; die Gewerkschaften und sozialen Bewegungen waren an einem Punkt angelangt, der die Grenze des Tolerablen markierte.

Zwar stockte der IWF den Kreditrahmen für Argentinien am 22. August 2001 noch einmal um 8 Milliarden auf nunmehr insgesamt 22 Milliarden Dollar auf, um die erneut drohende Zahlungsunfähigkeit des Landes abzuwenden. Aber auch diese deutliche Unterstützung der Nulldefizitstrategie sollte nicht lange beruhigend wirken, zumal eine weitere bilaterale öffentliche Kreditgewährung (etwa seitens der G7-Länder) bzw. ein zeit- und teilweiser Forderungsverzicht ausländischer Finanzinvestoren nicht zustande kam (Financial Times Deutschland v. 30.8.01).

Doch bald schon verflog diese Hochstimmung wieder, als die alltäglichen düsteren Nachrichten über den Zustand des Landes wieder auftauchten. Die Steueraufkommen waren wieder zurückgegangen, das „Länder-Risiko“ (und entsprechend die Sollzinsen für Staatsschuldscheine) stieg wieder an, während die Aktienkurse abermals zu fallen begannen. Die Abhebung von Sparbeträgen in Dollar und Peso hielt an und die Kapitalflucht setzte sich bald wieder in

erhöhtem Tempo fort. Als Ende November der Ansturm der Bankkunden an einem einzigen Tag 1,3 Milliarden Peso (damals ca. 1,5 Mrd. €) der innerargentinischen Liquidität entzog, verfügte Wirtschaftsminister Cavallo am 1. Dezember 2001 eine drastische Einschränkung der Barauszahlungen auf 1.000 US-Dollar monatlich (bzw. 250 US-Dollar pro Woche). Mit dieser Maßnahme, die bald den Spitznamen „corralito“ (Laufställe) erhalten sollte, und die vor allem die Mittelschichtsegmente der argentinischen Bevölkerung äußerst empörte, war das Ende des argentinischen Modells eingeläutet worden.

Nachdem die Parlamentswahlen vom Oktober 2001 eine schwere Niederlage der Radikalen Partei des Präsidenten erbracht hatte und die Frustration der argentinischen Bevölkerung sich in der einmalig hohen Wahlenthaltung von fast 40% niedergeschlagen hatte, wurde immer deutlicher, dass die Mehrheit der Argentinier keinerlei positive Perspektiven für die seit annähernd vier Jahre erfolglose Wirtschaftspolitik mehr sah. Mit der am 6. Dezember 2001 bekannt gewordenen Entscheidung des IWF, eine zugesagte und fällige Kredittranche von 1,3 US-Dollar nicht auszuzahlen (als Zeichen der Kritik an Cavallos Bankrestriktionen), überstürzten sich die Ereignisse. Am 13. Dezember legte ein Generalstreik das öffentliche Leben lahm, die Proteste gegen die Beschränkungen des Bankenzugangs steigerten sich bis zu den schweren Unruhen vom 19. und 20. Dezember, in deren Konsequenz schließlich zunächst Cavallo, dann auch Präsident de la Rúa zurücktraten. Im Verlaufe dieser schweren Auseinandersetzungen waren über 40 Personen getötet worden, wobei die Polizei durch besondere Härte sich auszeichnete und nachträgliche Recherchen ergaben, dass zumindestens Teile der Unruhen, Plünderungen, Überfälle durch peronistische Politiker und Aktivisten initiiert und durchgeführt worden waren. Bald entstand die These von einem „zivilen Putsch“ seitens der Peronisten gegenüber der Radikalen Partei.

Nach turbulenten Tagen in der Zeit „zwischen den Jahren“ auf der politischen Bühne Argentiniens wurde schließlich am 1. Januar 2002 der peronistische Senator Eduardo Duhalde, der vor zwei Jahren die Präsidentschaftswahlen gegen de la Rúa verloren hatte, sowohl von seiner eigenen peronistischen Parlamentsfraktion wie auch von der Mehrheit der Radikalen Abgeordnetenfraktion im Kongress zum Übergangspräsidenten (bis zum Jahre 2003) „gewählt“.

Die Krisenpolitik unter Duhalde

Die Einstellung des Schuldendienstes Argentiniens und die Abwertung des Peso auf ca. 1 US-Dollar zu 3 Pesos waren die wichtigsten Maßnahmen der neuen Regierung. Das schwierige Krisenmanagement dieses schwachen Präsidenten versucht seither zwischen den Interessen der Gläubiger und der Schuldner, den inländischen Bedürfnissen und den Ansprüchen ausländischer Kapitaleigner, zwischen den Postulaten des IWF und den unmittelbaren Nöten breiter Volksteile etc. hindurch zu lavieren, ein Balanceakt, der natürlich nicht gut gehen kann und sich irgendwann in der ein oder anderen Richtung letztlich fixieren muss. Nach Lage der Dinge können Krisen in kapitalistischen Gesellschaften im Wesentlichen nicht auf Kosten der Kapitaleigner gelöst werden, sondern sie werden in der Regel und ungerechterweise von denjenigen getragen, denen die geringste Verantwortung für die Verursachung der Krise zukommt: der Masse der Bevölkerung.

Nach wochenlangen Verhandlungen zwischen der Regierung Duhalde und dem IWF scheiterte eine Übereinkunft Mitte April (im Kontext der Frühjahrstagung des IWF), weil der Währungsfonds die Sparanstrengungen im zentralen Haushalt, die Defizitreduktion in den

Provinzhaushalten um 60%, die Sanierung der Banken (überwiegend auf Kosten der Sparer) sowie die Flexibilisierung des Pesokurses gegenüber dem US-Dollar als nicht weitgehend genug qualifiziert hat. Den IWF-Forderungen war Argentinien zwar formal entgegen gekommen, doch in manchen Punkten blieb die Position der Regierung Duhalde vorerst unbeweglich, da sie eine noch größere soziale Polarisierung und eine weitergehende Erosion ihrer wenigen verbliebenen politischen Handlungsmöglichkeiten befürchtete.

Als Wirtschaftsminister Jorge Remes Lenicov Mitte April mit leeren Händen aus Washington zurück kam, die Banken zwecks Abwendung eines Ansturms der Anleger und Sparer vorübergehend geschlossen wurden und eine Gesetzesvorlage scheiterte, wonach den Sparern der gerichtlich eingeklagte Zugang zu ihren Konten erschwert werden sollte, trat er zurück und auch Präsident Duhalde schien sein Amt zur Disposition stellen zu wollen. Überraschenderweise kam es am darauf folgenden Tag nach einer Mammut Sitzung zwischen Regierungsvertretern und den 16 der mächtigsten Provinzgouverneuren zur Verabschiedung eines 14-Punkte-Plans, der tags darauf auch als Gesetz verabschiedet wurde. Dieses Programm sowie die Einsetzung des neuen Wirtschaftsministers Roberto Lavagna, sind als weiterer Schritt der Erfüllung der IWF-Forderungen zu interpretieren; allerdings sind einige wenige Punkte, z.B. bezüglich der „Provinzwährungen“, der Interventionsmöglichkeiten der Regierung beim Peso-Außenwert immer noch nicht zur vollen Zufriedenheit des IWF ausgefallen.

Vor allem bleibt grundsätzlich unklar, wie dieser austeritätspolitische Kurs ohne aktive Intervention des Staates in den Wirtschaftsprozess dynamische Kräfte freisetzen soll. Mittels der Elemente des 14-Punkte-Plans können weder die Binnennachfrage noch die produktiven Investitionen vor allem in kleinen und mittleren Betrieben angeregt werden, die Exportsteigerung wird sich in engen Grenzen halten und die restriktive Linie bezüglich der Staatsausgaben kann gleichfalls nicht als positives Element für das Anwerfen des Konjunkturmotors betrachtet werden.

Bei aller Relevanz der Zurückdrängung von Korruption und Verschwendung öffentlicher Ressourcen und der Effizienzsteigerung der Verwaltung – damit allein wird die tief zerrüttete argentinische Ökonomie nicht im Selbstlauf in eine normale Gangart kommen können. Selbst wenn der IWF wenigstens einen Teil der erbetenen 9 Mrd. US-Dollar Notkredit einräumen sollte, stellt sich die Frage, was damit geschehen soll. Die Auffüllung der Devisenreserven, die Sanierung der Banken, die Befriedigung ausländischer und inländischer Kreditgeberinteressen oder der Staatspapierbesitzer kann davon nicht ansatzweise bestritten werden; zur Herstellung des „Vertrauens“ der einheimischen Sparer oder „normaler Bankkunden“ reicht dies ebenfalls kaum aus. Das Einzige, was in der allseits blockierten Situation wenigstens kurzfristig die Ökonomie in Gang bringen könnte, wäre ein massives öffentlich gestütztes Beschäftigungs- und Investitionsprogramm, in das vor allem auch kleine und mittlere Unternehmen einbezogen werden, und durch welches die Liquidität von privaten Haushalten, Unternehmen und Banken etwas verbessert werden könnte. Die damit gegebene Gefahr eines Schritts zur Inflationierung bekannten Ausmaßes müsste in Kauf genommen werden, ohne dabei auf frühzeitige Gegensteuerungsmöglichkeiten zu verzichten. Die Abstützung eines solchen Kurses durch den IWF ist sicherlich außerhalb jeder noch so kühnen Vorstellung und käme einer Paradigmenrevolution gleich, aber er scheint kurzfristig die einzig mögliche Alternative zu sein, da alle angebots- und austeritätspolitischen Versuche bei wachsenden „sozialen Kosten“ völlig gescheitert sind.

Neben den genannten Punkten, die nach wie vor zwischen der Regierung Duhalde und dem IWF kontrovers diskutiert werden, sind vor allem die etwas variierenden Konzepte der Bankensanierung bzw. der Lösung des Schuldner-Gläubiger-Problems ein Stolperstein für ein Abkommen. Während der IWF an seiner Forderung nach einem Zwangsumtausch der Depositen in Staatsanleihen festhält, insistiert die Regierung auf einer Lösung, die einmal mehr Freiwilligkeit bei diesem Umtausch vorsieht und zum anderen später eine sukzessive, automatische Freigabe der Depositen einräumt (vgl. NZZ v. 10.9.2002). Dieser Streit, der schon zwei Zentralbankpräsidenten veranlasste, ihren Hut zu nehmen (da sie dem IWF-Vorschlag folgen wollten), wird noch dadurch kompliziert, dass die Regierung Duhalde in den letzten Wochen und Monaten zunehmend vom Kongress einerseits und vom Obersten Gerichtshof andererseits unter Druck gesetzt wird. Während der Kongress einige Beschlüsse fasste, welche Schuldnerpositionen stärkten bzw. ausländische Bankmanager für ausreichende Liquidität in ihren Dependancen verantwortlich machten, torpedierte der Oberste Gerichtshof die Austeritätspolitik der Regierung; er erklärte nicht nur den beschränkten Kontenzugang für verfassungswidrig, sondern hob auch die – noch von der Regierung de la Rúa zu verantwortende – Kürzung von Gehältern und Pensionen von Staatsbediensteten auf.

Diese schleichende Paralyse der aktuellen Regierung und ihr mangelnder Rückhalt im Lande bzw. bei bedeutenden Bevölkerungssegmenten sind vermutlich die entscheidenden Gründe für das Nichtzustandekommen eines Abkommens mit dem IWF. Dieser hat dafür einen breiten „politischen Konsens“ im Land gefordert, was allerdings bei den Inhalten des Übereinkommens einer „Quadratur des Zirkels“ gleichkommen dürfte. Wenn es überhaupt noch bis Ende dieses Jahres bzw. bis zu den Neuwahlen zu einem Abkommen kommen sollte, wird es kaum Maßnahmen zu größeren Veränderungen der Situation enthalten, sondern eher kurzfristige Umschuldungen bei multilateralen Instanzen vorsehen.

Eine zentrale Frage im kommenden Wahlkampf wird sicher sein, welche Bedeutung bzw. welche Inhalte ein Abkommen mit dem IWF haben soll, zumal gegenwärtig (Ende Oktober 2002) ein stabiles bzw. leicht nach oben zeigendes Gleichgewicht auf unterem Wirtschaftsniveau sich abzeichnet.

Seit Mitte September 2002 scheint eine gewisse Stabilisierung auf unterstem Niveau eingetreten zu sein: „Seit Juni liegt der Wert des Peso bei 3,60 je US Dollar; obwohl dies eine Abwertung von 72% seit Januar bedeutet, bleibt die Inflation noch in Grenzen. Die Zentralbankreserven haben etwas zugenommen; ebenso die Steuereinnahmen. Die Zentralregierung registrierte im Juli ein Plus von 200 Mio. im Budget, obwohl dieses verschwinden würde, wenn Argentinien seine Schuldenzahlungen wiederaufnehmen würde.“ (The Economist v. 7.-13. Sept. 2002: 55). Seit Mitte des Jahres werden die Rückgänge der Industrieproduktion (gegenüber den entsprechenden Vorjahreswerten) kleiner; die Abwertungsfolgen schlagen sich auf die externen Salden nieder. „Argentiniens Außenhandelsüberschuss vervierfachte sich in den ersten acht Monaten nahezu auf rund 11 Mrd. Dollar gegenüber zuvor wenig mehr als 3 Mrd. Dollar.“ (Börsen-Zeitung v. 4. Okt. 2002; vgl. auch: Dresdner Bank Lateinamerika, Perspektiven, September 2002, S. 6-11) Im Unterschied zu Uruguay und Brasilien, die in den letzten Wochen bedeutende Unterstützungskredite vom IWF erhielten, wartet man in Buenos Aires bzw. der internationalen Finanzwelt seit Monaten auf ein entsprechendes Abkommen und nachfolgende Unterstützung seitens der multilateralen Finanzinstitutionen. Außer der partiellen Stundung von Rückzahlungen

bei diesen (IWF und Weltbank) und guten Worten hat sich auf diesem Feld nichts bewegt⁸⁰; nach wie vor scheinen die Auffassungen vom Krisenmanagement zu weit auseinander zu liegen, und der IWF möchte wohl wenigstens im Nachhinein seinen Schuldanteil am argentinischen Desaster ganz auf die dortigen „internen Faktoren“ verschieben und damit ein Exempel statuieren.

Fazit und Synthese

Die Tiefe und kurz- wie mittelfristige Ausweglosigkeit der argentinischen Finanz- und Währungskrise scheint im Reigen analoger Fälle in anderen Schwellenländern insofern auch singuläre Merkmale aufzuweisen, weil durch sie in besonderem Maße historische und sozio-kulturelle Spezifika der argentinischen Gesellschaft stärker als normalerweise üblich freigelegt wurden. Es liegt auf der Hand, dass langfristig-strukturelle und kurzfristig-konjunkturelle Krisenfaktoren genauso zusammenspielten wie sogenannte externe sowie interne Determinanten. Diese – natürlich auch politische und institutionelle – Momente der argentinischen Gesellschaft umfassenden mehr oder minder gewichtigen Ursachen, Gründe oder Verstärker der aktuellen desaströsen Situation lassen sich meines Erachtens in drei Hauptgruppen zusammenfassen.

a) Die insbesondere mit der Anlage des *neoliberalen Modells in Argentinien* zusammenhängenden wichtigsten Dimensionen lassen sich komprimiert folgendermaßen umreißen:

- Es fand keine breitenwirksame, auf produktiven Investitionen beruhende Modernisierung des argentinischen Kapitalismus während der 90er Jahre statt, die ihn in die Lage versetzt hätte, neue Exportpotentiale auf wissenschaftlich-technisch industrieller Grundlage zu erschließen.
- Die ruinöse und private Monopole/Oligopole begünstigende Form der Privatisierung öffentlicher Unternehmen trug dazu bei, staatliche Steuerungsmöglichkeiten zu verringern, die allgemeine Versorgung zu polarisieren und den Staatshaushalt bzw. die Devisenreserven erneut und dauerhaft zu belasten. Denn die Privatisierung ging weitgehend mit Entnationalisierung einher, was die ausländischen Unternehmen dazu veranlasste, Einnahmen zwar in nationaler Währung zu tätigen, aber ihre Gewinn- und Finanztransfers in konvertibler, harter Währung (sprich: US-Dollar) vorzunehmen. Um dieses zu gewährleisten, musste der argentinische Staat seine Außenverschuldung ständig und schließlich bis zu einem unhaltbaren Ausmaß steigern.
- Die mit dieser Wirtschaftspolitik forcierte Rationalisierung, Öffnung des Landes und Deregulierung hat in einigen wenigen Bereichen zu enormen Produktivitätssteigerungen geführt, denen allerdings nicht eine Verbreiterung der ökonomischen Aktivitäten zur Seite stand (vgl. Schwarzer 2002:93ff.). Die beträchtliche Freisetzung von Arbeitskräften aus dem staatlichen Bereich, dem Sektor ehemaliger öffentlicher Unternehmen sowie dem großen Kreis kleiner und mittlerer Betriebe, die zusammenbrachen, hat die offene Arbeitslosigkeit und die Ausdehnung des informellen Sektors auf bisher unbekannte Ausmaße bewirkt. Der Anstieg der Armutsquote auf mittlerweile 30-50% (je nach Region bzw. Maßeinheit) geht einher mit einer Regression zum Naturaltausch, zur Ausweitung von Warenbörsen etc., an denen mittlerweile fünf Millionen ArgentinierInnen

⁸⁰ Gleichzeitig hat Argentinien in diesem Jahr bereits Zins- und Tilgungszahlungen von mehr als 4 Mrd. US Dollar an den IWF, die Weltbank und die Inter-American Development Bank geleistet.

partizipieren. Aber auch der spürbare Anstieg der Kriminalitätsrate sowie die enorme Zunahme der Anzeichen gesellschaftlicher Anomie (dokumentiert z.B. in dem rapiden Anstieg der Selbstmordrate, der Verkehrsunfälle und der Zahl auswanderungswilliger Bevölkerungsteile) verweist darauf, dass die sozialen Bindungen der argentinischen Gesellschaft sich stark zu lockern beginnen (Nolte 2001; Stanley 2000; Tedesco 2000; Weiss 2002).

- b) Das *zweite Bündel von Ursachen und Determinanten* kann in einer notorischen und historisch weiter zurückreichenden Schwäche der *institutionellen Grundlagen der kapitalistischen Wirtschaft und Gesellschaft in Argentinien* gesehen werden. Vor diesem Hintergrund erst konnten die Defizite der neoliberalen Politik eine besonders negative Wirksamkeit entfalten. Die Frage, warum eine verfehlte Wirtschaftspolitik so lange und über die Parteiengrenzen hinweg verfolgt werden konnte, verweist zum einen darauf, dass Kontrollmechanismen und Korrekturmöglichkeiten im argentinischen politischen System nicht wirksam gewesen sind. Zum anderen scheint die These einiger Autoren nicht von der Hand zu weisen zu sein, wonach die herrschende Klasse Argentiniens bzw. das Bürgertum gegenüber der Konstellation in Chile oder Brasilien besondere Charakteristika aufweist: der fehlende Wille und die mangelnde Fähigkeit, allgemeine Einrichtungen und Funktionserfordernisse für das Land insgesamt bzw. für eine „normale“ bürgerlich-kapitalistische Gesellschaft anzustreben und zu realisieren; die geringe Bereitschaft, vorhandene Vermögen in produktive Investitionen umzusetzen; die dominante Orientierung am schnellen Gewinn durch Finanztransaktionen einschließlich der fast völligen Verweigerung ihrer Steuerzahlungspflicht etc. scheinen in Argentinien stärker verwurzelt zu sein, als etwa in den genannten lateinamerikanischen Nachbarländern (Matouk 2001). Es liegt nahe, dass dieser Verhaltensmaßstab aus den „oberen Stockwerken“ der gesellschaftlichen Hierarchie nach unten durchsickert und sich schließlich jeder so gut, unauffällig und trickreich es geht, durchzumogeln versucht – an Institutionen, Regeln, generellen Normen vorbei. Daraus erwächst wiederum bei vielen das tiefe Misstrauen in die Verwaltung, die Träger der öffentlichen Ordnung, das Rechtssystem, die politischen Strukturen etc. (Pries 2002), ein wechselseitiges und dauerhaftes – verständliches – Misstrauensverhältnis, das wiederum den Eindruck vom „anarchistischen Charakter“ der argentinischen Gesellschaft nährt.
- c) Das *dritte Ursachenbündel* für die aktuelle Misere Argentiniens muss in seinem *Finanz- und Bankensystem* sowie in dem gerade beendeten *Währungsregime* des „currency boards“ gesehen werden. So sehr dieses Währungsregime effizient und in kurzer Zeit die Hyperinflation bekämpfen konnte, so sehr erwies es sich als äußerst beengendes Korsett, das jegliche Flexibilität in der Wirtschaftspolitik, vor allem der Geld- und Fiskalpolitik fast unmöglich machte. Dieses insbesondere die Interessen der Geld- und Vermögensbesitzer und der Importkapitale begünstigende Regime hat in Argentinien ebenfalls zur Schwächung einer produktiven und homogenen Entwicklung des Landes beigetragen. Noch kostspieliger aber wird der – vor allem verspätete – Ausstieg aus diesem Währungsregime. „Currency boards sind nicht nur deshalb problematisch, weil sie hohe Anforderungen an eine Ökonomie stellen, sondern auch, weil der Ausstieg

inmitten einer Krise exorbitante Kosten verursacht ... Doch die Kosten des Ausstiegs aus dem Currency Board haben auch eine weitere, psychologische Dimension. Argentiniens Bürger hatten nach der Hyperinflation ein gewisses Vertrauen in die Stabilität der Währung und des Finanzsystems entwickelt. Sie wurden nun bitter enttäuscht. Dieser Schock wird nicht rasch überwunden werden. Vielmehr ist anzunehmen, dass Argentiniens Bürger künftig wieder verstärkt Geldvermögen in andere, stabilere Finanzmärkte transferieren werden. Das wird es künftig schwer machen, Investitionen aus inländischer Ersparnis zu finanzieren.“ (Dieter 2002:188c).

Eine Veränderung des vorherrschenden finanzkapitalistisch angetriebenen neoliberalen Wirtschaftsmodells hätte zur Voraussetzung, dass der bisher herrschende gesellschaftliche und ökonomische Block (Schvarzer 1998:64ff.) zurückgedrängt würde und andere Akteure mit alternativen Vorstellungen, Interessen und Wünschen hinsichtlich der sozioökonomischen Entwicklung des Landes die politische Bühne erobern.

Tabelle 3.10: Makro-ökonomische Kennziffern Argentiniens von 1992-2002

	1992	1994	1995	1998	1999	2000	2001	2002p
Bruttoinlandsprodukt	9,6	5,8	-2,9	3,8	-3,4	-0,8	-4,5	-15,0
(Wachstum in %)								
Inflationsrate	23,0	3,9	1,6	0,7	-1,8	-0,7	-1,5	42,0
(Jahresdurchschnitt in %)								
Handelsbilanzsaldo	-1,4	-4,2	2,2	-3,2	-0,8	2,5	7,6	15,4
(in Mrd. US-Dollar)								
Leistungsbilanzsaldo	-5,4	-9,3	-2,4	-14,9	-12,0	-9,0	-4,4	6,3
(in Mrd. US-Dollar)								
Leistungsbilanzsaldo	-3,1	-2,7	-0,8	-4,9	-4,2	-3,1	-1,6	6,7
(in % des BIP)								
Ausländische Direktinvestitionen	11,0	8,1	4,9	4,2	11,1	10,6	4,1	1,0
(in Mrd. US-Dollar)			(1996)					
Devisenreserven	11,5	17,8	11,1	24,9	32,2	32,5	19,4	9,0
(in Mrd. US-Dollar, Jahresende)								
Bruttoauslandsverschuldung	59,1	85,6	98,5	141,9	145,3	146,3	139,8	144,3
(in Mrd. US-Dollar)								
Schuldendienst	29,1	27,5	30,2	54,0	70,0	74,0	75,0	65,0
(in % der Exporterlöse)								
Zinssatz			24,0	10,6	11,5	13,8	54,9	60,0
(Jahresdurchschnitt)								
Arbeitslosigkeit in %	6,6	11,5	17,5	12,9	14,3	15,1	17,4	25,0
(städtische Bereiche)								

p= Prognose

Quellen: CEPAL (2002): Situación y perspectivas. Estudio Económico de America Latina y el Caribe 2001-2002, Santiago de Chile

Dresdner Bank Lateinamerika, mehrere Jahrgänge, Hamburg

Acuña, Carlos H. (1995): Política y economía en la Argentina de los 90, in: Ders. (Hg.): La nueva matriz política argentina, Buenos Aires, S. 331-383

Gleich, A.v. u.a. (Hg.) (1995): Lateinamerika Jahrbuch 1995, Frankfurt/M., S. 106-108

Bodemer, K. u.a. (Hg.) (2000): Lateinamerika Jahrbuch 2000, Frankfurt/M., S. 108-109

4. Das „asiatische Wunder“ in der Krise

Am 2. Juli 1997 wurde nach mehreren Wellen der Spekulation die Parität der thailändischen Währung aufgegeben und dem Abwärtsdruck des Wechselkurses freier Lauf gelassen. In der Folge dieser Entwicklung gerieten die Währungen Malaysias, Indonesiens, der Philippinen und schließlich Südkoreas unter spekulativen Druck, was auch in diesen Ländern zu erdrutschartigen Abwertungen führte. Die Währungskrisen steigerten sich über verschiedene Kanäle zu Finanz- und Wirtschaftskrisen regionalen, sogar globalen Niveaus mit erheblichen sozialen Kosten (vgl. Lee 1998). Der asiatischen Währungs- und Finanzkrise von 1997 und 1998 ging ein jahrzehntelanges überdurchschnittliches ökonomisches Wachstum der betroffenen (süd-)ostasiatischen Krisenländer voraus. Gerade vor dem Hintergrund der langen Erfolgsgeschichte erscheinen Analysen der Krise auch heute noch, gut fünf Jahre danach, oftmals zu sehr in momentbezogenen (ökonomie-)theoretischen Verkürzungen zu verharren. Der Krisenausbruch wie auch die Folgen der Währungsabwertungen lassen sich nicht in ihrer ganzen Tragweite verstehen, wenn die Vorgeschichte der asiatischen „Tigerstaaten“ ausgeblendet bleibt. Aus diesem Grund soll der ökonomische Entwicklungsweg und die Strategie der Industrialisierung in die vorliegende Analyse mit einbezogen werden.

Ebenso wie die Interpretation der Ursachen der Asienkrise unterliegen auch die Deutungsmuster des Entwicklungswegs der (süd-)ostasiatischen NICs den gegenläufigen Theoremen ökonomischer und politökonomischer Theorien. Diese Einschätzungen lassen sich grob auf zwei Positionen polarisieren: in eine orthodoxe und eine heterodoxe Linie (politisch-)ökonomischer Theorien. Erstere sind neoklassische und (neo-)liberale, letztere politökonomisch orientierte Wirtschaftstheorien, wie bspw. der regulationstheoretische Ansatz. Während orthodoxe Ansätze eher binnenzentriert argumentieren, sprich die Entwicklungsfaktoren werden ebenso wie die Krisenursachen vorwiegend in der internen Struktur der Nationalökonomien bzw. in den Spezifika und Defiziten des „asiatischen Entwicklungsmodells“ lokalisiert, theoretisieren heterodoxe Ansätze Integrationsformen der asiatischen Volkswirtschaften in die globalen ökonomischen Zusammenhänge und stellen somit externe Bestimmungsfaktoren von Entwicklung und Krise in den Vordergrund. Besondere Bedeutung wird der Rolle der internationalen Finanzmärkte beigemessen, woraus auch die Debatte um die NIFA viele Impulse bekam.

4.1. Das asiatische Entwicklungsmodell⁸¹

Das „asiatische Wunder“ basierte zu großen Teilen auf einer exportinduzierten Entwicklungsstrategie. Nach der neoklassischen Theorie ist eine exportorientierte Industrialisierung (EOI) in Abgrenzung zur Importsubstitution das effizienteste Rezept für die Entwicklung von Ökonomien, was bereits im Weltentwicklungsbericht der Weltbank von 1979 konstatiert wurde:

„[...] die Republik Korea hat gezeigt, dass eine anhaltende Entwicklung der Industrie durch [...] Maßnahmen gesichert werden kann, nämlich den Übergang zur Exportproduktion. Dieser wirtschaftspolitische Wechsel erlaubte es diesen Ländern [den asiatischen NICs; CK] nicht nur die Geschwindigkeit der Industrialisierung aufrechtzuerhalten und sogar zu beschleunigen, sondern auch kostspielige Fehler zu vermeiden, die mit einer übertriebenen Importsubstitution einhergehen, sowie eine Reihe von Vorteilen zu ernten [...]. Die Erfahrung zeigt, dass eine erfolgreiche Ausfuhr offensive entscheidend vom leichten Zugang zu zollfrei importierten Einsatzfaktoren und der Aufrechterhaltung von Exportpreisanreizen abhängt, [...]“ (Weltbank 1979:78).

Export-led growth ist definiert als Wachstum, bei dem Exporte schneller anwachsen als andere Komponenten des Sozialprodukts. Heimische Produkte werden wettbewerbsfähiger auf den Weltmärkten wegen niedrigerer Preise, größerer Vielfalt oder Qualitätsverbesserungen. Bedingungen hierfür sind in erster Linie offene Ökonomien. In der Regel geht eine gezielte Exportorientierung mit Leistungsbilanzüberschüssen einher, während bei einem binnenmarktorientierten System die Anfälligkeit für Leistungsbilanzdefizite besteht, da Importe in einem solchen Regime dazu tendieren, schneller zu steigen als Exporte. Diese Einschätzung, die sich auch im Weltentwicklungsbericht der Weltbank von 1987 wiederfindet, muss vor dem Hintergrund der Verschuldungskrise in Lateinamerika in den achtziger Jahren gesehen werden. Die importsubstituierende Industrialisierung (ISI) lief im Fall von Lateinamerika auf strukturelle Zahlungsbilanzprobleme hinaus: Je schneller der Industriesektor wuchs, je erfolgreicher also die Importsubstitution nach eigenen Kriterien vonstatten ging, desto größer wurde der Devisenbedarf des Verarbeitenden Gewerbes, das selbst keine oder nur geringe Exporteinnahmen realisierte.⁸² Die Deviseneinnahmen des Agrarsektors reichten immer weniger aus, um den Industrialisierungsprozess fortzuführen. Chronische Handelsbilanzdefizite waren die Konsequenz, die durch externe Kreditaufnahme wieder ausgeglichen werden mussten, und schließlich war die öffentliche Verschuldungskrise Ausdruck dieses Dilemmas. ISI-spezifische Merkmale, wie z.B. die Kombination hoher Zölle und nicht-tarifärer Handelshemmnisse mit einer Wechselkurs-Überbewertungsstrategie, verstärkten die Aversion neoliberaler Wirtschaftstheoretiker gegenüber diesem Entwicklungskonzept. Diese „hermetische

⁸¹ Bei der Rekonstruktion und Analyse des Entwicklungsmodells beschränke ich mich auf das Beispiel Südkoreas, dessen Industrialisierungsstrategie Vorbildfunktion für die sog. *Second Tiers* (Thailand, Malaysia, Indonesien, m.E. Philippinen) hatte. Es bedarf keiner besonderen Erwähnung, dass jedes Land nicht unerhebliche Besonderheiten prägt, die in einer umfassenderen Studie Beachtung finden müssten.

⁸² Nach neoklassischem Verständnis liegt der große Vorteil dieser Entwicklungsstrategie in dem Wissen davon, welche Märkte für welche Produkte bereits existieren, da die vorher importierten Güter relativ genau bemessen werden können und die Importsubstitution darauf ausgerichtet werden kann. Schwierigkeiten werden im Staatsinterventionismus und im Schritthalten mit dem internationalen Produktivitätswachstum gesehen (vgl. Balassa 1978).

Abriegelung“ (Mármora/Messner 1991:94) der nationalen Ökonomien vom Weltmarkt führte schließlich zu oligopolistischen Strukturen, zu technischen und organisatorischen Ineffizienzen sowie zu verzerrten Preisen. Darauf folgte eine tendenzielle Abkopplung von den technologischen Entwicklungen auf internationaler Ebene, und „im Ergebnis vergrößerte sich das Gefälle zwischen den nationalen und den internationalen Produktivitätsniveaus von Jahr zu Jahr“ (ebd.). Infolge niedriger Produktivitätssteigerungen blieben die Spielräume für Reallohnsteigerungen, die auf eine Erhöhung der Binnennachfrage hätten hinauflaufen müssen, gering, was wiederum die aggregierte Nachfrage unterminierte.

Die neoliberale Orthodoxie der achtziger Jahre drängte auf Öffnung der Märkte und Exportsteigerungen zur Sicherung des Transfers des Schuldendienstes. Entsprechend der Theorie der komparativen Kostenvorteile von David Ricardo wurde der Platz dieser Länder in der internationalen Arbeitsteilung im wesentlichen im Rohstoffbereich und bei arbeitsintensiven Billigprodukten gesehen (vgl. Kim 1994:97). Der Weltentwicklungsbericht der Weltbank von 1987 forderte hiernach die Liberalisierung der Binnenmärkte, einen „realistischeren“ Wechselkurs und den schrittweisen Abbau der Zölle und nicht-tarifären Handelshemmnisse. Für den Neoliberalismus liegt der Schlüssel zum Wachstum im Export von international konkurrenzfähigen Gütern und Dienstleistungen und die konsequente Öffnung der Märkte. Durch die Ausnutzung komparativer Kostenvorteile könnten die Produktionsfaktoren auf der weltwirtschaftlichen Ebene am effektivsten verteilt werden, und dafür sei der freie Außenhandel ohne Interventionen wie z.B. Importrestriktionen notwendig. Es wurde den Entwicklungsländern empfohlen, sich auf Agrar- und arbeitsintensive Güter zu spezialisieren und diese zu exportieren (Weltbank 1987).

Da sich die asiatischen NICs an diesen Empfehlungen orientierten, wurde im Weltbank-Report von 1993 das „*East Asian Miracle*“ in den höchsten Tönen gelobt. Der Aufstiegsprozess wurde vor allem an folgenden Bedingungen festgemacht (World Bank 1993):

- das Erreichen makroökonomischer Stabilität (niedrige Inflationsraten) und Exportwachstum,
- die Schaffung einer institutionellen Basis für Wachstum,
- die Akkumulation von Human- und Sachkapital (Bildungspolitik und hohe Sparquoten),
- die effiziente Steigerung der Produktivität (flexible Arbeitsmärkte, Kapitalmärkte, Offenheit gegenüber ausländischer Technologie).

Bis zu einem gewissen Grad wurden in dem Bericht auch diverse Staatsinterventionismen als elementare Bestandteile des Wachstumsmodus anerkannt. Ferner wurden gezielte Subventionierungen, Staatsbanken, öffentliche Investitionen, Export-Marketing und der Informationsfluss zwischen öffentlicher und privater Seite nach dem Vorbild Japans gelobt. Diese positive Beurteilung durch die Weltbank ist in erster Linie aus dem Erfolg des Modells heraus abzuleiten. Schließlich wird seit der Asienkrise anstelle von förderlichen Staatsinterventionen vom sog. *Crony Capitalism* gesprochen, womit Korruption in den Ländern durch netzwerkartige Strukturen zwischen Politik und Wirtschaft gemeint ist. Dieser *Cronyism* hatte nach neoliberaler Sicht verheerende Ineffizienzen bei Kreditvergabe und Ressourcenallokation zur Folge und war danach hauptverantwortlich für den Ausbruch der Währungs- und Finanzkrise im Jahr 1997.

Nach dieser kurzen Abgrenzung des Konzepts der EOI (gegenüber der ISI) sollen die konkreten Entwicklungsbedingungen der asiatischen NICs am Beispiel von Südkorea näher beleuchtet werden um anschließend der Frage nachgehen zu können, welche Bedeutung dem Entwicklungsmodell bei der Analyse der Krise zukommt.

Entwicklungsbedingungen Südkoreas

Am Beispiel Südkoreas wird deutlich, dass die EOI zwar durchaus die dominante Entwicklungsstrategie war, doch aus dieser alleine ist den Erfolg nicht erklärbar. Das Erfolgsrezept geht vielmehr auf die entwicklungspolitische Wechselbeziehung von ISI und EOI auf der Grundlage eines handlungsfähigen Staates und einer abgeleiteten dirigistischen Wirtschaftspolitik durch die Eliten zurück (vgl. Kim 1994). Zudem sind geopolitische Faktoren ein wichtiger Bestandteil eines umfassenden Erklärungsansatzes: der Frontstaatenstatus Südkoreas während des Kalten Kriegs und die Rolle des Technologieimports und transnationaler Konzerne (vgl. Wade/Veneroso 1998). Schließlich spielt die Binnenmarktstruktur im Zusammenhang mit nominalen und realen Lohnsteigerungen eine wichtige Rolle.

4.2. Wechselbeziehungen zwischen EOI und ISI

Südkorea konnte sich vom Verschuldungstrend der achtziger Jahre durch eine relativ eigenständige Reproduktionsstruktur abkoppeln, die eine „nachhaltige“ Entwicklung ermöglichte.⁸³ Die entscheidende Vorbedingung für eine relativ eigenständige Reproduktionsstruktur und den stückweisen Abbau der Abhängigkeit vom Weltmarkt war die durch staatlich-dirigistische Eingriffe geschaffene Wechselbeziehung von EOI und ISI. Die ISI hat nicht nur zur Industrialisierung im Sinne der Diversifizierung und intensiveren Verflechtung der Industriebranchen und infolgedessen zur Schaffung einer unentbehrlichen Grundlage der Diversifizierung und Qualifizierung der Exportwarenstruktur beigetragen, sondern auch zur Verringerung der Auslandsverschuldung und Schuldendienstprobleme. Messner (1988:159f) betont diesen Umstand gleichermaßen indem er konstatiert, dass „ohne die Vorarbeit der Importsubstitution der Investitionsgüter von 1974 bis 1979 die das Außenhandelsdefizit und Auslandsschulden abbauende Industrie- und Exportwarenstruktur seit 1980 nicht hätte etabliert werden können.“ Dabei war die ISI nicht nur in der Initialphase der Entwicklung, d.h. in der Phase der Produktion von arbeitsintensiven bzw. einfachen Konsumgütern, von zentraler Bedeutung; ISI und EOI waren stets komplementäre und wechselseitige Elemente spezifischen Entwicklungsmodells (vgl. Kim 1994:40f).⁸⁴

⁸³ Unter einer nachhaltigen ökonomischen Entwicklung wird eine Industrialisierung verstanden, insofern sie ein notwendiger Bestandteil der Entwicklung der Produktivkräfte, der Diversifizierung und Intensivierung des Reproduktionsprozesses ist und einen tiefgreifenden Durchbruch der alten agrarischen gesellschaftlichen Verhältnisse zur Folge hat (Kim 1994; Märmora/Messner 1991).

⁸⁴ Menzel/Senghaas beschreiben diese Kette mit einer sachlogischen und historischen Sequenz: ISI¹ – EOI¹ – ISI² – EOI² – ISI³ – EOI³, wobei ISI¹ die erste Phase der Importsubstitution (einfache Konsumgüter wie Textilien), ISI² die zweite Phase der Importsubstitution (Zwischengüter wie Stahl und Petrochemie), ISI³ die dritte Phase der Importsubstitution (Maschinenbau, Elektrotechnik, Fahrzeugbau) ist und die Exportphase der jeweils vorausgegangenen Importsubstitutionsphase folgt (vgl. Menzel/Senghaas 1986:167f). Diese klare (zeitliche) Trennung der jeweiligen Industrialisierungsphasen hat jedoch so nicht stattgefunden und wird weiter unten noch differenziert.

Menzel/Senghaas sehen eine klare Reziprozität in diesem Konzept: Die zeitlich vorausgegangene ISI, die eine Basis der Industrialisierung und ein Stück Autonomie geschaffen hat, stößt wegen des engen Binnenmarktes relativ schnell auf Absatzschwierigkeiten im Inneren. Die Realisierungsschwierigkeiten können entweder durch eine Erhöhung der Binnenkaufkraft oder durch den Export überwunden werden.⁸⁵ Im Falle der Krisenländer wurde letztere Variante gewählt, und die durch das Exportwachstum neu entstandene Nachfrage nach Zwischen- und Investitionsgütern, welche vorher zum großen Teil importiert wurden, erfordert wiederum die zweite Phase der ISI, also die Importsubstitution qualifizierter und technologischer Güter, der die zweite Phase der EOI aus derselben Kausalität (begrenzte Binnenmarktgröße) folgt (vgl. Menzel/Senghaas 1986:166ff). Dominant jedoch war stets der Exportismus, die Binnennachfrage wurde konsequent untergeordnet, wie Bello anhand des Automobilsektors aufzeigt:

„The strong export push stemmed from the technocrats’ belief that the profitability of the industry depended on achieving economies of scale, which meant that the domestic market alone, limited as it was, would not be sufficient. Indeed, the technocrats saw export markets not as complementary to but as a substitute for the domestic market. This thinking stemmed from the logic of export-oriented industrialization: if cheap labour was to be Korea’s main weapon in the battle for export markets, then a significant domestic market based on prosperous car-buying consumers was out of the question. This perspective had one additional consequence that slowed the creation of a domestic market: since cars were expected to be purchased only by the rich, they were regarded by bureaucrats as sources of revenue for the state. In the early 1980s, the buyer had to pay twelve major taxes on an automobile before it was delivered, plus five other taxes while operating the car.“ (Bello 1990:131f)

In der Funktion, dass die ISI die Substitution von vorher importierten Zwischen- und Kapitalgütern leistete, wobei diese später dann selbst wieder für den Export bestimmt waren, führte die Strategie zur Devisenersparnis, dem Abbau des Außenhandelsdefizits und somit zur Abmilderung des Schuldendienstproblems (vgl. Menzel/Senghaas 1986:159; Kim 1994:57ff). Dass dieses Akkumulationsregime dennoch anfällig für externe Schocks war, soll im folgenden gezeigt werden.

Theorie des Exportismus

Der Erfolg der asiatischen Tigerstaaten schien lange Zeit die potenziellen Verwundbarkeiten eines bedingt steuer- und kontrollierbaren Gleichgewichts zu verbergen. Doch gerade im Kontext der Internationalisierung und des Wandels der Kapitalformen in den 90er Jahren entzogen sich weite Bereiche der Binnenwirtschaft der nationalstaatlichen Kontrolle. Zur Verdeutlichung des Wandels, dem die südostasiatischen Schwellenländer unterworfen waren, muss die Verflechtung zwischen dem Kapitalkreislauf in den NICs und dem in den Industrieländern im Kontext des Exportismus näher erläutert werden (vgl. zum folgenden Sum 1997). Das Konzept des Exportismus als Wachstumsmodus betont die Schlüsselrolle der Internationalisierung der Produktion während des EOI-Stadiums des globalen Kapitalismus.

⁸⁵ Den Grund für einen automatistischen Wechsel von der ISI zur EOI in der Begrenztheit des Binnenmarktes (Bevölkerungsgröße und Fläche, nach Menzel/Senghaas 1986:121) zu sehen, ist unzureichend. Diese Einschätzung des Wechselverhältnisses von ISI und EOI vernachlässigt die aktive Industriepolitik des Staates. Es kann nicht von einer Saturierung der Binnenmärkte als Grund für die Reorientierung hin zum Exportismus ausgegangen werden, vielmehr von einer dominanten Konzentration der Industrie und des Staates auf den Export. Die ISI wurde vorrangig zum Aufbau einer später für die Exportmärkte wettbewerbsfähigen Industrie operationalisiert, was auch die Überschneidungen der beiden Industrialisierungsstrategien erklärt.

Demnach hätte das asiatische Wachstum in den vergangenen Jahrzehnten im Kontext des außenorientierten Wachstumsmodus „ohne die kontingente Notwendigkeit des Zusammenfallens der Internationalisierung der Produktion und einer spezifischen Öffnung des Weltmarktes für den Export dauerhafter Konsumgüter [...] nicht stattfinden können“ (Sum 1997:177). Damit einher geht ein gewisses Maß an Fragilität des Abhängigkeitsverhältnisses zwischen Zentrum und Peripherie. Besonders im Fall der (süd)ostasiatischen exportistischen NICs „tendiert die Kapitalakkumulation immer dazu, unsicher zu sein: [...] Zum einen aufgrund der Komplexität und der Widersprüche, die in der Notwendigkeit begründet sind, Kapitalgüter und Technologien zu importieren bzw. zu transferieren und gleichermaßen den Fluss von Exporten aufrechtzuerhalten und/oder zum anderen mit Krisen umzugehen, die aus einem Ungleichgewicht zwischen der Verminderung von Importen, der Kostensenkung oder der Nachfrageausweitung resultieren“ (Sum 1997:178).

Eine zentrale Frage ist, wie die Internationalisierung des Kapitals nach dem Zweiten Weltkrieg eine Möglichkeit für die exportorientierte Industrialisierung geschaffen und wie die Entstehung der NICs umgekehrt dazu beigetragen hat, den globalen Akkumulationsprozess zu formen. Dafür muss die Verflechtung zwischen dem Kapitalkreislauf in den NICs und dem in den entwickelten kapitalistischen Ländern näher betrachtet werden. Die zentrale politökonomische These diesbezüglich ist, daß diese Verflechtung durch eine asymmetrische Interdependenz gekennzeichnet ist, was generell an der Abhängigkeit der NICs sowohl von den Kapitalgüterimporten aus den Metropolen als auch von den Exportmärkten in den letzteren zur Realisierung von Profiten aus dem einheimischen Produktionsausstoß festgemacht wird (vgl. Lipietz 1987). In ein Kreislaufmodell gebracht, verwandeln die NICs Kapital in Geldform in produktives und Warenkapital für den Weltmarkt, die Metropolen transformieren Geldkapital in Kapitalgüter der Abteilung I⁸⁶, die dann in den Kreislauf der NICs als Produktionsmittel eingehen (konstantes Kapital), die durch den Export von Konsumgütern aus der Abteilung II⁸⁷ in die Metropolen finanziert werden. Dieser Kreislauf ist systemhaft instabil, da ein ständig prekäres Gleichgewicht zwischen dem Zufluß von produktivem Kapital und der internationalen Nachfrage nach den in den NICs produzierten Exporten aufrechterhalten werden muß. Mögliche „Störfaktoren“ können eine Unterkapazität der Produktion bei ausbleibendem Zufluß von produktivem Kapital oder Überkapazitäten bei steigender Produktivität sein. Die Abhängigkeit von (Export-)Märkten, die der nationalen Steuerung und Kontrolle entzogen sind, macht ein gleichgewichtiges Wachstum im Exportismus grundsätzlich schwerer, und falls dieses erreicht werden kann, ist es instabiler (Sum 1997). Die vom Neoliberalismus kritisierte und von den NICs partiell eingeschlagene Importsubstitution diene dazu, dieses Dependenzverhältnis zu entschärfen. Die dominante exportorientierte Industrialisierungsstrategie ist dennoch weitgehend von der inländischen Konsumtion entkoppelt. Vielmehr bewegt sich der exportistische Kreislauf von der Investition (für die Produktion von Exportgütern) über die Produktion (von Exportgütern) und Realisierung (von Mehrwert, der in Exportgütern verkörpert ist) zur Reinvestition (von Profiten), und die inländische Konsumtion ist flexibel und den wechselnden internationalen *Terms of Trade* unterworfen.

⁸⁶ Nach Marx produziert die Abteilung I Waren, die in die „produktive Konsumtion“ eingehen, also Produktionsmittel oder Kapitalgüter.

⁸⁷ Nach Marx produziert die Abteilung II Waren, die in die „individuelle Konsumtion“ der Kapitaleigner oder Arbeiter eingehen, also Konsumgüter.

Schließlich darf nicht unerwähnt bleiben, dass die Krise der Profitabilität in den kapitalistischen (fordistischen) Zentren eine Grundbedingung für die Internationalisierung des Kapitals war und somit auch mit dem *Worldwide Sourcing* in unmittelbarer Verbindung steht. Diese nicht zufällige Koinzidenz war die Voraussetzung für die Entstehung der spezifischen Form peripher-fordistischer NICs. Eine internationale Arbeitsteilung auf drei Ebenen setzte sich durch: die hochindustrialisierten Zentren, die semiindustrialisierte Peripherie und die agrarische Peripherie. Die komplementäre ISI (zur EOI) schuf eine gewisse nachhaltige Basis für das ökonomische Wachstumsmodell der *First* und *Second Tiers*⁸⁸, dennoch waren und sind die Abhängigkeitsverhältnisse der Länder von den globalen Kreisläufen des Kapitalismus („real“ und „monetär“) ein nationalstaatlich nicht kontrollierbares Moment, das externen Schocks gegenüber zur Hilflosigkeit zwingt. Diese Verwundbarkeit gegenüber solchen Schocks verstärkte sich erheblich mit den Liberalisierungstendenzen im Finanzsektor.

In den neunziger Jahren kam es zu einer weitreichenden Deregulierung und Liberalisierung der lokalen Finanzmärkte in (Süd-)Ostasien. Zu einem gewissen Grad, verselbständigte sich im Zuge dieses Prozesses das Kreditgeldsystem und entfernte sich zunehmend vom Produktionssystem (vgl. Guttman 1994, 1997, 1998a). Die Geldsphäre oder besser das „Kreditgeld“ war es schließlich auch, die über den spezifischen Modus der Verflechtung Asien in die Krise stürzte. Hohe inländische Sparquoten in den NICs hätten bei den gegebenen Investitionsvolumina nur einen Bruchteil des tatsächlichen Nettokapitalimports notwendig gemacht. Bei mangelnder institutioneller Reife der lokalen Finanzsysteme, einer stumpfen Bankenaufsicht und den spezifischen Wechselkursregimes mit der Koppelung der Währungen an einen Dollar-basierten Währungskorb führte der Kapitalimport zu Defiziten bzw. Verschuldungsgraden, die früher oder später in sich zusammen brechen mussten.

4.3. Die Asienkrise 1997/98

Was als eine scheinbar lokal gebundene Währungskrise in Thailand begann, entwickelte sich schnell zu einer regionalen Krise mit Auswirkungen für das globale Wirtschaftssystem. Die direkte Ansteckung (*Contagion*) betraf zuerst Indonesien, Malaysia und die Philippinen, im Oktober dann auch Südkorea und zu einem abgeschwächten Grad Hongkong und China (diese beiden Länder sowie Taiwan, Singapur und m.E. Malaysia konnten die Spekulationswellen gegen ihre Währungen abwehren, vgl. McLeod/Garnaut 1998).⁸⁹ Die ersten und auffälligsten Symptome der Krise waren massive Währungsabwertungen und der Verfall der Wertpapiermärkte. Die jeweiligen extremen Währungsverluste zogen große Finanzhilfen von bi- und multilateralen Gebern nach sich, die unter der Federführung des IWF an diverse Konditionalitäten geknüpft waren.⁹⁰

⁸⁸ Der ersten (Japan, Südkorea) und zweiten Garde (Thailand, Malaysia etc).

⁸⁹ Eine sehr detaillierte Auflistung und Beschreibung der einzelnen Ereignisse ist die 300-seitige Chronologie auf der *Asia Crisis Homepage* von Nouriel Roubini (1997-1999). Übersichtlicher sind die wichtigsten Ereignisse bei Heribert Dieter (1998: Kapitel 10, Chronologie der Asienkrise, S. 164-189) zusammengefasst.

⁹⁰ Die Maßnahmen des IWF unterschieden sich kaum von den Standardmaßnahmen des Fonds bei vorangegangenen Krisen: Sofortige Schließung insolventer Banken und anderer Finanzinstitutionen, Liberalisierung von Gesetzen, die nur begrenzten ausländischen Besitz an Unternehmen und Finanzinstitutionen erlaubten (Maßnahmen zur Liberalisierung des Kapitalverkehrs, um Geld-, Anleihen- und Kapitalmärkte für ausländische Investoren zu öffnen), Fiskalkürzungen, um die Restrukturierung des Finanzsektors finanzieren zu können, signifikante Zinsanhebungen, um „das Vertrauen in Währungen wiederherzustellen“ (vgl. IMF 1998). Realiter schwankten die Wechselkurse der

Mit den Währungsabwertungen ging der finanzielle Zusammenbruch der Länder einher, der sich vor allem über drei Kanäle auf die Volkswirtschaften auswirkte. Erstens durch die gesteigerte Fragilität des Bankensystems, die von einem hohen Abhängigkeitsgrad nicht abgesicherter (*unhedged*) kurzfristiger ausländischer Kredite (v.a. in Thailand) herrührte. Zweitens, weil der Unternehmenssektor ähnlich abhängig von ausländischen Krediten war (das war v.a. in Südkorea und Indonesien der Fall). Die Durchschlagkraft der Währungsabwertungen war besonders stark durch die extremen Verschuldungsgrade vieler großer Unternehmen in der Vorkrisenzeit⁹¹ und durch den hohen Anteil von Krediten von inländischen Banken an den Privatsektor in den Krisenländern. Ein dritter Kanal waren die Lösungsversuche der Krise durch die Anhebung der Zinsen. „[...] second-round effects soon spread to other parts of the real economy: the banking crisis, together with rising interest rates, resulted in a contraction of credit and a disruption of normal financial intermediation that put even otherwise viable firms under pressure” (ILO 1998:8).

Konkurrierende Erklärungsansätze im Überblick

Die Asienkrise war in erster Linie eine Krise der Privatwirtschaft und hat nur bedingt Ähnlichkeiten mit anderen Krisen der achtziger und neunziger Jahre, da es sich bei diesen hauptsächlich um öffentliche Verschuldungskrisen handelte (z.B. Mexiko 1994 oder die Schuldenkrise in Lateinamerika in den achtziger Jahren). Neoliberale bzw. neoklassische Analysen der Krise konzentrieren sich auf interne Faktoren und das Versagen des „asiatischen Modells“. Politökonomische Ansätze machen in erster Linie die weitreichenden Liberalisierungen und die Rationalität der Finanzmärkte und deren Akteure für die Geschehnisse in Asien verantwortlich. Beide Richtungen argumentieren oftmals monokausal und tragen der Komplexität der Asienkrise nicht genügend Rechnung.

Neoliberale Ursachenforscher identifizieren vorzugsweise Dysfunktionalitäten des asiatischen Entwicklungsmodells, das sich von Prinzipien des freien Markts unterscheidet. Obwohl die Krisenländer eine Politik der offenen Märkte und makroökonomische Strategien auf einer Linie mit dem *Washington Consensus* verfolgten, gab es nach dieser Einschätzung schwerwiegende Versäumnisse, die letztendlich die Krise zur Folge hatten. Diese Versäumnisse werden mit *Crony Capitalism* umschrieben. Ein Hauptelement des *Cronyism* ist die weitgehende politische Einmischung in Marktprozesse. Als politische „Sünden“ werden immer wieder leichtfertige Privatisierungen in die Hände von Verwandten genannt, also die Klientelwirtschaft innerhalb und zwischen der politischen und wirtschaftlichen Sphäre oder die Gewährleistung von Monopolrechten, regierungsgesteuerte Kredite und Regierungsgarantien für sogenannte *Bail-outs* (das sind „Freikäufe“ von verschuldeten Unternehmen durch die jeweilige Regierung). Diese Praktiken würden den freien wettbewerbsorientierten Marktprozess durch korruptes Verhalten verdrängen. Ein Nebeneffekt eines solchen Systems sei das Aufkommen eines *Moral Hazard-Problems*⁹² in der Form, dass eine Regierung Garantien für Kredite der einheimischen Industrie

Krisenländer bis weit ins Jahr 1998, stabilisierten sich aber bis Mitte 1999. Das Engagement des IWF hat starke Kritik hervorgerufen, da der Fonds eine Krise der Privatwirtschaft mit Mitteln einer Krise der Staatsverschuldung, also mit Rezepten aus den Erfahrungen der achtziger Jahre (lateinamerikanische Verschuldungskrise) behandelte.

⁹¹ In Südkorea lag Ende 1998 die Fremdverschuldungsrate zu Eigenmitteln für die Daewoo-Gruppe bei 527%. Die Hyundai-Gruppe wies eine Rate von 449%, die LG-Gruppe von 341% und die Samsung-Gruppe von 276% aus (Handelsblatt vom 01.07.1999:11).

⁹² *Moral Hazard* (moralische Wagnisse) ist ein Begriff aus der Theorie asymmetrischer Informationsverteilung, der Situationen mit unbeobachtbaren Aktionen beschreibt, die einen Anreiz zu riskanten Aktivitäten liefern (vgl.

und Banken übernimmt (*Politically Connected Lending* mit „Insolvenz-Garantie“) und Bonitätsprüfungen z.T. nur bedingt, wenn überhaupt, vornimmt. Es kam danach zu einer Fehlallokation von Investitionen, einer Kontraktion der Profitraten und einer wachsenden Fragilität des Finanzsystems (vgl. stellvertretend Krugman 1998a, 1998b). Diese Kritik sieht die Krisenursachen somit in den Eigenheiten des Entwicklungsmodells⁹³ und damit auch in der dirigistischen Wirtschaftspolitik der Regierungen. Dies hänge mit den Merkmalen des asiatischen Entwicklungsmodells zusammen, in dem der Staat eine stark lenkende Rolle bei der selektiven Unterstützung von Schlüsselindustrien spielte, d.h. der Staat koordinierte Investitionen und kontrollierte die Kreditvergabe und den Kapitalverkehr. Diese Abweichungen vom neoliberalen *Laissez-faire*-Modell werden für hohe Kosten bzw. eine reduzierte ökonomische Effizienz verantwortlich gemacht (vgl. Greenspan 1998, 1998a).

Polit-ökonomische Analysen konstatieren dagegen, dass derartige Krisen schon vorher ausbrachen, und zwar in Ländern, in denen nicht das asiatische Entwicklungsmodell zugrunde lag. Sie zielen bei ihren Untersuchungen vorwiegend auf externe Faktoren als Krisenursachen ab. Es gäbe zwar keinen Zweifel an der Korruption in den Krisenländern, aber diese sei auch nicht exzessiver als in anderen Schwellenländern (vgl. bspw. Stiglitz 1998a, 1998b, 2002). Wichtiger sei, dass die Renditen für Investitionen in Südost- und Ostasien in den neunziger Jahren signifikant höher gewesen seien, als in anderen sich entwickelnden Regionen. Und das selbst noch in der unmittelbaren Vorkrisenzeit (ab Beginn des Jahres 1997), als sich in den einzelnen Volkswirtschaften Probleme abzeichneten. Es wäre aus empirischen Gründen unzureichend zu behaupten, dass die Krise auf den Schwächen des asiatischen Entwicklungsmodells beruhte, vielmehr in dessen Eigenheiten bezüglich der Integrationsweise in das Weltmarktsystem. Das Argument des *Crony Capitalism* und der Überintervention durch den Staat könne den Zeitpunkt des Krisenausbruchs nicht erklären (vgl. ILO 1998:15). Entscheidender Bezugspunkt bei der Analyse der Asienkrise sei die Rolle der internationalen Finanzmärkte. Der Einbruch überbewerteter *Assets* (auf den Immobilien- und Finanzmärkten) sei ein originäres Merkmal

Begg/Fisher/Dornbusch 1994:240f). Wade (1998:4) definiert *Moral Hazard* in Anwendung auf die Asienkrise folgendermaßen: „Moral hazard [...] refers to the belief on the part of western banks that Asian banks and large companies were effectively guaranteed by their governments and could be lent to at essentially government rather than private risk.“

⁹³ Ein Bindeglied zwischen dem Entwicklungsweg der asiatischen NICs in den zurückliegenden Jahrzehnten und dem Ausbruch der Währungs- und Finanzkrise im Jahr 1997 liegt nach Krugman (1994) in der sogenannten *Total Factor Productivity* (TFP), auf deren Analyse er seine These vom „Mythos des asiatischen Wunders“ und den „*Paper Tigers*“ stützt. Die TFP bezeichnet den Produktivitätsanstieg durch technologischen Fortschritt und größere organisatorische Effizienz (vgl. IMF 1998:83). Krugmans Ansatz kurz zusammengefasst: Er verwirft die These von der Überlegenheit des „Asiatischen Modells“ aufgrund von staatlichen Wirtschaftseingriffen und selektivem Protektionismus (Stichwort Neomerkantilismus) und reduziert die periodisch teilweise zweistelligen Wachstumsraten auf die Mobilisierung von Ressourcen, denen wegen sinkender totaler Faktorproduktivität die „*Sustainability*“ fehlt (vgl. Krugman 1994, 1997, 1998a, 1998b). Dabei übersieht Krugman aber, dass Wachstum, das auf schneller Kapitalakkumulation beruht, positiv sein muss, solange die *Rates of Return* der Investitionen die Kapitalkosten übersteigen. So sprechen die Zahlen auch ein anderes Bild als das Krugman'sche: In Südkorea lag die *Marginal Productivity of Capital* nach 30 Jahren schnellen Wachstums bei ca. 20 Prozent und somit erheblich höher als in den USA, wo diese (im Vergleichszeitraum) bei 11 Prozent lag. (Radelet/Sachs 1997:49) Die durchschnittliche TFP des südostasiatischen Raums lag im Zeitraum von 1960 bis 1992 bei 0,78, während die TFP der Industrieländer bei eins lag, die von Lateinamerika bei 0,1, im Nahen Osten bei minus 0,4 und südlich der Sahara bei minus 0,7 [Quelle: Worldbank; <http://worldbank.org/wbi/edimp/eastasia/prod2.html>]. Die (süd-)ostasiatische TFP war also im globalen Vergleich überdurchschnittlich hoch. Die Entwicklung des BIP pro Kopf im Verhältnis zur USA für die Jahre 1965 und 1995 sieht für die (süd-)ostasiatischen Länder folgendermaßen aus: Südkorea 1965: 9,0%, 1995: 48,8%; Indonesien 1965: 5,2%, 1995: 13,1%; Malaysia 1965: 14,3%, 1995: 36,8%; Thailand 1965: 9,7%, 1995: 25,6% (Radelet/Sachs 1997:51).

erratisch funktionierender Finanzmärkte. Dazu gehöre auch, dass es prinzipiell keine Warnsignale für eine derartige Krise gibt, sondern dass diese immer unvorhergesehen eintritt. Marktunvollkommenheiten begründen sich in asymmetrischen Informationsverteilungen und dem „Herdenverhalten“ von Investoren (Stichwort *Benchmarking*). Bei ersten Kapitalfluchttendenzen ist es für den einzelnen Kreditgeber rational, der „Herde“ zu folgen. Dieses „Herden-Phänomen“ führt zu starken Marktüberreaktionen, die weitgehend losgelöst von ökonomischen *Fundamentals* sind. Nach dieser Einschätzung bestehen Interessendivergenzen zwischen internationalen Finanzmärkten (kurzfristigem Kapital oder *Hot Money*) und Entwicklung (Akyüz 1998; Bullard/Bello/Malhotra 1998; Chandrasekhar/Ghosh 1998; Godement 1999; Guttman 1998b; zur finanzmarktkritischeren These von Entkopplung und angebotsgetriebenen Kapitalströmen vgl. Huffscheid 1998; Dieter 1998).

Nach dieser kurzen Gegenüberstellung der unterschiedlichen Herangehensweisen an die Asienkrise, sollen in einem integrativen Analyseansatz die komplexen Zusammenhänge der Jahre 1997/98 zusammengeführt werden.

Systematik der Asienkrise

Die exportorientierte Industrialisierungsstrategie der (süd-)ostasiatischen NICs baute im Kern auf neomerkantilistischen Grundsätzen auf. Durch eine komplementäre importsostituierende Industrialisierung konnte eine gewisse Binnennachfrage aufgebaut werden, dominierend war jedoch die Exportorientierung. Dennoch kämpften die Länder mit „chronischen Leistungsbilanzdefiziten“, die eine größere Investitionstätigkeit widerspiegeln, als es die inländische Sparquote zuließ, wobei letztere außergewöhnlich hoch waren.⁹⁴

Tabelle 4.1: Zahlungsbilanzen der fünf Krisenländer (1985-1995/96, in Prozent des BIP)

		Leistungs- bilanz	Handels- bilanz	Kapitalverkehrs- bilanz	Devisen- bilanz	Währungs- reserven
Südkorea	1985-89	4,3	3,6	-2,5	-1,7	-1,4
	1990-96	-1,7	-1,2	2,5	-0,6	-0,6
Indonesien	1985-89	-2,5	5,9	3,5	-0,1	-0,2
	1990-95	-2,5	4,5	4,1	-1,1	-1,0
Malaysia	1985-89	2,4	13,7	0,5	-2,9	-2,7
	1990-95	-5,6	3,2	9,6	-5,0	-5,0
Philippinen	1985-89	-0,5	-2,9	1,4	-1,8	-1,0
	1990-96	-3,3	-8,7	5,5	-1,8	-1,7
Thailand	1985-89	-2,0	-2,2	4,2	-3,0	-2,7
	1990-95	-6,8	-4,7	10,2	-3,6	-3,5

Quelle: Radelet/Sachs (1998:45).

Finanziert wurde diese Sparlücke bis zur Liberalisierung der inländischen Kapitalmärkte vornehmlich durch ausländische Direktinvestitionen, die auf „gütermarktinduzierten Ertragsdifferentialen“ beruhten (Hausrecht 1998:5).⁹⁵ Diese haben selbst wiederum die Defizite

⁹⁴ Die Sparquote im Verhältnis zum BIP lag in Indonesien im Jahr 1996 (1997) bei 28,8% (27,3%), in Malaysia bei 36,7% (37,0%), auf den Philippinen bei 19,7% (21,0%), in Südkorea bei 33,3% (32,9%) und in Thailand bei 33,1% (33,8%) (Quelle: IMF 1998, gefunden in: Dieter 1998:23; vgl. auch Fußnote 99).

⁹⁵ Damit wird auf Verwertungsschwierigkeiten des Kapitals in den Zentren als Folge der Krise des Fordismus und globalen Überkapazitäten angespielt (vgl. Brenner 1998). Hinzu kommt noch das von der BIS konstatierte „Ungleichgewicht zwischen dem Portfoliobedarf der institutionellen Anleger und dem Angebot an Aktien und Staatsanleihen“ (BIS 1998a:108). Dies bedeutete, dass die Nachfrage durch andere Vermögenskategorien befriedigt

angeheizt, da sie nicht grundsätzlich exportorientiert waren, sondern auch der Erschließung des Binnenmarktes dienten. Eine elementare Voraussetzung für das „Wunder“ Asiens war die Tolerierung der neomerkantilistischen Strategie der semiindustrialisierten Peripherie (Süd-)Ostasiens durch die USA im Kontext des Kalten Krieges. Mit dem Ende des Kalten Krieges änderten sich auch die Vorzeichen für die Absatzmöglichkeiten der Krisenländer in den Zentren. Hauptsächlich die USA waren nicht mehr ohne weiteres dazu bereit, den „Konsumenten letzter Instanz“ (Guttman 1998a) zu spielen, und verschärften ihre Handelspolitik gegenüber Exportnationen. In den neunziger Jahren wurde von den USA Druck auf die neomerkantilistisch ausgerichteten Länder ausgeübt, ihren Kapitalverkehr zu liberalisieren, um ausländische Investitionen in inländischen Industrien auch jenseits der Sphäre von TNK (*Foreign Direct Investments*) zu ermöglichen. Dieser über die Institution IWF artikulierte Liberalisierungsimperativ wurde von internen Deregulierungsmotiven begleitet und überhastig durch die Regierungen in die Realität umgesetzt (vgl. Dieter 1998).⁹⁶ Die Liberalisierung der Finanzsysteme bedeutete die Aufgabe bestimmter Pufferinstrumente speziell gegenüber dem Anstieg der Nettokapitalimporte. Nicht zuletzt durch die Dollarbindung der lokalen Währungen waren die Länder attraktive Investitionsziele für ausländische Banken und institutionelle Investoren aus der Triade (USA, Japan, Westeuropa). „Dieser Kapitalfluss in die Region wurde aufgrund der sich schnell ausbreitenden Euphorie, die ein beschleunigendes ökonomisches Wachstum mit sich bringt, dann schnell zum Selbstläufer“ (Guttman 1998a:296). Hinzu kam die japanische Niedrigzinspolitik, durch die noch mehr Kapital auf die Finanzmärkte der *Second Tiers* geschleust wurde (Dieter 1998:63ff). Das Zinsgefälle zwischen den asiatischen Schwellenländern und den kapitalistischen Zentren führte, bei fehlenden Kapitalverkehrskontrollen, zu hohen Verschuldungsgraden der einheimischen Unternehmungen und Finanzinstitute, die allerdings in ihrem jeweiligen Ausmaß auf makroökonomischer Ebene nicht als bedrohlich angesehen wurden.⁹⁷

werden musste, was den Märkten für verbriefte Verschuldung, nicht notierte Aktien, Wertpapiere aufstrebender Volkswirtschaften und andere alternative Anlageformen Auftrieb verlieh.

⁹⁶ Die Öffnung der Kapitalmärkte Südkoreas, auch für ausländische Direktkredite, wurde (wie im Fall Mexikos) als Voraussetzung für die Mitgliedschaft in der OECD gesehen und galt als Anpassung an eine globalisierte Welt: „Far from being considered as policy errors by the orthodoxy, they were recommended as necessary if Korea was to adapt to a globalising world“ (Akyüz 1998:34f). Bereits 1988 unterwarf sich Korea den Bestimmungen des Artikels VIII des IWF, der u.a. vorschreibt, dass alle Restriktionen für laufende Transaktionen abgebaut werden und die Konvertibilität aller im Ausland gehaltener Bestände an inländischer Währung garantiert wird (vgl. Fels 1991:450). Für weniger entwickelte Länder wie Thailand bestand eine andere Logik in der Liberalisierung der Finanzmärkte, wie Chandrasekhar/Ghosh (1998:70ff) feststellen: Sie betrachten die „neue alte Abhängigkeit“ eines Schwellenlandes wie Thailand von ausländischen Direktinvestitionen als den Hauptgrund für die Aufgabe der Kontrolle über die Kapitalflüsse. Von Beginn an wurden die thailändischen Leistungsbilanzdefizite, die das Übergewicht privater Investitionen über inländische Sparraten reflektierten, durch ausländische Direktinvestitionen finanziert, die zudem die Exportanstrengungen unterstützten und das Wachstum förderten. Die Situation änderte sich im Jahr 1990: Während ausländische Direktinvestitionen zurückgingen, wuchs die Exportquote nicht schnell genug, um die steigenden Importe finanzieren zu können. Das „strukturelle Defizit“ in Thailands Leistungsbilanz, als Folge der Öffnung der Ökonomie, wurde nicht mehr durch adäquate private Direktinvestitionen aus dem Ausland kompensiert. Um also die außenwirtschaftlichen Defizite weiterhin finanzieren zu können, musste Thailand auf Kreditaufnahme auf den internationalen Kreditgeldmärkten zurückgreifen, und dafür musste der Kapitalverkehr völlig liberalisiert werden.

⁹⁷ Die Weltbank hat nach der Schuldenkrise in Lateinamerika in den achtziger Jahren eine Reihe von Indikatoren aufgestellt, die den makroökonomisch bedenklichen Verschuldungsgrad eines Landes ermitteln sollen. Nach diesen Klassifizierungen liegt eine bedrohliche Verschuldung („*Severe Indebtedness*“) dann vor, wenn mindestens drei der folgenden vier Kriterien überschritten werden: (1) Wenn das Verhältnis von Verschuldung zum BIP höher als 50 Prozent ist. (2) Wenn das Verhältnis von Verschuldung zu den Exporten höher als 275 Prozent ist. (3) Wenn der Schuldendienst (Zins und Tilgung) mehr als 30 Prozent der Exporteinnahmen überschreitet. (4) Wenn der

Die Überschuldung der Privatwirtschaft ist der entscheidende Grund für die Verschärfung der Krise nach dem Währungsverfall (Eskalation zur Liquiditäts- und Solvenzkrise). Durch die Abwertungen wurde es sehr viel schwieriger, die Kredite, die meist in ausländischer Währung (v.a. in US-Dollar) aufgenommen wurden, mit der entwerteten einheimischen Währung bedienen bzw. zurückzahlen zu können (*Currency Mismatch*). Der Großteil der Kredite aus dem Ausland war kurzfristiger Natur, während dieses *Hot Money* in den Ländern selbst für mittel- bzw. langfristige Investitionsvorhaben (v.a. Immobilien) verwendet wurde (*Term Mismatch*, siehe folgende Tabelle). Das Überschusskapital in den Zentren, die überhastete Liberalisierung, die hohen Sparraten und mangelnde Transparenz waren zweifelsohne ein äußerst „explosives Gemisch“ (Klump 2000). Verschärfend hinzu kamen Schwierigkeiten der Exportsektoren. Der Verfall der Halbleiterpreise auf dem Weltmarkt, die kompetitiven Abwertungen in der Region, speziell die gezielte Abwertung des chinesischen Renminbi um über 30 Prozent (im Jahr 1994), der Wertverlust des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar und die Reorientierung der US-Handelspolitik stellten die (süd-)ostasiatischen NICs vor Absatzprobleme, denen sie nur bedingt begegnen konnten. Nach den Liberalisierungen und Deregulierungen verblieben den Staaten bei fixierten Wechselkursen kaum mehr fiskal-, wirtschafts- und geldpolitische Instrumente, die für eine ernstzunehmende Gegensteuerung zu ineffektiv waren, weshalb die Krise ab einem gewissen Zeitpunkt zum Selbstläufer wurde (siehe *Impossible Trinity*-Problematik in Kapitel 2 sowie weiter unten in diesem Kapitel⁹⁸).

Tabelle 4.2: Verteilung der Laufzeiten von Krediten von Banken (BIS Reporting Banks), bis Juni 1997 (in Millionen US-Dollar)

	Total			kürzer als 1 Jahr		
	Juni 96	Dez. 96	Juni 97	Juni 96	Dez. 96	Juni 97
Indonesien	49.306	55.523	58.726	29.587	34.248	34.661
Südkorea	88.027	99.953	103.432	62.332	67.506	70.182
Malaysia	20.100	22.234	28.820	9.991	11.178	16.268
Philippinen	10.795	13.289	14.115	5.948	7.737	8.293
Thailand	69.409	70.147	69.382	47.834	45.702	45.567

	1 bis 2 Jahre			länger als 2 Jahre		
	Juni 96	Dez. 96	Juni 97	Juni 96	Dez. 96	Juni 97
Indonesien	3.473	3.589	3.541	14.177	15.331	17.008
Südkorea	3.438	4.107	4.139	13.434	15.884	16.366
Malaysia	834	721	615	7.425	7.326	8.248
Philippinen	531	565	326	3.710	4.111	4.001
Thailand	4.083	4.829	4.592	14.931	16.344	16.491

Quelle: BIS (1998b), nach Jomo (1998:xvi).

Ob dieser außenwirtschaftlichen Verschlechterung waren andere Indikatoren wie die Inflationsraten und die öffentlichen Budgetdefizite sehr gering, die Wachstumsraten (BIP)

Zinsdienst mehr als 20 Prozent der Exporteinnahmen ausmacht (vgl. DIW 1990:672). Nach diesen Kriterien, lag bis auf Indonesien kein Krisenland im kritischen Bereich (nach Dieter 1998:32f).

⁹⁸ Demnach ist es prinzipiell unmöglich ist, drei spezifische wirtschaftspolitische Ziele gleichzeitig erreichen zu können. Diese Ziele sind stabile Wechselkurse, freier Kapitalverkehr und nationale geldpolitische Autonomie. Wird bei liberalisiertem Kapitalverkehr der Wechselkurs fixiert, muss nach Frenkel/Menkhoﬀ (2000: 11-19 und 80-112) die Wirtschaftspolitik dem Wechselkursziel untergeordnet werden (vgl. auch Brenner 1998, Heine/Herr 1996, Hauskrecht 1998 und 2000b).

konstant hoch, und die Importe bestanden zum größten Teil aus Investitionsgütern und nicht wie im Falle Lateinamerikas aus Konsumgütern.

Die oben geschilderten Probleme können einer klassischen Überproduktionskrise zugeordnet werden (vgl. Guttman 1998a:296ff). Das außergewöhnliche Wachstum in der asiatischen Region in den vergangenen Dekaden gründete sich auf den Aufbau von industriellen Kapazitäten, eine aggressive Ressourcenballung und günstige Märkte für japanische, US-amerikanische und europäische TNK, die sich in globale Produktionsnetzwerke transformierten. Das nationale Kapital wurde dazu benutzt, Produktionskapazitäten in Bereichen mit hoher Wertschöpfung zu entwickeln. Der durch die komplementäre Imports substitution ermöglichte Aufstieg in höhere Wertschöpfungsprozesse schuf eine neue „Konkurrenz aus dem Osten“ für die Produkte aus dem Zentrum selbst. Die globale Überproduktionskrise steht also in einem direkten Zusammenhang mit dem Erfolg der peripher-fordistischen Länder Asiens. Während im Jahr 1996 das Exportwachstum stark einbrach, stiegen die Importraten, begünstigt durch die überbewerteten Währungen, die an einen „hochfliegenden“ US-Dollar gebunden waren.

Tabelle 4.3: Exportwachstum (Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent, auf US-Dollar Basis)

Land	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1990-1995 (Durchschnitt)	1996	1997
China	18,1	15,0	20,5	7,1	33,1	22,9	19,4	17,9	20,9
Südkorea	4,2	10,6	6,5	7,3	16,8	30,3	12,6	5,3	7,3
Taiwan	1,4	13,3	6,9	4,4	9,4	20,0	9,2	3,8	5,3
Malaysia	17,1	16,7	18,7	15,7	24,7	26,0	19,8	6,7	-7,2
Thailand	14,9	22,9	14,4	13,2	22,7	25,1	18,9	-1,3	3,5
Indonesien	15,8	13,4	16,6	8,4	8,8	13,4	12,7	10,4	11,6

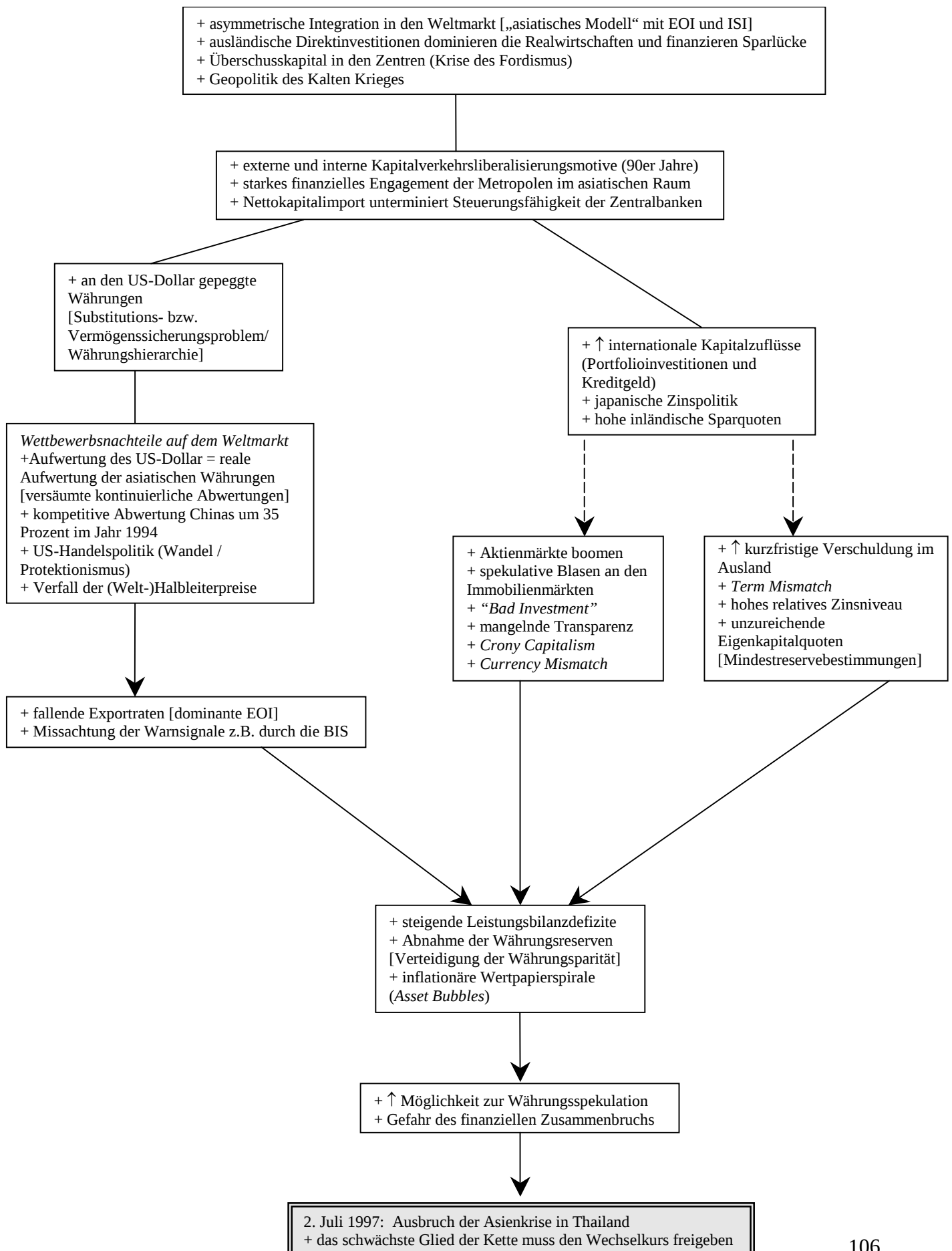
Quelle: McLeod/ Garnaut 1998:23

Das wachsende außenwirtschaftliche Ungleichgewicht zwischen abnehmenden Exporten und ansteigenden Importen führte eine regionale Währungskrise gerade zu dem Zeitpunkt herbei, als das schwächste Glied – der thailändische Baht – Anfang Juli 1997 brach. Die Fremdwährungsver schuldung führte in Folge der Abwertungen zu einer klassischen Verschuldungs-Deflationsspirale, da sich lokale Kreditnehmer nicht gegen Währungsrisiken abgesichert hatten.

Im folgenden Schaubild wird versucht, die verschiedenen Faktoren, die zur Asienkrise geführt haben, graphisch anzuordnen (angelehnt an Kellermann 1999:133).

Anschließend müssen vier spezifische Momente der Krise näher hinterfragt werden: Warum wurden die Wechselkurse fixiert und der realen Aufwertung ausgeliefert? Warum wurden die ausländischen Kredite dennoch in US-Dollar abgeschlossen? Warum waren den Zentralbanken gegenüber den Nettokapitalimporten weitgehend die Hände gebunden und die Krise de facto vorprogrammiert? Und wie erklärt sich das Ansteckungsphänomen?

Schaubild: Entstehung der Asienkrise von 1997/98



Implikationen der asiatischen Wechselkursregime

In Südkorea war der Wechselkurs des Won in den siebziger Jahren an den US-Dollar gekoppelt worden, die Regierung konnte jedoch die Parität diskretionär anpassen. Es kam bis Anfang der achtziger Jahre kontinuierlich zu kompetitiven Abwertungen, da die Wechselkurspolitik vornehmlich der Exportorientierung diene. Nach einer 20-prozentigen Abwertung im Januar 1980 verfolgte man fortan das Ziel, den Außenwert des Won gegenüber dem US-Dollar bzw. einem Währungskorb stabil zu halten (*Peg*). Der primäre Nutzen eines festen Wechselkurses bestand für Südkorea und die anderen NICs vor allem darin, Kosten der Absicherung gegen Wechselkursrisiken (*Hedging*) zu senken, die bei kleineren exportorientierten Volkswirtschaften besonders ins Gewicht fallen, da der Anteil der Transaktionen in ausländischen Währungen an den gesamten Transaktionen relativ hoch ist. Für die EOI der NICs war dieses Wechselkursregime solange von Vorteil, wie der US-Dollar auf Abwertungskurs war. Der *Peg* der asiatischen Währungen an einen Dollar-dominierten Währungskorb hatte im Zuge der Aufwertungstendenzen des US-Dollar nach 1995 speziell gegenüber dem Yen dann aber erhebliche wettbewerbsschwächende Konsequenzen für die späteren Krisenländer. Neben den temporären Schwächen des Weltmarkts für Produkte aus den NICs kam somit noch ein wechselkursbedingter Wettbewerbsverlust hinzu (Verschlechterung der *Terms of Trade*).

Der Grund, weshalb die Länder ihre Währungen nicht aus der Dollarkopplung befreien und die reale Aufwertung letztlich hinnahmen, liegt in der Währungshierarchie des globalen Multiwährungsstandard begründet (Herr 2000). So sind Währungen von *Emerging Economies* einem „hohen Substitutionsdruck von Seiten der Leitwährungen ausgesetzt, da nicht nur deren relativer Preis, sondern auch und vor allem die Wertaufbewahrungsfunktion einer Währung für den Wechselkurs bedeutsam ist“ (Hausrecht 1998, grundlegend zum Geldbegriff: Polanyi 1997:270ff). Wie bereits erwähnt, war das asiatische Entwicklungsmodell nach wie vor auf einen gewissen Fluss von Nettokapitalimport angewiesen.⁹⁹ Für die Kreditaufnahme im Ausland müssen sich die Vertragspartner auf eine Währung einigen, dabei fungiert der Wechselkurs primär in seiner vermögens- bzw. wertsichernden Funktion. Wie in *Risikospreads* an den internationalen Bondmärkten und Länderisikoprofilen der großen westlichen Finanzinstitute deutlich sichtbar wird, genießen Währungen der Peripherie nicht diesen Bonus der Wertsicherung, im Gegenteil, einem Engagement wird stets eine Währungsprämie zugrundegelegt. Um dennoch Kapital zu einem akzeptablen Preis attrahieren zu können, wurde der Wechselkurs an die großen Währungsblöcke gebunden (v.a. an den US-Dollar): Man importierte sozusagen das Prestige der Federal Reserve aus Washington. Somit entfiel für Gläubiger und Schuldner scheinbar das Wechselkursrisiko. Da das Wechselkursregime in dieser Logik nicht frei wählbar war, kann man den *Peg* auch nicht als nationalen geldpolitischen Fehler abtun, sondern muss ihn in als vom „Vermögensmarkt determiniert“ betrachten (Herr 2000). Die Hierarchie der Währungen in einem Multiwährungsstandard, wie er nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods Systems fester Wechselkurse vorherrscht, unterminiert auch die Wahlfreiheit

⁹⁹ Die Sparquote lag in Thailand, Indonesien und Malaysia im Durchschnitt bei rund 30% des BIP, auf den Philippinen bei ca. 20% (Zeitraum: 1981-1996). Die Investitionen gemessen am BIP lagen zumeist bei über 35% (Zeitraum: 1986-1995). Eine Ausnahme bildete Indonesien: Dort lag die Investitionsquote im Zeitraum von 1986 bis 1995 bei ca. 27%. D.h. alle Länder bis auf Indonesien waren auf ein geringes Maß an Nettokapitalimport angewiesen. Allerdings gilt es ein wichtiges Datenerhebungsdefizit zu beachten: Angaben zur Sparquote in weniger entwickelten Ländern werden zumeist aus anderen Komponenten des aggregierten Einkommens abgeleitet und neigen deshalb zu Ungenauigkeiten (vgl. Jomo 1998:32 und Kregel 1998:55, s. auch Fußnote 94).

eines Schwellenlandes hinsichtlich der jeweiligen Ankerwährung für ihren *Peg*, da dabei unterschiedliche Substitutionselastizitäten von Währungen eine Rolle spielen. Schließlich stellt sich „durch die Wahl des Wertstandards [...] eine Hierarchie der Währungen ein [...]“ (Herr 2000:334).

Offensichtlicher Nachteil der *Peg*-Politik ist die Abhängigkeit der NICs von den Konjunkturschwankungen und der Geldpolitik in den USA. Letztendlich bedeutet die Dollar-Kopplung, dass die NICs auf eine eigenständige Geldpolitik verzichten (*Impossible Trinity*).

Diese Wechselkursregime bargen ihr offensichtlichstes Risiko in der Aufwertung der Ankerwährung. In den Hintergrund geriet in den asiatischen NICs das Kalkül, dass der entwicklungsstrategisch notwendige Dollar-*Peg* durch den Vertrauensgewinn (Erwartungssicherheit) in Kombination mit vergleichsweise hohen Renditen einen Nettokapitalimport anheizen könnte, der bei liberalisierten Märkten jedwede Kapitalform annehmen und gleichzeitig für weitere Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz sorgen konnte. Wie die folgende Tabelle zeigt, trat genau dieser Fall ein – während die Nettodirektinvestitionen in den neunziger Jahren relativ konstant blieben, bewegten sich die Nettoportfolioinvestitionen bis ins Krisenjahr auf einem sehr hohen Niveau, die Bankkredite explodierten förmlich.

Tabelle 4.4: *Nettokapitalströme in die Krisenländer (in Mrd. US-Dollar)*

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Nettodirektinvestitionen	7,3	7,6	8,8	7,5	8,4	10,3	8,6	10,2
Nettoportfolioinvestitionen	6,4	17,2	9,9	17,4	20,3	12,9	-6,0	6,3
andere private Nettokapitalströme (Bankkredite)	15,3	7,0	17,4	49,2	37,1	-43,6	-28,2	-41,1
Offizielle Kredite	2,0	0,6	0,3	0,7	-0,4	17,9	19,7	-4,7
Änderung der Währungsreserven (Minus heißt Zunahme)	-18,1	-20,6	-6,1	-18,5	-5,4	30,5	-52,1	-44,5

Quelle: IMF 2000, gefunden in: Herr 2000:344

Andreas Hauskrecht (1998) sieht in diesem steigenden Nettokapitalzustrom einen wesentlichem Steuerungsverlust der jeweiligen Zentralbank vor dem Hintergrund wenig entwickelter Kapitalmärkte wie sie in den Krisenländern vorherrschten. Der erhöhte Kapitalimport hatte keine nennenswerte Auswirkung auf das inländische Preisniveau, weshalb davon auszugehen ist, dass das zusätzliche Kapital für Importzwecke benutzt wurde (Leistungsbilanzdefizit), was eine Abwertung bei begrenzten Reserven zum Zeitpunkt X unausweichlich machte. Ein Vorkrisenwerkzeug der Zentralbanken der Krisenländer war die Erhöhung der Eigenkapitalquoten und dadurch die Anhebung des Zinsniveaus, was den über den Mechanismus „fixierte Wechselkurse + steigende *Spreads*“ den Kapitalimport noch weiter anfachte. De facto gab es kein Entkommen aus dem Dilemma, da die inländischen Kapitalmärkte als unterentwickelt charakterisiert werden müssen, was vor allem heißt, dass die Zentralbank die mit dem Kapitalzufluss verbundene Geldmengenwirkung nicht ausreichend über den Verkauf von Wertpapieren (Offenmarktpapieren) sterilisieren konnte. Es wäre, so Hauskrecht, auch möglich, dass eine Zentralbank ihre Kredite an das Bankensystem reduziert:

„Nur übersieht diese Lehrbuchoption, dass dies mit einer Verschlechterung des Steuerungspotentials der Zentralbank erkauf werden muss. Dieser Punkt verdient im Lichte der asiatischen Krise besondere Beachtung, denn die Schwächung der heimischen Zentralbank impliziert notwendig eine Schwächung des heimischen Bankensystems, da die Beziehung zwischen

Zentralbank und Geschäftsbanken über den Geldmarkt und die Versorgung mit Zentralbankgeld als revolvingem Fonds gestört wird. Im Extremfall wird die Geldmengenentwicklung zur abhängigen Variable der Devisenbilanz. Und so ist es kein Zufall, dass die Geschäftsbanken zunehmend ihre Refinanzierung an der Zentralbank vorbei betreiben, indem sie sich im Ausland verschulden“ (ebd.).

Einer wenig ausgeprägten Bankenaufsicht ist es schließlich anzulasten, dass hohe offene Fremdwährungspositionen (*Currency Mismatch*) und Fristentransformationen (*Term Mismatch*) so lange unentdeckt blieben. Dadurch mündete die Währungskrise zuerst in eine Liquiditäts- und am Ende in eine Solvenzkrise. Der These Hausrechts, dass die Länder angesichts der „durchaus selbstverschuldeten Marktkonstellationen keine Chance“ (ebd.) gehabt hätten, der Krise zu entgehen muss, allerdings widersprochen werden, denn a) waren die Marktkonstellationen nicht rein selbstverschuldet. Finanzmarktliberalisierungen waren zum Teil auf Druck von außen durchgesetzt worden. Die Exportorientierung wurde in Abgrenzung zur lateinamerikanischen ISI als Erfolgsrezept gelobt (vgl. World Bank 1993: *East Asian Miracle*) und b) Kapital wurde nicht gezielt ins Land importiert, zumindest nicht seit den Überhitzungstendenzen seit Mitte der neunziger Jahre, sondern den Ländern zum Teil aufgedrängt: „Da in Europa nichts los war, wurden die liquiden Mittel eben nach Asien verschoben“ (*Debt-Pushing*), so der Chefvolkswirt der Deutschen Bank Norbert Walter (zit. nach Huffscheid 1998:964). Zu erklären ist dies auch durch eine veränderte Risikowahrnehmung in den westlichen Bankenzentren, wie die BIS (1998) feststellt: Denn das Kreditwachstum nahm konstant zu, jedoch änderte sich an der Gesamtmenge potenzieller Projekte nichts. D.h. entweder finanzierten Banken jetzt ungünstigere Projekte mit geringerer Rendite oder riskantere Projekte, bei denen ein größeres Risiko anfällt, aber die Rendite beibehalten werden kann, das heißt eine Vergrößerung der Zinsspanne zu beobachten sein müsste. Die BIS argumentiert, dass dies nicht der Fall gewesen ist, im Gegenteil, die Zinsspanne sogar gefallen sei: Das bedeutet letztendlich, dass es zu einer ausgeprägten Veränderung in der Risikowahrnehmung bzw. Risikohandhabung gekommen sein muss. Darauf bezugnehmend meint Menkhoff zurecht (2000:55): „In der inländischen Zinsspanne kommt nicht zum Ausdruck, dass sich partiell das Zinsniveau erheblich gesenkt haben mag, indem zinsgünstigere Fremdwährungseinlagen und Fremdwährungskredite getätigt wurden. Dies bedeutet, dass sich auf dem ermäßigten Zinsniveau Projekte rentieren mögen, die vorher indiskutabel waren, ohne dass die Banken dafür anscheinend höhere Risiken eingehen mussten. Das versteckte Risiko lag hierbei in der unterschätzten Abwertungsgefahr.“ Erneut liegt der Kern des Problems beim Wechselkursregime.

Allerdings erklärt das Wechselkursregime nicht, warum die Krise, die in Thailand begann, noch andere Länder, v.a. Indonesien, Malaysia und Südkorea ansteckte (sog. *Contagion*-Phänomen).

Zur Contagion

Neoliberale Argumentationen gehen davon aus, dass die Krise aufgrund ähnlicher interner Versäumnisse und Fehler ansteckend wirkte. Diese Ähnlichkeiten veranlassten Banken und Investoren dazu, ihr Geld aus vergleichbaren Ländern abzuziehen. Die konträre politökonomische Position konzentriert sich auf den „nervösen“ Charakter des Kapitals auf den internationalen Finanzmärkten, und konstatiert einen „Herdentrieb“, der charakteristisch für die

internationale *Financial Community* ist.¹⁰⁰ Die Herde folgte dem „Leitwolf“¹⁰¹ und machte aus anfangs verkraftbaren Kapitalumschichtungen einen kapitalen Erdrutsch, der eine ganze Region in den Ruin stürzte. Diese Bewegungen waren losgelöst von realökonomischen Bedenken, die nach dieser Position keine beunruhigenden Faktoren darstellten. Das wiederum spielt auf die Unvollkommenheit der internationalen Finanzmärkte an.

Beide genannten Positionen erklären das *Contagion*-Phänomen nicht hinreichend. Es gab sehr wohl enge Verstrickungen zwischen den betroffenen Ländern, die einen „Domino-Effekt“ haben auslösen können bzw. müssen. Deshalb ist auch der Begriff „*Contagion*“ irreführend für die Beschreibung dieses Phänomens. *Contagion* bedeutet Ansteckung eines „gesunden“ Landes durch ein „krankes“, egal welcher Art. Das hieße, ein sich „ansteckendes“ Land wäre vorher „gesund“ (im Englischen wird häufig der Begriff *Economically Sound* gebraucht) gewesen, was in dieser Form nicht der Fall war. Die „Immunsysteme“ der betroffenen Länder waren durchweg schwach und somit war die Gefahr, in eine Krise mithineingezogen zu werden, groß. Das resultierte aus den handelstechnischen wie auch finanziellen Vernetzungen innerhalb der Region, wie die folgenden Ausführungen zeigen sollen (vgl. hierzu Corbett/Vines 1998 und Neftci 1998).

Es gab hauptsächlich zwei Kanäle, durch die die Krise von Thailand nach Indonesien und Südkorea (an dieser Stelle seien nur die am schlimmsten betroffenen Länder erwähnt) übersprang. Zum einen hing der „Ansteckungseffekt“ mit den Handelsbeziehungen zusammen, da der intraregionale Handel 50 Prozent des gesamten internationalen Handels in Asien ausmacht (vgl. Corbett/Vines 1998). Durch die engen Handelsbeziehungen wird der Domino-Effekt insofern nachvollziehbar, da der Zusammenbruch eines Unternehmens in Thailand die Nachfrage für ein Unternehmen in Malaysia schlagartig verändern kann und dort dann Absatz- und in der Folge Solvenzprobleme provozieren kann. Auf der anderen Seite bedeutete die Krise in Thailand einen Nachfragerückgang für Importgüter (durch den Währungsverfall des Baht wurden Importwaren für Thailand dementsprechend teurer) und verschlechterte dadurch die ohnehin bereits angeschlagene Exportsituation in den umliegenden Ländern (v.a. Indonesien und Malaysia). Handelsverflechtungen, die mit geographischer Nähe einhergehen, treffen für Südkorea nicht zu, da Südkorea nicht zu Südostasien, sondern zu Ostasien gezählt wird. Dem Übergreifen der Krise auf Südkorea lagen in erster Linie finanzielle Netzwerkstrukturen zugrunde.

Es existierten engmaschige Finanzbeziehungen innerhalb der asiatischen Region, in Form von Direktinvestitionen, Bankkrediten und Aktivitäten auf den Kapitalmärkten. Neftci (1998:10ff) untersuchte die Rolle von derivativen Finanzinstrumenten im Zusammenhang des *Contagion*-Phänomens. Ein sehr beliebtes „Finanzspielzeug“ waren in Asien in den Jahren zwischen 1995 und 1997 die sog. *Total Return Swaps (TRS)*¹⁰². Dieses Instrument spielte eine wichtige Rolle bei

¹⁰⁰ Herdenhaftes Verhalten bedeutet in diesem Kontext, dass ein Investor der Anlagestrategie eines anderen folgt. Normalerweise ist der „Anführer“ der Herde ein großer Investment- oder Pensionsfonds, dessen Beispiel dann die kleineren Investoren folgen. Prinzipiell ist Herdenverhalten auf den internationalen Finanzmärkten ein durchaus rationales Phänomen, da beim Abzug eines großen Fonds Verluste für die übrigen zu erwarten sind. Die Problematik des Herdenverhaltens ist die Wucht bzw. das Volumen, das aus einer einzigen Panikreaktion entstehen kann.

¹⁰¹ Malaysias Premierminister Mahatir Mohamad sah im Investmentbanker George Soros den Leitwolf für die massiven Kapitalumschichtungen im Zuge der Asienkrise.

¹⁰² Ein Swapgeschäft ist die Verbindung eines Devisenkassageschäfts mit einem Devisentermingeschäft zur Kurssicherung. Für die Swappartner stehen dabei gemeinsam zu erzielende Vorteile im Mittelpunkt der Erwägungen, d.h. Vorteile, die die Partner jeder für sich alleine nicht erlangen könnten. Solche Kostenvorteile entstehen z.B. aufgrund des Bekanntheitsgrades oder infolge von Marktzutrittsschranken. Ein Swap ermöglicht den beteiligten Parteien dies auszunutzen, um z.B. die jeweiligen Finanzierungskosten zu senken. Die hierfür verfügbaren

der Absicherung und dem Handel von Kreditrisiken. In der Zeit zwischen 1995 und 1997 benutzten große Investmentbanken TRS in Asien, um die Ausgabe von indonesischen Wertpapieren zu erleichtern. Eine Folge dieses Prozesses war, dass sich südkoreanische Banken eng mit indonesischen Krediten verflochten haben.¹⁰³ Ein beträchtlicher Anteil indonesischer Kredite (d.h. Garantien oder Bürgschaften für indonesische Kredite) fand sich in koreanischen Banken wieder, die sich auf der Suche nach höheren Erträgen in diese Geschäfte einkauften. Vermittelt wurden solche *Swaps* durch internationale Investmenthäuser. Das Derivat besteht aus dem Austausch zweier Typen von Kapitalströmen: Eine internationale Bank tauscht (*to swap*) einen LIBOR + x^y Basispunkte-Ertrag, der das indonesische Unternehmensrisiko enthält, gegen einen LIBOR + x Basispunkte-Ertrag, der das südkoreanische Bankrisiko beinhaltet.¹⁰⁴ Der zweite Kapitalstrom sind die Gewinne oder Verluste, die das Papier generiert. „In particular, in the event of bankruptcy of the Indonesian corporate, the South Korean bank would compensate the international bank for the loss” (ebd.:11). Der entscheidende Aspekt bei solchen finanztechnischen Interdependenzen ist die Involvierung südkoreanischer Banken in indonesische Kreditgeschäfte (im übrigen werden diese nur *Off-Balance* gehandelt und sind somit nicht bilanzwirksam also intransparent; vgl. Deutsche Bundesbank 1994). „This situation not only creates the possibility for contagion, but may also make the contagion unpredictable and severe“ (ebd.). Vor allem europäische Banken haben indonesische Kredite an südkoreanische Banken „geswappt“, was folgende Probleme mit sich brachte:

- (1) Südkoreanische Banken, die indonesische Zahlungsverzugsrisiken im Gegenzug für höhere Erträge übernommen hatten, konnten selbst insolvent werden, als sich in Indonesien eine potenzielle Finanzkrise entwickelte bzw. Unternehmen insolvent wurden. Eine südkoreanische Bank war in einer solchen Situation nicht mehr in der Lage, die intermediäre internationale Investmentbank oder andere Banken zu bedienen (die das Risiko für relativ hohe Erträge an südkoreanische Banken „verkauft“ haben), v.a. dann nicht, wenn auf den internationalen Kreditmärkten die Liquidität ohnehin austrocknete oder sich aus der Region zurückzog.
- (2) Das bedeutete im Grunde nichts anderes, als dass ein Kreditrisiko Indonesiens in letzter Instanz durch eine große internationale Bank getragen wurde, die ursprünglich versucht hatte, eben dieses Risiko eliminieren zu können, indem sie „Schutz“ (Garantie) durch Südkorea kauft.

Swapkonstruktionen sind außerordentlich vielfältig. Wesentlich ist, dass ein Swapvertrag in keiner Weise Einfluss auf die eingegangenen juristischen Verpflichtungen der Swapbeteiligten gegenüber ihren ursprünglichen Partnern hat. Swaps sind davon rechtlich unabhängige Geschäfte, die Wirksamkeit nur hinsichtlich der Zahlungen zwischen Swappartnern haben. Um die Zins- (und Währungskurs-) Änderungsrisiken (sog. Swap-Risiken) durch Ausfall des Swappartners zu minimieren, steht der Swapmarkt nur bonitätsmäßig besten Adressen offen (vgl. Neftci 1998:19-23).

¹⁰³ Indonesische Unternehmen waren in Anbetracht der hohen Wachstumsraten auf neue Finanzierungsquellen angewiesen. Die Bonität indonesischer Unternehmen war allerdings wesentlich geringer als die von Unternehmen aus Südkorea oder Singapur. Auf der anderen Seite waren südkoreanische Banken seit Anfang 1996 wegen gestiegener Finanzierungskosten bereits existierender Kredite auf der Suche nach höheren Erträgen (vgl. Neftci 1998:12).

¹⁰⁴ Ein Prozent sind 100 Basispunkte. Die LIBOR ist die *London Interbank Offered Rate*. Es handelt sich um einen täglich festgesetzten und veröffentlichten kurzfristigen Zinssatz, zu dem am Londoner Geldmarkt Banken untereinander Geld ent- oder verleihen. Basispunkt-Differenzen sind Kompensationen für unterschiedliche Risiken. Dieser Satz dient auch als Referenzinstanz für *Floating Rate Notes* (längerfristige Schuldverschreibungen mit variabler Verzinsung, die i.d.R. alle drei bis sechs Monate an den Geldmarktzinssatz angepasst wird), *Roll-over*-Kredite (langfristig zugesagte, jedoch revolvingend refinanzierte Kredite) und am *Swap*-Markt.

- (3) Daraus wird ersichtlich, dass Südkorea in Zahlungsschwierigkeiten gegenüber anderen Banken kommen konnte, was wiederum bedeutete, dass dies auch Liquiditätsprobleme für die involvierten internationalen Banken nach sich zog.
- (4) Aus diesen Gründen (Risikotransaktionen und -kreisläufe) konnte eine Finanzkrise in Indonesien über Südkorea auf die Großbanken in den kapitalistischen Zentren überschwapen. Die Krise eines Landes bewirkte dadurch einen Domino-Effekt.

Resümierend kann festgestellt werden, dass weder neoliberale noch politökonomische Ansätze die Multikausalität der Asienkrise in ihrem Ursprung und der Tragweite hinreichend erklären können. Aufbauend auf den herausgearbeiteten Zusammenhängen von Kontingenz und Systematik sollen im nächsten Abschnitt in einer Vergleichsanalyse der Finanz- und Wirtschaftskrisen der neunziger Jahre diejenigen Krisenelemente identifiziert werden, die per Regulation und *Re-embedding* eliminiert werden können.

5. Auswertung: globale und nationale Krisenmomente

Nachdem die großen Krisen der neunziger Jahre im einzelnen analysiert wurden, soll auf der Basis der gewonnenen Erkenntnisse ein Vergleich vorgenommen werden. Dem Versuch dieses Vergleichs liegt die Identifikation jener strukturellen Krisenmomente zugrunde, die bei allen untersuchten Krisen prägend waren und denen somit eine gewisse Regelmäßigkeit unterstellt werden kann. Die Bestimmung des systemischen Krisenpotenzials ist unser Ausgangspunkt für die Diskussion von Re-regulierungsmaßnahmen des weltweiten Finanzsystems, die im dritten Teil folgt.

Die analytische Trennung in globale und nationale Verursachungsfaktoren sollte nicht dahingehend interpretiert werden, dass sich interne Begründungszusammenhänge in jedem Fall klar von externen Ursachenkomplexen unterscheiden lassen. Eine solche Auffassung muss als unzureichend bezeichnet werden, weil sich der weltwirtschaftliche Zusammenhang gerade durch die historisch-spezifische und räumliche Verknüpfung nationaler, aber auch supranationaler Akkumulations- und Regulationszusammenhänge herstellt. Die analytische Trennung zwischen globalen und nationalen Verursachungsfaktoren macht aber dennoch Sinn, wenn hiermit intendiert ist, strukturelle Bedingungen und weltmarktvermittelte Dynamiken, denen Währungsräume und Nationalstaaten (Volkswirtschaften) bei der Formulierung und Implementierung ihrer Wirtschaftspolitik unterworfen sind, von institutionellen Besonderheiten des jeweiligen Kapitalismusmodells zu unterscheiden (vgl. Hirsch 1995:65ff; Hübner 1998:143ff; Altvater/Mahnkopf 1999:124ff). Gerade aus einer politikberatenden Perspektive ist eine solche Differenzierung notwendig, um politische Maßnahmen zur zukünftigen Krisenvermeidung und –regulierung begründen und verorten zu können.

Ein Vergleich der in dieser Studie durchgeführten Analysen der mexikanischen Pesokrise, der Asienkrise, der Brasilienkrise und der argentinischen Wirtschafts- und Währungskrise vermittelt einerseits den Eindruck höchst disparater Entwicklungswege und Formen der Weltmarkteingebundenheit. Andererseits gibt es aber auch auffällige Ähnlichkeiten, welche die Vermutung nahe legen, dass nicht nur der Verlauf, sondern auch die Ursachen der Währungs- und Finanzkrisen zu einem gewissen Grad vergleichbar sind. Hierzu gehören nicht nur ähnliche

Weltmarktbedingungen, sondern auch ‚interne‘ regulative Defizite (z.B. des inländischen Finanzsystems), so dass die Verflechtungen von ‚externen‘ und ‚internen‘ Faktoren anhand folgender Verursachungskomplexe dargestellt und diskutiert werden sollen:

- Währungsanbindung, Währungskonkurrenz und volatile internationale Kapitalbewegungen,
- Prozyklische Wirkungen der Regulation internationaler Kapitalflüsse

5.1. Währungsanbindung, Währungskonkurrenz und volatile internationale Kapitalbewegungen

Ein erstes gemeinsames Merkmal aller hier behandelten Krisenländer ist die im Vorlauf zu den Währungs- und Finanzkrisen durchgeführte Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die Anbindung der nationalen Währungen an den US-Dollar. In beiden Krisenregionen (Südostasien und Lateinamerika) spielten die Vereinigten Staaten von Amerika eine maßgebliche Rolle bei der Forcierung von Deregulierung und Liberalisierung der nationalen Finanzsysteme bzw. der Kapitalbilanzen. Während in Lateinamerika die Liberalisierung der Finanzmärkte im Kontext umfassender struktureller neoliberaler Reformen umgesetzt wurde, erfolgte der Druck zur Deregulierung und Öffnung der südostasiatischen Finanzsysteme aufgrund der hohen Negativsalden der USA im Handel mit der Region; im Gegenzug verlangten diese die Befreiung des Kapitalverkehrs. Die innenpolitischen Motive in den Ländern waren dagegen z.T. recht unterschiedlich, auch wenn durch die Anbindung der nationalen Währungen an den US-Dollar die Liberalisierung der Kapitalbilanz im Grunde unumgänglich war. Die lateinamerikanische(n) Entscheidung(en) für einen Währungsanker war(en) zudem Bestandteil wirtschaftspolitischer Stabilisierungsversuche der von hohen Inflationsraten betroffenen Volkswirtschaften. Im Gegensatz hierzu bestand für die südostasiatischen NICs der ersten und zweiten Generation aus stabilitätspolitischen Gründen keine Veranlassung, ebenfalls einen nominalen Währungsanker einzuführen (vgl. Fritz 2000b).

Beide Regionen erfuhren nach dem Öffnen ihrer Kapitalbilanz einen enormen Zustrom privaten internationalen Kapitals, dessen Fristigkeitsstruktur aufgrund der Strukturveränderungen des internationalen Finanzsystems vor allem kurzfristiger Natur war. Im Gegensatz zur Schuldenkrise der achtziger Jahre etablierten sich zudem erstmals auf internationaler Ebene zwischen Industrie- und Entwicklungsländern rein private Gläubiger–Schuldner–Beziehungen: Portfolio-Kapital und auf revolvierender Basis bewilligte internationale Bankkredite für private Unternehmen des Finanz- und Nicht-Finanz-Sektors (siehe Tabelle A1 im Anhang). Die Kapitalflüsse waren in beiden Regionen Ergebnis überschwänglicher Renditeerwartungen seitens der ausländischen Geldvermögensbesitzer und eines strukturellen Zinsgefälles zwischen den Industrie- und Schwellenländern.

Während der Kapitalzufluss im Vorfeld der mexikanischen Pesokrise maßgeblich von der Rezession in den USA und dem hierauf folgenden niedrigeren Zinsniveau in den USA induziert wurde, haben die südostasiatischen Krisenländer wiederum vom sogenannten ‚Tequila-Effekt‘ der mexikanischen Pesokrise in Lateinamerika profitiert. Der Höhepunkt des Zuflusses internationalen Kapitals in die südostasiatischen Krisenländer steht nicht zufällig im zeitlichen Anschluss an die lateinamerikanischen Auswirkungen der „ersten Finanzkrise des 21. Jahrhundert“, wie Michel Camdessus (der damalige IWF-Direktor) die mexikanische Währungskrise bezeichnete.

Prinzipiell ermöglichte der Kapitalzufluss zwar den Ausgleich der nationalen Leistungsbilanzdefizite, die sich aus der asymmetrischen Weltmarktintegration ergaben; zu viel Kapital entfaltete jedoch sowohl in Lateinamerika als auch in den südostasiatischen NICs erhebliche interne Störpotenziale: Der Nettokapitalimport setzte die Währungen unter einen realen Aufwertungsdruck. Die geldpolitischen Sterilisierungsversuche führten zu einem immens hohen inländischen Zinsniveau, was vor allem die Binnenmarktdynamik belastete. Zudem förderte das hohe Zinsniveau bei liberalisiertem Kapitalverkehr eine steigende ausländische Verschuldung des privaten Sektors in allen betroffenen Krisenländern. Eine besondere Entwicklung war ferner die zunehmende ausländische Verschuldung des öffentlichen Sektors im Falle Brasiliens und Mexikos durch die Begebung von Fremdwährungsanleihen auf den internationalen Finanzmärkten. Aufgrund dieser Differenz wird in Bezug auf die lateinamerikanischen Krisenländer oftmals auch von einer *Sovereign Debt Crisis* gesprochen, statt wie in den südostasiatischen Krisenökonomien die Bedeutung der *Private Debt* besonders hervorzuheben. Doch die Identifizierung einer *Sovereign Debt Crisis* ist keine zureichende Beschreibung der lateinamerikanischen Krisenökonomien. Auch wenn der unmittelbare Auslöser der Währungskrisen in Mexiko, Argentinien und Brasilien Finanzierungsprobleme der öffentlichen Haushalte gewesen sind, darf nicht übersehen werden, dass diese Haushaltsdefizite durchaus im Zusammenhang mit gestiegenen privaten Auslandsverschulden standen. Gerade im brasilianischen Fall ist das offenkundig. Aus diesem Grund ist die Verschuldungslage der öffentlichen Haushalte in Lateinamerika im Vergleich mit den siebziger und achtziger Jahren in einer völlig anderen Weise zu interpretieren: die Ursachen der Haushaltsdefizite liegen nicht in einer übermäßig staatsinterventionistischen Wirtschaftspolitik, sondern im Versagen des neoliberalen Entwicklungsmodells begründet.

Ein weiteres gemeinsames Merkmal beider Krisenregionen war die Bedeutung der Wechselkurse und den damit einhergehenden Auswirkungen auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Krisenländer unmittelbar vor Krisenausbruch. Im Kontext der Asienkrise verursachten *kompetitive Abwertungen* Chinas und Japans – in Form einer Dollaraufwertung gegenüber dem Yen und der Abwertung des chinesischen Renimbi – einen veritablen ‚Währungsschock‘ für die NICs. Deren (internationale) Wettbewerbsfähigkeit verlor gegenüber japanischen und chinesischen Konkurrenten bzw. Standorten abrupt an Boden, so dass sich die Leistungsbilanzdefizite ausweiteten und der Eintritt einer Währungskrise bei Umkehr der Ertragserwartungen ausländischer Investoren unvermeidbar schien. In Lateinamerika hingegen ist vor allem die brasilianische Währungskrise zu nennen, welche die Wettbewerbsfähigkeit des argentinischen Peso unterminierte und die Rezession verschärfte, wenn auch nicht verursachte. Im Gegensatz zur Asienkrise waren kompetitive Abwertungen als krisenhafte Momente in Lateinamerika zwar wichtig aber prinzipiell weniger relevant.

Der Krisenprozess in Lateinamerika hing vor allem mit einer gescheiterten Entwicklungsstrategie zusammen, die auf wechsellkursbasierte Stabilisierungspolitik und neoliberale Strukturreformen setzte. Während die lateinamerikanischen Ökonomien an einem zinsinduzierten Stop-and-Go-Zyklus ihrer Binnenwirtschaft laborierten, wiesen die südostasiatischen Länder in den neunziger Jahren einen starken Wirtschaftsboom auf, dessen Wirtschaftswachstum ähnlich wie in Mexiko im Zeitraum von 1990 bis 1993 von einem enormen Kapitalzufluss zusätzlich beschleunigt wurde. Die offensichtliche konjunkturelle Überhitzung nährte sich solange selbst, bis große Investoren ihr Kapital schlagartig abzogen, was wiederum einen Herdentrieb in die

entgegengesetzte Richtung in Gang setzte. Die Krisenprozesse in Brasilien und Argentinien hingegen sind vor allem in Verbindung mit den Auswirkungen der Asienkrise verständlich. Obwohl ihre jeweils verfolgte neoliberale Entwicklungsstrategie den Grundstein für eine Währungs- und Finanzkrise legte, führten exogene Schocks der Jahre 1995 bis 1999 (Mexikokrise, Asienkrise, Russlandkrise) zu einem teilweise erheblich divergierenden Krisenverlauf. Zur ausreichenden Erklärung der Krisenprozesse in Brasilien und Argentinien, aber auch der asiatischen Länder müssen daher die *Contagion*-Effekte des internationalen Finanzsystems berücksichtigt werden; hierbei spielten sowohl Finanz- als auch Handelsverbindungen die Rolle von Überträgermedien.

Zusammenfassend stellen wir fest, dass die Währungsanbindung sowohl in den südostasiatischen als auch den lateinamerikanischen Krisenländern als strukturelles Grundproblem angesehen werden muss. In beiden Krisenregionen ermöglichte diese entwicklungsstrategische Grundentscheidung den Aufbau von Fremdwährungsverbindlichkeiten. Aufgrund des vermögens theoretisch bestimmten systemischen Zinsgefälles zwischen den Industrie- und Schwellenländern kam es dann auch zu einer entsprechenden Akkumulation von Auslandsschulden. Die Art der Kapitalzuflüsse, die konjunkturelle Lage der späteren Krisenökonomien und der Typus der Weltmarktintegration sind jedoch in Lateinamerika und Südostasien unterschiedlich. Die Entstehung der Währungs- und Finanzkrisen und ihre regionale bzw. globale Ausweitung wurde ferner begünstigt durch Ineffizienzen und prozyklische Verhaltensweisen internationaler Finanzakteure einerseits und durch eine unzureichende Regulation nationaler Finanzsysteme andererseits.

5.2. Prozyklizität der Regulation internationaler Kapitalflüsse

Einige regulative Arrangements – sowohl auf internationaler als auch auf nationaler Ebene – haben den renditegetriebenen Zufluss und den vermögenssichernden Abfluss internationalen Kapitals begünstigt. Während auf internationaler Ebene vor allem die Tätigkeit der US-amerikanischen Rating-Agenturen und die prozyklischen Eigenkapitalanforderungen des Basler Akkordes zu nennen sind, treten auf der nationalen Ebene die unzureichende Bankenregulierung in Augenschein. Die genannten Momente führten nicht nur zu einem inländischen Kreditboom, sondern auch zu einer höchst prekären Refinanzierung der privaten Banken auf den internationalen Finanzmärkten. Dies drückte sich in einem krisenverschärfenden *Currency-* und *Term-Mismatch* des jeweiligen nationalen Bankensektors aus.

Während der mexikanischen Pesokrise und vor allem im Vorfeld der Asienkrise wurden die Kapitalzuflüsse von überschwänglich positiven Bewertungen der Rating-Agenturen begleitet. Optimistische Renditeerwartungen ausländischer Geldvermögensbesitzer wurden vor dem Hintergrund der boomenden, aber bereits schon deutliche Überhitzungserscheinungen (Überkapazitäten, *Asset Price Boom*) aufweisenden Wirtschaft der ostasiatischen NICs nochmals verstärkt. Genauso wie das Rating in der Boomphase in der Form irrationaler Beurteilungen versagte, verhielt es sich auch nach der Umkehr der Kapitalflüsse. So wurde z.B. das Länderrating der südostasiatischen Krisenländer innerhalb weniger Monate um bis zu sieben Qualitätsstufen herabgesetzt – ein in der durchaus langen Geschichte der Rating-Agenturen bislang einmaliger Fall (vgl. IMF 1999a).

Ebenfalls prozyklisch wirkten die Eigenkapitalforderungen des Baseler Akkords von 1988, nach dem kurzfristige Kredite gegenüber längerfristigen Krediten an Nicht-OECD-Länder aufgrund einer geringeren Risikogewichtung begünstigt werden. Hierdurch bestand einerseits ein Anreiz, der OECD beizutreten, was als Eintrittsbedingung eine Liberalisierung des inländischen Finanzsystems zur Voraussetzung hatte. Südkorea und Mexiko haben sich deswegen (zu) frühzeitig für ein offenes inländisches Finanzsystem entschieden, ohne die notwendige Reife des Finanzsystems im Allgemeinen und der Bankenregulierung im Besonderen erreicht zu haben. Andererseits verstärkte die Baseler Regelung eine Kurzfriststruktur internationaler Finanzbeziehungen. Die Unangemessenheit (Unreife) der nationalen Banken- und Finanzsysteme von Entwicklungs- und Schwellenländern erwies sich als großes Hindernis bei der Integration in den internationalen Finanzmarkt. Besonders problematisch war, dass sich sowohl in Mexiko als auch in den südostasiatischen Krisenländern mit dem zufließenden Kapital die inländische Kredit- und Geldmenge stark ausweitete. Die vielfach an der Zentralbank vorbei laufende Refinanzierung privater Banken zu günstigeren Konditionen auf den internationalen Finanzmärkten führte zu einem potenziell gefährlichen *Currency-Mismatch*: Banken vergaben Kredite in inländischer Währung, während sie sich in Fremdwährung refinanzierten. Wegen der genannten Anreizstrukturen des Baseler Akkords für ein Schwellenländer-Engagement führender Banken aus den Industrieländern ging dieser *Currency-Mismatch* zumeist auch mit einem *Term-Mismatch* einher; d.h. Schwellenländer-Banken refinanzierten auf Inlandswährung laufende Kredite nicht nur mit Fremdwährungskrediten auf dem transnationalen Bankenmarkt, sondern oft wurden mit den kurzfristigen Fremdwährungskrediten über auf Inlandswährung lautende Kredite langfristige Investitionsprojekte finanziert. Bei einer Nichtverlängerung solcher revolving Kredite drohte nicht nur das Kredit-, sondern auch das Währungsrisiko für das Schwellenland einzutreten. Bei einem generellen Vertrauensverlust internationaler Geldvermögensbesitzer in die inländische Währung musste dieses *Finanzierungsungleichgewicht* (*Currency-* und *Term-Mismatch*) erhebliche Liquiditätsprobleme und schließlich auch Insolvenzen im betroffenen Schwellenland verursachen. Diese Entwicklung war sowohl während der mexikanischen Pesokrise als auch der Asienkrise zu beobachten.

5.3. Schlussfolgerung

Die Ursachen der Währungs- und Finanzkrisen der neunziger Jahre ergeben sich auf der Grundlage der durchgeführten vergleichenden Analyse somit aus einer Vielzahl von externen wie internen Faktoren (siehe Abbildung 5.1). Entscheidend war jedoch die asymmetrische Integration der Schwachwährungsländer in eine hierarchisch strukturierte globale Währungsordnung. Aufgrund der gegebenen Risikoaversion von Geldvermögensbesitzern und den institutionellen Anreizstrukturen floss vor allem kurzfristig orientiertes Kapital in die späteren Krisenländer. Sowohl von erwartenden Renditeunterschieden gesteuertes Portfoliakapital als auch internationale Kreditbeziehungen in überschwänglich bewertete *Emerging Markets* sind im Kontext einer globalen Währungskonkurrenz für die Volatilität der internationalen Kapitalflüsse verantwortlich.

Zentraler Ansatzpunkt für eine Reform der internationalen Wirtschaftsordnung muss die Ausschaltung des gegen die Schwellen- und Entwicklungsländer gerichteten monetären Peripherisierungsdrucks des Weltmarktes sein. Dafür müssen nicht nur die Wechselkurse der

Leitwährungen, die den Schwellen- und Entwicklungsländern als Anker dienen, institutionell stabilisiert werden. Ein weiterer wichtiger Ansatzpunkt ist ferner die Verhinderung prozyklisch wirkender Kapitalflüsse in *und* aus Schwellenländern. Solange Entwicklungs- und Schwellenländer nur über Währungen verfügen, die eine geringe Vermögenssicherungsqualität aufweisen, bleibt aber jeder Nettokapitalimport riskant. Eine längerfristige Strategie muss daher auf eine Stabilisierung der internationalen Währungsordnung setzen und es den Schwellen- und Entwicklungsländern ermöglichen, eine hohe Vermögenssicherungsqualität ihrer Währungen zu erreichen. Das ist nur durch die Erzielung von Leistungsbilanzüberschüssen dieser Länder möglich. In kurzfristiger Hinsicht können aber durchaus auch einige Veränderungen der regulativen Struktur sowohl der internationalen als auch der nationalen Finanzmärkte zu einer Stabilisierung der globalen Verflechtungen beitragen. Dies ist Gegenstand des folgenden, dritten Teils dieser Studie, in dem die Auseinandersetzung um eine neue internationale Finanzarchitektur diskutiert wird.

Abbildung 5.1: *Institutionelle Mechanismen und Dynamiken von Währungs- und Finanzkrisen*

	Global	(Makro-)Regional	National(staatlich)
Ursache(n)	Währungsvolatilität der Leitwährungen Handelsprotektionismus der Industrieländer Verschlechterung der Terms Of Trade	Währungsabwertungen konkurrierender Länder gescheiterte Regionalisierungsprozesse Zinsveränderungen Rezession im Nachbarland	Haushaltsdefizit instabiles Finanzsystem Zinserhöhungen Rent-Seeking-Coalitions Überinvestitionskrise Binnenmarktschwäche
Folge(n)	<i>Contagion-Global</i> Trade, investment links, financial links: currency depreciations, risk premia, interest-spreads and rates, stock-market-links, bank run, fund-management	<i>Contagion-Regional</i> Trade, investment links, financial links: currency depreciations, risk premia, interest-spreads and rates, stock-market-links, bank run, fund-management	ökonomische Rezession sozialökonomische Polarisierung (Armut, Arbeitslosigkeit, informeller Sektor, Ungleichverteilung von Vermögen und Einkommen) politische Instabilität

Eigene Darstellung

TEIL III: PERSPEKTIVEN FÜR EINE NEUE INTERNATIONALE FINANZARCHITEKTUR (NIFA)

Die Währungs- und Finanzkrisen Mexikos, Brasiliens, Argentinens und der ostasiatischen Schwellenländer, genauer: ihre sozialen und politischen Folgen sowie die systemische Reichweite ihrer Auswirkungen haben sowohl von ‚offizieller‘ Seite als auch auf Seiten zivilgesellschaftlicher Akteure zu einer intensiven Suche nach Konzepten und Steuerungsinstrumenten geführt. Im Zentrum dieser Suche stehen Fragen nach der erforderlichen Krisenprävention und der angemessenen Form von Krisenmanagement. Die Auseinandersetzung um die besten Antworten ist naturgemäß nicht unabhängig von manifesten Interessen und theoretischen Überzeugungen.: „Where you stand depends on where you sit“, umschreibt die amerikanische Politologin Leslie Elliott Armijo diesen Aspekt treffend (Armijo 2001:381). Mittlerweile gibt es eine kaum noch überschaubare Vielfalt von Konzepten, Instrumenten und angedachten regulativen Maßnahmen zur Krisenprävention und zum Krisenmanagement von Finanzkrisen.¹⁰⁵ Im Anschluss an unsere Krisenanalyse im vorangegangenen Kapitel wollen wir eine Auswahl von diesen Konzepten zur Krisenprävention und Krisenbearbeitung diskutieren.

Die angestrebten und zum Teil auch bereits durchgeführten Reformen reduzieren sich bislang auf die Formulierung internationaler Standards und Disziplinen zur mikroökonomischen Regulation von Finanzakteuren. Eine solch beschränkte Perspektive ist unseres Erachtens unzureichend. Der komparative Teil der Studie hat gezeigt, dass die miteinander verglichenen Währungs- und Finanzkrisen ein Set an übereinstimmenden Bedingungsfaktoren aufweisen, die auf einen systemischen Störcharakter internationaler Finanzmärkte verweisen. Die Probleme alleine in den aufstrebenden Volkswirtschaften des ‚Südens‘ zu suchen, ist entweder naiv oder machtpolitisch motiviert („Kampf um den Washingtoner Konsens“); die internationale Währungskonkurrenz und die Instabilitäten der internationalen Finanzmärkte bedürfen globaler Lösungen. Unsere Auseinandersetzung mit der NIFA-Debatte setzt sich daher zunächst mit der Reform internationaler Regulierungsstandards auseinander und versucht die Möglichkeiten und Grenzen dieses Reformansatzes aufzuzeigen. Danach werden wir uns mit den makroökonomischen Bedingungen der Währungs- und Finanzkrisen beschäftigen und den zentralen Problempunkt der Stabilisierung des Wechselkurses diskutieren. Schließlich ist es notwendig, der – gerade durch den Fall Argentinien – reaktivierten Diskussion über die Einrichtung eines internationalen Insolvenzverfahrens für überschuldete Entwicklungs- und Schwellenländer größere Aufmerksamkeit zu schenken.

Die drei Bereiche können nur bedingt von einander getrennt behandelt werden, da sie auf vielfältige Art miteinander interagieren und sich überschneiden. Daher ist die folgende analytische Trennung dieser Problemfelder stets im Gesamtkontext der Facetten des globalen Finanzsystems zu begreifen.

¹⁰⁵ Wir möchten hier lediglich auf eine Auswahl neuerer internationaler Veröffentlichungen hinweisen: Eichengreen 1999; Blecker 1999; Hufschmid 1999; Eatwell/Taylor 2000; Frenkel/Menkoff 2000; Singh 2000; Dobson/Hufbauer 2001; Akyüz 2002; Kenen 2002.

6. Möglichkeiten und Grenzen der Reform internationaler Regulierungsstandards

Vor allem die Gruppe der sieben führenden Industrienationen (G7) bemühte sich im Anschluss an die mexikanische Pesokrise und die nachfolgende Asienkrise verstärkt um Ursachenforschung von Währungs- und Finanzkrisen „neuen Typs“. Für die künftige Vermeidung solcher Krisen wird dabei primär auf Maßnahmen zur Verbesserung nationaler Überwachungsmechanismen, die generelle Etablierung internationaler Regulierungsstandards in den Ländern, sowie die Verbesserung von Transparenz und Marktdisziplin in den Entwicklungs- und Schwellenländern abgezielt. Bei dieser kurzen Zusammenstellung wird bereits deutlich, dass sich die eruierten Konzepte ausschließlich auf interne Markt- und Regulierungsschwächen der betroffenen Länder konzentrieren, und strukturelle Mängel des weltumspannenden Finanzsystems außer Acht bleiben. Die Erklärung für solche Blindstellen der G7-Ursachenforschung und Lösungsansätze liegt in der interessengetriebenen Verschwiegenheit hinsichtlich offensichtlicher Schwächen und Aporien des vorherrschenden globalen *Laissez-faire*-Finanzsystems. Das ist aus G7-Sicht durchaus nachvollziehbar: Denn die Leidtragenden der Krisen waren nicht die Investoren aus New York, London und Frankfurt, sondern die Menschen in den Krisenländern. Erstere wurden durch öffentlich kumulierte Gelder von Seiten des IWF ausgekauft, Letztere bekamen deutlich zu spüren, dass sich die monetäre Sphäre eben nicht von der „realen“ abgekoppelt hat und Spekulation nicht nur, wie es die Neoklassik unterstellt, ein notwendiges Marktkorrektiv ist, sondern eine fundamentale Krise heraufbeschwören kann. Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass auch interne Versäumnisse und Fehlentscheidungen (Korruption, *Cronyism*, Intransparenz etc.) zur Krisenentstehung beitragen haben; in den Länderstudien sollte jedoch deutlich geworden sein, dass monokausale Ursachenfindungsversuche von vorneherein zum Scheitern verurteilt sind. Im Folgenden möchten wir auf die regulativen Bedingungen und institutionellen Anreize eingehen, die eine Prozyklizität von internationalen Kapitalflüssen bewirkt haben. Eine Reform internationaler Regulationen und Verhaltensstandards – wie sie vor allem in zahlreichen G7-Initiativen angestrebt wurde und wird (vgl. Kenen 2002:87ff; Cornford 2002) – vermag jedoch nur begrenzt zu einer Prävention internationaler Währungs- und Finanzkrisen beizutragen.¹⁰⁶ Sie findet ihre Grenzen in makroökonomischen Zusammenhängen.

6.1. Prozyklizität internationaler Kapitalflüsse

Die Grundüberlegung eines Geldvermögensbesitzers bei einer Anlageentscheidung bewegt sich immer innerhalb der Dialektik von Geldvermögenssicherung und –vermehrung („*Greed and Fear*“) (Herr 1986:31ff). Entscheidend für jede Art von Anlage ist die Erwartung des Einzelnen; die Erwartung selbst kann sehr unterschiedlicher Manier sein, aber prinzipiell ist sie unsicherer Natur und unterliegt deshalb einer ständigen Änderung (siehe auch Kapitel 1: Postkeynesianismus). Wie die Länderbeispiele gezeigt haben, kann sich eine überaus optimistische Erwartung hinsichtlich

¹⁰⁶ Der Aspekt der Reform nationaler Finanzsysteme ist überaus komplex und kann im Rahmen der vorliegenden Studie nicht adäquat behandelt werden (vgl. in Bezug auf Lateinamerika: Stallings/Studart 2002). Da jedoch die vorliegenden offiziellen (von Industrieländern verantworteten) Empfehlungen zur Finanzmarktreform in Entwicklungsländern weitgehend in der Übernahme internationaler Überwachungs- und Regulierungsstandards von Banken und institutionellen Investoren bestehen, ist zumindest dieser Aspekt nationaler Finanzsystemreformen im vorliegenden Kapitel implizit abgedeckt.

einer Investition in Thailand, um nur ein Beispiel zu nennen, bereits bei marginalen Veränderungen makroökonomischer *Fundamentals*, oder aber auch im Zuge einer sog. selbsterfüllenden Prophezeiung binnen kürzester Zeit in eine pessimistische Erwartung umwandeln (vgl. Kindleberger 1996; Mishkin 1998; Sharma 1999). Erwartungsänderungen gehen zurück auf Unsicherheiten, die wiederum ein Resultat asymmetrischer bzw. unvollkommener Informationsmärkte sind. Erwartungsänderungen sind in der Regel die Ursache für prozyklische Kapitalströme, da das Rudel dem Alphatier folgt: ändert der Leitwolf die Richtung, folgen die anderen hintennach, und je größer das Rudel, desto ausgeprägter die Spuren der Verwüstung. Die zunehmende Schnelllebigkeit subjektiver Renditeerwartungen, die bei Vermögensanlagen in Schwachwährungsländern noch zusätzlich durch das Währungsrisiko angeheizt wird, ist ein zentrales Merkmal der neunziger Jahre. Noch dazu haben die vorhandenen Institutionen und Regeln (also das vorherrschende internationale Finanzregime) die Prozyklizität und Volatilität internationaler Kapitalflüsse verstärkt, indem sie für die Marktakteure bewusst entsprechende Anreizstrukturen geschaffen haben. Hierzu zählen in besonderer Weise die Bestimmungen des Baseler Akkords von 1988, die Gegenstand des folgenden Abschnitts sind. Im Anschluss daran wird auf die potenziell destabilisierend wirkende Anlagepraxis institutioneller Investoren einerseits und das Phänomen der Finanzderivate andererseits eingegangen. Es geht darum zu zeigen, dass alle international tätigen Finanzakteure entweder auf der regulativen Ebene (Basel I) oder auf institutioneller Ebene (Portfoliomanagement bei Investmentfonds und hohe Risikoneigung bei Hedge Fonds) prozyklischen Anreizen unterliegen, (vgl. World Bank 2000:69ff; Singh 2000: 23ff; Tickell 1999; Dobson/Hufbauer 2001: 77ff).

6.2. Internationale Bankenregulierung: ‚Basel I‘ und ‚Basel II‘

Der Baseler Akkord von 1988 (‚Basel I‘)

Es ist ein grundlegendes Kennzeichen nationaler wie auch internationaler Bankenregulierung, dass die Revision alter bzw. Einführung neuer „Spielregeln“ zur Minimierung von Risiken stets den Innovationen im Finanzsektor hinterherhinkt.

Mit der Internationalisierung des Bankenwesens seit den 60er und 70er Jahren stiegen die Anforderungen für eine zwischenstaatliche Kooperation zwischen nationalen Aufsichtsbehörden, weil diese zwar die inländische Geschäftstätigkeit von Banken überwachen konnten, deren Tätigkeiten in anderen Ländern jedoch außerhalb des Kompetenzbereichs lagen. Die sich in der Gründung des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht ausdrückende multilaterale Kooperation „zielte [...] darauf, die *Reichweite* von Regeln der Risikobegrenzung über das jeweilige nationale Territorium hinaus auszudehnen und Banken auf diese Weise die Möglichkeit zu nehmen, sich regulativen Auflagen zu entziehen“ (Lütz 2000:68). Ergebnis dieser ersten Phase internationaler Bankenregulierung war die Implementation des Baseler Konkordates im Jahr 1975, mit dem Ziel, durch internationale Kreditgeschäfte verursachte systemische Risiken mithilfe einer verstärkten Kooperation des Heimatlandes und der betreffenden ausländischen Behörde zu minimieren. Im Jahr 1979 schließlich einigten sich die Länder der G-10-Gruppe¹⁰⁷ darauf, transnational agierende

¹⁰⁷ Die Zehnergruppe (G-10) ist als informeller Zusammenschluss der zehn wichtigsten Industrieländer entstanden. Die beteiligten Länder (Belgien, Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Schweden, Schweiz [Stand: 1998] sehen die Zehnergruppe als Forum zur Klärung von Fragen des internationalen Währungssystems an. Die G-10-Staaten arbeiten sowohl mit dem Internationalen Währungsfonds als auch mit der Bank für internationalen Zahlungsausgleich sehr eng zusammen (vgl. Altmann/Kulesa 1998:86).

Banken darauf zu verpflichten, auch ihre im Ausland durchgeführten Geschäfte in der Berechnung ihrer notwendigen Kapitalrücklagen zu berücksichtigen (vgl. ebd.). Die Umsetzung dieses internationalen Regimes in nationales Recht erfolgte weit weniger schnell als die abstrakte Einigung auf entsprechend notwendige internationale Standards und Absprachen. Ein wesentlicher Grund hierfür war, dass eine solche Veränderung nationaler Regulierungen die Kosten der betroffenen Banken erhöht und damit ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit mindert. Die aus der Sicht der staatlichen Aufsichtsbehörden wünschenswerte engere internationale Zusammenarbeit stand somit in einem deutlichen Spannungsverhältnis zu den Gewinninteressen multinationaler Banken (vgl. Underhill 1997).¹⁰⁸

Die im Zuge der 70er Jahre erfolgende großzügige Kreditvergabe multinationaler Banken aus den Industrieländern an einige Entwicklungsländer erfolgte weitgehend über den so genannten „Eurodollarmarkt“ (siehe Kapitel 2). Die Zahlungsunfähigkeit vor allem lateinamerikanischer Schuldner im Zuge der internationalen Schuldenkrise brachte zahlreiche US-amerikanischen Großbanken an den Rand der Insolvenz, da sie im Kreditgeschäft sehr stark in den Ländern engagiert waren. Die US-amerikanische Bankenaufsicht erklärte sich besorgt über die in der Folge gesunkenen Eigenkapitalquoten der US-Banken und fürchtete gleichzeitig die verstärkte Konkurrenz durch deutsche und japanische Banken. Den einzigen Ausweg, die Eigenkapitalquote der US-Institute zu erhöhen ohne dabei deren Stellung in der internationalen Konkurrenz zu untergraben, sah die US-Administration in der Durchsetzung eines multinationalen Abkommens über Mindeststandards bei der Eigenkapitalunterlegung. Nach zunächst zögerlichen Verhandlungen im Rahmen des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht brachte schließlich der drohende Alleingang der USA und Großbritanniens die Wende: Mit der Einigung über einen quantitativen Mindeststandard für die Eigenkapitalausstattung von (international tätigen) Banken wurde der bis dahin größte Erfolg zwischenstaatlicher kooperativer Regulationsanstrengungen erzielt (vgl. Reinicke 1998:105ff; Lütz 2000:69f).

Der Sinn von Eigenkapitalvorschriften besteht im Allgemeinen darin, Banken von allzu risikoreichen Geschäften abzuhalten, deren *Default* (Zahlungsausfall) nicht nur das Finanzsystem erschüttern, sondern über Kreditketten systemische Ausmaße annehmen können. Wegen der in nationalen Finanzsystemen üblicherweise bestehenden staatlichen Einlagensicherungssysteme könnten Banken geneigt sein, diese staatliche Existenzgarantie dahin gehend auszunutzen, besonders riskante Engagements einzugehen (vgl. Franke 2000:230; Dobson/Hufbauer 2001:94ff). Der Baseler Akkord von 1988 hatte demnach eine doppelte Zielsetzung: „The first was to require banks to hold sufficient amounts of capital (8 percent of risk-adjusted assets) to cushion losses on those assets. The second was to dull their appetites for risk; banks with large capital bases would have more to lose if they failed and therefore would take fewer risks.“ (Dobson/Hufbauer 2001:123f)

Allerdings stellten sich die Bestimmungen des Baseler Akkords in Bezug auf den strukturellen Wandel auf den Finanzmärkten (Globalisierung, Desegmentierung, Verbriefung) recht bald als unzureichend heraus. Im Jahr 1996 erfolgte deshalb eine Revision des Baseler Akkords, die neben dem Kreditrisiko, auf dessen Minimierung die ursprünglichen Eigenkapitalanforderungen zielten, nun auch das Marktrisiko, sprich das Risiko volatiler Marktbewegungen, zu dämpfen versuchten (vgl. hierzu: Underhill 1997; Reinicke 1998:118ff; Strulik 2000:135ff).

¹⁰⁸ Wolfgang Reinickes (1998:103ff) kurze Darstellung des zum Baseler Akkord von 1988 führenden *policy-Prozesses* zeichnet sehr anschaulich dieses Kooperationsdilemma nach (vgl. auch Helleiner 1994:169ff).

Nach den Erkenntnissen aus den Krisenanalysen ist in dieser Studie von besonderem Interesse, dass die Bestimmungen des Baseler Akkords die Vergabe von kurzfristigen Interbankenkrediten an Schuldner aus Nicht-OECD-Staaten begünstigten. Interbankenkredite an Nicht-OECD-Staaten mit einer Fristigkeit von unter einem Jahr werden nur mit einem Risiko von 20% gewichtet, während Interbankenkredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr an dieselben Schuldner mit 100% gewichtet werden. Hierdurch entsteht zum einen auf Seiten des Kreditgebers (einem Bankeninstitut in einem OECD-Land), zum anderen aber wegen geringerer Kreditkosten auch auf Seiten des Kreditnehmers (einem Bankeninstitut in einem Nicht-OECD-Land) eine ökonomische Anreizstruktur, die bei wachsendem Bedarf die verstärkte Ausweitung von kurzfristigen Interbankenkrediten begünstigt.

„Basel II“: von der quantitativen zur qualitativen Bankenaufsicht

Der zentrale Grund für eine erneute Revision des Baseler Akkords war die unzureichende Bemessung des tatsächlich eingegangenen Risikos einer Bank. Vor allem neue Finanzinstrumente und Methoden der Risikosteuerung wie Kreditderivate, Nettingvereinbarungen für Bilanzpositionen¹⁰⁹, der globale Einsatz von Sicherheiten, die Verbriefung von Aktiva sowie Kreditrisikomodelle werden bisher in den Bestimmungen des Baseler Akkords praktisch nicht berücksichtigt (vgl. Deutsche Bundesbank 2001:16). Dies hat dazu geführt, dass sich die Eigenkapitalforderungen an international tätige Banken lediglich an den Kredit- und seit dem Jahr 1996 auch an Marktpreisrisiken ausrichteten, das tatsächliche Gesamtrisiko einer Bank aber nicht adäquat abgebildet wurde. Berechnungen von Marktpreisrisiken laufen über *interne Modelle*, die Bankinstitute selbst zur Risikosteuerung einsetzen und eben vom revidierten Baseler Akkord akzeptiert werden (sollen).¹¹⁰ Die Bankenaufsicht folgt damit der Auffassung, dass eine allein über Eigenkapitalforderungen wirkende Regulierung der Banken zur Verhinderung systemischer Risiken nicht ausreicht. Es bildet sich vielmehr mit der Kombination von internen Risikomodellen und Supervision dieser Risikomodelle durch die staatlichen Behörden ein zweistufiges Steuerungssystem heraus, das – statt auf quantitative Mindeststandards zu setzen – eine eher qualitativ ausgerichtete Aufsicht etabliert und die quantitative Seite gewissermaßen den Akteuren selbst überlässt (vgl. Strulik 2000:225ff; Deutsche Bundesbank 2001:17).

Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung, die bis zum Jahr 2005 umgesetzt werden soll, ruht auf drei Säulen:¹¹¹

1. den Mindestkapitalanforderungen,
2. dem bankenaufsichtlichen Überprüfungsprozess sowie
3. der erweiterten Offenlegungspflicht (Marktdisziplin)

¹⁰⁹ Nettingvereinbarungen sind (standardisierte) Verträge zwischen zwei Parteien (=Unternehmen), die bei der Insolvenz eines Partners vertraglich im Vorhinein festlegen, wie ausstehende Zahlungen zwischen den Parteien zu regeln sind. Grundsätzlich soll ein solches Rechtsinstrument die Rechtssicherheit für Finanzbeziehungen erhöhen; sie bedeutet jedoch auch eine Umverteilung von Risiken (vgl. Huertas 2000:497f).

¹¹⁰ Zu einem Überblick über interne Modelle im Bank-Risikomanagement sei auf den Artikel von Wolfgang Bühler und Andreas Schmidt (Bühler/Schmidt 1998) sowie auf das Kapitel „Risikomanagement“ von Schierenbeck (2000: 1446ff) verwiesen.

¹¹¹ Der folgende Abschnitt ist eine überarbeitete Version einer früheren Veröffentlichung: Mosebach (2001). Zu einer ausführlicheren Darstellung der Berechnungsmethoden der Vorschläge des zweiten Konsultationspakets von Basel II siehe Deutsche Bundesbank (2001).

Die *erste Säule* umfasst die Definition und die verschiedenen Berechnungsverfahren der Mindesteigenkapitalanforderungen. Die Eigenkapitalquote bleibt wie beim alten Akkord aus dem Jahr 1988 bei acht Prozent im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva. Verändert wurden hingegen die Definition des Risikos und die verschiedenen Berechnungsverfahren zur Bewertung des Risikos. Die Vorschläge des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht unterscheiden einen *standardisierten Ansatz*, der sich externer Ratings bedient, von dem auf *bankeninternen Risikomodellen* beruhenden Bewertungsverfahren (IRB-Ansatz).¹¹² Die neue Eigenkapitalvereinbarung kennt folgende Risiken:

- das *Kreditrisiko*, also das Risiko, dass der Vertragspartner Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen kann;
- das *Marktrisiko*, d.h. das Risiko durch Preis-, Kurs- und Zinsbewegungen Vermögenswerte zu verlieren und
- das *operationelle Risiko*, welches das Verlustrisiko zum Beispiel auf Grund von Computerfehlern, ungenügender Dokumentation oder Betrug bezeichnet.

Die Besonderheit der neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung und auch ihre politische Brisanz liegt in der Anerkennung bankeninterner risikomathematischer Verfahren zur Bewertung des Risikogrades einzelner Aktivposten. Neben dem auf internen Ratings basierenden IRB-Ansatz zur Risikoberechnung, der vom Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht bei der Neufassung des Baseler Akkords von Beginn an angestrebt wurde, besteht die Möglichkeit einen standardisierte Ansatz anzuwenden. Dies bedeutet, dass Banken ihre Aktiva durch ein externes Bonitätsbeurteilungsinstitut bewerten lassen müssen. Neben den hier dominierenden privaten Rating-Agenturen wie Moody's, Standard & Poor's und Fitch IBCA lassen die Vorschläge des Baseler Ausschusses grundsätzlich auch nationale Export-Kredit-Agenturen zur Bewertung des gesamten Unternehmensrisikos zu (vgl. Griffith-Jones/Spratt 2001).

An dieser Stelle greift die *zweite Säule* der neuen Eigenkapitalvereinbarung. Banken können zur Bemessung der verschiedenen Risikotypen die angesprochenen unterschiedlichen Berechnungsmethoden wählen. Unabhängig von der gewählten Berechnungsmethode des Bankenrisikos, überprüfen die nationalen Aufsichtsinstanzen, wie gut die Banken ihren Eigenkapitalbedarf im Verhältnis zu ihrem Gesamtrisikoprofil einschätzen. Die nationalen Aufsichtsbehörden orientieren sich dabei auch an den im Jahr 1997 niedergelegten „*Core Principles for Effective Banking Supervision*“ (BIS 1997), die Bestandteil des revidierten Baseler Akkordes sind. Sollte eine Bank unzureichende Verfahren zu Risikobewertung anwenden, so können die betroffenen Aufsichtsbehörden im Rahmen ihrer gesetzlichen Möglichkeiten Gegenmaßnahmen ergreifen, bis hin zur Bankenschließung.

Die *dritte Säule* schließlich wird als Marktdisziplin bezeichnet. Hiermit ist gemeint, die international tätigen Banken stärkeren Offenlegungsvorschriften zu unterwerfen. Dies ist nach Ansicht des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht wesentlich, "um sicherzustellen, dass die Marktteilnehmer einen besseren Einblick in das Risikoprofil und die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung einer Bank gewinnen“ (BIS 2001, Erläuterungen:8).

¹¹² Exakterweise müsste man von einem Basis-Ansatz und einem fortgeschrittenen Ansatz interner Risikobewertung sprechen. Da es an dieser Stelle jedoch lediglich um die Grundzüge von Basel II geht, werde ich weiterhin verkürzend von dem IRB-Ansatz sprechen (vgl. zu einer ausführlichen Darstellung: Deutsche Bundesbank 2001).

Mögliche Effekte von Basel II auf Schwellen- und Entwicklungsländer

Das vorliegende zweite Konsultationspapier des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht hat in Bezug auf Schwellen- und Entwicklungsländer eine doppelte Auswirkung. Die Bank für internationalen Zahlungsausgleich begünstigt die im Rahmen der vorliegenden Berechnungsmodelle auf internen Ratings basierenden Ansätze gegenüber dem standardisierten Ansatz. Auf internen Ratings beruhende Risikobewertungsmodelle ermöglichen im Vergleich zum standardisierten Ansatz geringere Regulierungskosten bei gleicher Risikostruktur. IRBs lassen sich wegen der geringeren technischen Tiefe/Qualifikation und einer heterogenen und mangelhaften Bankeninfrastruktur in Schwellen- und Entwicklungsländern auf kurze Frist nicht in deren Finanzsystemen einführen. Führende internationale Großbanken haben daher gegenüber kleineren und weniger international ausgerichteten Banken aus Peripherieländern einen Wettbewerbsvorteil. Das könnte sich negativ auf deren nationale Bankensysteme auswirken, wenn es (vermittelt über das multilaterale Dienstleistungsabkommen, GATS) den Industrieländern gelingen sollte, die Finanzsysteme von Entwicklungsländern für die Gründung eigenständiger Niederlassungen zu öffnen (vgl. Griffith-Jones/Spratt 2001:15).¹¹³ Zudem würde die Einführung der IRBs als Standards der Risikobewertung in Finanzsystemen von Entwicklungsländern die Finanzierung von Unternehmen im informellen Sektor – ähnlich den Wirkungen auf kleine und mittelständische Unternehmen in Deutschland (vgl. Deutscher Bundestag 2001; Kellermann 2002) – nachhaltig stören (vgl. ECLAC 2002:157).

Die Aufwertung interner Ratings bei großen international tätigen Banken im Rahmen der Diskussionen um Basel II wird Griffith-Jones/Spratt (2001) zufolge ferner die bereits vorhandene Prozyklizität internationaler Regulierungsstandards verstärken. Wenn man von der – realistischen – Annahme ausgeht, dass internationale Kreditgeber von Entwicklungsländern i.d.R. große Banken sind, die interne Risikomodelle anwenden, würden auf der Grundlage einer Modellrechnung von Helmut Reisen (2001) zahlreiche Länder aufgrund eines schlechten (*Sovereign*) Rating faktisch vom internationalen Kreditmarkt ausgeschlossen, weil ein Kredit an diese Länder mit relativ viel Eigenkapital unterlegt werden müsste.¹¹⁴ Hierdurch würden die Kreditkosten für die betroffenen Länder immens steigen.¹¹⁵

Obwohl der Baseler Ausschuss diesen prozyklischen Effekt zugesteht, behauptet er zugleich die langfristigen Wirkungen der revidierten Eigenkapitalforderungen würden diese Kosten mehr als kompensieren, weil sie eine weniger riskante Kreditvergabe begünstigten. Allerdings dürfte dies nur für hochbewertete Länder gelten. Die Revision des Baseler Akkords hat also den Effekt, die Vergabe von internationalen Bankkrediten an Entwicklungsländer zu dämpfen (vgl.

¹¹³ Die Bedeutung des *Financial Services Agreement* (welches im Jahr 1999 in Kraft getreten ist und als Anhang zum GATS Rechtscharakter erfahren hat) für die Zukunft nationaler Finanzsysteme in Entwicklungs- und Schwellenländern kann an dieser Stelle nicht diskutiert werden (vgl. hierzu: Griffith-Jones/Spratt 2001; Dobson/Jacquet 1998).

¹¹⁴ Nach der revidierten Fassung von Basel II können Unternehmen besser bewertet werden als das zugrundeliegende Länderrating. Allerdings dürfte ein wesentlich schlechteres Länderrating die Heraufstufung eines Betriebes kaum begünstigen.

¹¹⁵ Ursache hierfür ist die Einbeziehung eines bankeninternen Erfahrungswertes in die Berechnung des einem Kredit unterliegenden Risikos: die Ausfallwahrscheinlichkeit (*Probability of Default*, PD). Der Einbezug der Ausfallwahrscheinlichkeit in die Risikoberechnung hat einen weiteren negativen Effekt. Da diese Kennzahl die letztlich zu unterlegende Eigenkapitalquote bestimmt, verstärkt sie die finanzielle Instabilität und Konjunkturschwankungen von industrialisierten Ökonomien: In stabilen Wachstumsphasen wird die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Kredits zurückgehen, während sie in Konjunkturabschwüngen normalerweise zunehmen wird. Hierdurch kann es zu einer prozyklischen Kreditvergabe bzw. Krediteinschränkung kommen (Griffith-Jones/Spratt 2001:12).

Dobson/Hufbauer 2001:135). Da die Volatilität der internationalen Bankkredite maßgeblich zu den Währungs- und Finanzkrisen der neunziger Jahre beigetragen hat, ist ihre Beschränkung grundsätzlich zu begrüßen.

Solange Entwicklungs- und Schwellenländer wegen ihrer hohen Auslandsverschuldung jedoch auf internationale Liquidität in Form von internationalen Krediten angewiesen bleiben, könnten internationale Kreditvereinbarungen mit eingebauter „Handbremse“ eine Zwischenlösung darstellen. Ein solcher pragmatischer Ansatz ist von Heribert Dieter in die deutsche Diskussion eingebracht worden (Dieter 2000:50f). Es handelt sich dabei um den Vorschlag, sämtliche Fremdwährungskredite mit einem vertraglich festgelegten Umschuldungsverfahren zu unterlegen.¹¹⁶ Dieses als *Universal Debt-Rollover Option with a Penalty*“ (UDROP) bezeichnete Verfahren ermöglicht einem Schuldner bei Fälligkeit eines Kredits, eine Umschuldung im Sinne der Ausübung eines Optionsrechts in Anspruch zu nehmen, und die für eine Länge von drei bis sechs Monaten Gültigkeit hätte. Die Höhe des Optionspreises würde dabei von Marktteilnehmern bestimmt, während die nationale Regierung lediglich die Durchsetzung von Fremdwährungskrediten ohne Rollover-Option verhindern müsste. Der IWF könnte zudem Beistandskredite verweigern, wenn Kreditverträge ohne diese Option vereinbart würden. Die Absicherung internationaler Kapitalflüsse mittels internationaler Kredite wäre in diesem Sinne möglich, wenn es sich um eine *kurzfristige Liquiditätskrise* eines Landes handeln sollte.¹¹⁷ Die Option könnte zudem dem betroffenen Land eine *finanzielle Panik* und einen dementsprechenden rapiden Kapitalabfluss ersparen.

6.3. Institutionelle Investoren und asymmetrische Informationsverteilung

Die Krisenanalysen haben deutlich gemacht, dass institutionelle Investoren wesentlich zur Volatilität internationaler Kapitalflüsse beigetragen haben. Allerdings variiert der Grad des volatilen Verhaltens bei unterschiedlichen Typen von institutionellen Investoren. Während Versicherungen, aber auch Pensionsfonds – vom Grundsatz her – als eher langfristig orientierte Investoren eingestuft werden müssen, sind Investmentfonds (englisch: *Mutual Funds*) und insbesondere *Hedge-Fonds* in ihrem Anlageverhalten weitaus flexibler (vgl. Griffith-Jones/Cailloux 1998; Gehrke 2000). Allerdings vermindern Unsicherheiten über die Vermögenssicherheit von Währungen die potenziell langfristig orientierten Anlagehorizonte von institutionellen Investoren erheblich. Aus diesem Grund sind internationalen Finanzbeziehungen zwischen Industrie- und Entwicklungs- bzw. Schwellenländer grundsätzlich instabil (siehe Kapitel 2).

Von diesen institutionellen Investoren stellen vor allem Hedge-Fonds einen immensen Risikofaktor im internationalen Finanzsystem dar, wie der (Aufstieg und) Fall des *Long Term Capital Management*-Fonds im Jahr 1998 gezeigt hat (vgl. Hufschmid 1999:93f). Hedge-Fonds sind in der Regel in unregulierten *Offshore Financial Centers* (OFC) anzutreffen, da sie dort kaum Regulierungen ihrer Aktivitäten unterliegen und somit hoch-spekulative Geschäfte anbieten

¹¹⁶ Der Vorschlag geht auf die beiden Ökonomen William Buiter und Anne Siebert zurück (vgl. *The Economist* v. 01.05.1999).

¹¹⁷ Bei einer Insolvenzkrise müssen umfassendere makroökonomische Instrumente angewandt werden. Die Einbeziehung eines internationalen Lender-Of-Last-Resort, der die betroffene Ökonomie mit der dringend benötigten internationalen Liquidität versorgt, und eines geordneten Entschuldungsverfahrens in das Krisenmanagement sind dann unerlässlich (vgl. hierzu: Akyüz 2002).

können.¹¹⁸ Die LTCM-Pleite hat deutlich gezeigt, dass Hedge-Fonds mittels derivativer Finanzinstrumente exorbitante Spekulationen auf zukünftige Marktentwicklungen durchführen können, indem sie sich eines „doppelten Hebelmechanismus“ bedienen: Zunächst ermöglichen Derivate (z.B. Zinsderivate) mit einem relativ geringen Aufwand die Bewegung sehr großer Volumina des dem Derivat zugrundeliegenden Handelsobjekt (*Underlying*). Dieser primäre Hebel wird in der Regel dadurch verstärkt, indem Hedge-Fonds Kredite aufnehmen, um ihren Einsatz zu vergrößern. So zeigte gerade der Zusammenbruch von LTCM, dass insbesondere auch Banken über den Kreditmechanismus an diesen hochgradig spekulativen Geschäften partizipierten. Schließlich konnte der Zusammenbruch von LTCM nur dadurch verhindert werden, indem die US-amerikanische Notenbank die in diesem Hedge-Fonds engagierten Banken zu einem Rettungspaket in Höhe von 3,7 Mrd. US-Dollar „nötigte“. Nach Zahlen des Internationalen Währungsfonds aus dem Jahr 1997 sind von den weltweit 1115 tätigen Hedge-Fonds lediglich rund ein Viertel „marktneutral“, d.h. diese „hedgen“ Kapitalanlagen.¹¹⁹ Tatsächlich stellen die anderen 75 Prozent ein systemisches Risiko dar: „Hedge Funds sind wegen ihrer Strategie, hohe Risiken einzugehen, um ebenso hohe Renditen abzuschöpfen, zu den wichtigsten Verursachern des steigenden Systemrisikos auf Finanzmärkten geworden. Anstelle der Erfüllung positiver Erwartungen – effizientere Allokation und mehr Wohlstand – werden Krisenprozesse ausgelöst, die keineswegs auf die Finanzmärkte beschränkt bleiben, sondern die reale Ökonomie und die Gesellschaft in Mitleidenschaft ziehen“ (Altwater/Mahnkopf 1999:191). Kurzum: Zur Eliminierung dieses systemischen Risikos müssen rein spekulativ ausgerichtete Hedge-Fonds ohne Zögern der Riegel vorgeschoben werden. Dies könnte dadurch erreicht werden, OFCs OECD-Standards zu unterwerfen (vgl. Deutscher Bundestag 2002:102). Die Bedeutung institutioneller Investoren im globalen Finanzsystem wird in Zukunft weiter zunehmen. Dies liegt zum einen am stetig steigenden Geldvermögen und zum anderen an der sozialpolitischen Tendenz, Alterssicherungssysteme, die auf dem Umlagesystem beruhen, durch kapitalfundierte Vorsorgeeinrichtungen zu ergänzen bzw. zu ersetzen. Bislang sind institutionelle Investoren vor allem in den angelsächsischen Ländern vorzufinden, deren Finanzsysteme stärker *marktorientiert* sind, während bspw. das bundesdeutsche System traditionell eher bankenorientiert ist (vgl. Gehrke 2000; OECD 1998; Tyrell/Schmidt 2001).¹²⁰

¹¹⁸ Als Offshore-Financial-Centres (OFCs) bezeichnet man rechtliche Räume, in denen Finanzakteure nicht den (strengen) nationalen Bestimmungen zu Liquiditätserfordernissen, Eigenkapitalbestimmungen und Offenlegungspflichten unterworfen sind. Diese Freiräume können sich auf exotischen Inseln oder Kleinstaaten mit eigenständiger Rechtssprechung befinden; sie sind aber auch innerhalb von OECD-Ländern zu finden. In diesen auch als „freie Bankzonen“ bezeichneten rechtlichen Graubereichen können sowohl risikoreiche als auch illegale Finanzgeschäfte getätigt werden, wobei die Grenze zwischen beiden Aspekten oft fließend ist. Der Eurodollarmarkt gilt als Keimzelle der heutigen OFCs (vgl. Altwater/Mahnkopf 2002:215ff; Deutscher Bundestag 2002:102).

¹¹⁹ Das Wort „hedgen“ bedeutet im eigentlichen Sinne „absichern“ und kommt ursprünglich aus dem internationalen Warenhandel zur Absicherung gegen Wechselkursrisiken.

¹²⁰ Es zeigen sich aber gerade im Prozess der globalen Integration von Finanzmärkten zunehmend Angleichungstendenzen sowohl zwischen dem angelsächsischen Modell und dem deutschen Modell („Doppelte Konvergenzbewegung“ vgl. Kellermann 2002) als auch vermittelt über den europäischen Integrationsprozess auch innerhalb Europas (vgl. Story 2000; Gehrke 2000).

Tabelle 6.1: Wachstum des von institutionellen Anlegern verwalteten Vermögens (in Mrd. US-Dollar)

	1990	1998	Wachstum in % p.a. (in US-Dollar)	Wachstum in % (p.a. in nationaler Währung)
USA	6.630,0	18.005,4	13,3%	13,3%
Großbritannien	1.116,8	2.906,6	12,7%	14,8%
Frankreich	655,7	1.659,3	12,3%	13,6%
Deutschland	599,0	1.498,9	12,1%	13,7%
Japan	2.427,9	1.464,5	-6,1%	-13,7%
Niederlande	378,3	588,0	5,7%	11,1%
Summe	11.807,7	26.122,7	10,4%	

Quelle: Gehrke (2000:7).

Tabelle 6.1 zeigt die unterschiedliche Bedeutung von institutionellen Investoren in einigen Industrieländern. Während im Zeitraum von 1990 bis 1998 das von institutionellen Anlegern verwaltete Vermögen von 11,8 Billionen US-Dollar auf 26,1 Billionen US-Dollar mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von zehn Prozent gewachsen ist, stieg der Anteil von US-amerikanischen institutionellen Investoren hieran von 49,1 Prozent (1990) auf 59,5% (1998). Dies unterstreicht nochmals die zentrale Stellung US-amerikanischer institutioneller Investoren. Obwohl Pensionsfonds mittlerweile in den angelsächsischen Ländern das Gros des verwalteten Vermögens innehaben, kommt ihnen bei Investitionen in Schwellenländern nur eine untergeordnete Rolle zu. Jedoch ist auch bei Pensionsfonds der Anteil nicht-inländischer Investitionen an den Gesamtinvestitionen gestiegen (Guttmann 1998:644).¹²¹ Obwohl die Auslandsorientierung von US-Pensionsfonds im Verhältnis zu ihrem Gesamtportefeuille relativ gering ist, wiegt die schiere Größe des in den USA verwalteten Vermögens global betrachtet sehr schwer (vgl. Guttmann 1998; Singh 2000).

Im direkten Vergleich waren sowohl in der Mexiko als auch in der Asienkrise *Mutual Funds* stärker engagiert als Pensionsfonds. Im Gegensatz zu Pensionsfonds unterliegen diese über weniger Anlagerestriktionen speziell beim Auslandsgeschäft (vgl. Griffith-Jones/Cailloux 1998; Gehrke 2000).

Ein zentraler Grund für die gestiegene Volatilität globaler Kapitalströme von institutionellen Investoren in den neunziger Jahren ist die Internationalisierung der Anlagestrategie institutioneller Investoren (*internationale Portfoliodiversifizierung*). Die hiermit konzeptionell umgesetzte Idee einer globalen Streuung von Vermögensanlagen zur Absicherung investierter Vermögenswerte kann gerade auf Schwellenländer negative Auswirkungen haben, da Kapitalmärkte in Schwellenländern durch eine geringere *Tiefe* (Marktkapitalisierung) und *Breite* (Liquidität) gekennzeichnet sind als Kapitalmärkte in Industrieländern. Das kann auf diesen sowohl zu einem übermäßigen Zufluss internationalen Portfoliokapitals als auch schockartig wirkenden Abzug mit erheblichen Markt- und Preisbildungsstörungen führen. Anders ausgedrückt: geringe Portfoliumschichtungen institutioneller Investoren aus Industrieländern können auf den unterentwickelten Kapitalmärkten von Schwellen- und Entwicklungsländern sowohl wahre *Asset Price Booms* als auch *Asset –Price Crashes* verursachen (vgl. Huffschild 1999;

¹²¹ Von 1989 bis 1999 ist der Anteil von nicht-inländischen Investitionen von Pensionsfonds in den USA von 3,7 Prozent auf 12,2 Prozent, in Großbritannien von 22,7 Prozent auf 28,0 Prozent und in Kanada von 6,4 Prozent auf 19,9 Prozent gestiegen. Das ausländische Engagement von deutschen Pensionsfonds ist mit 5,3 Prozent im Jahr 1999 nur 0,8 Prozentpunkte höher als zehn Jahre zuvor.

Griffith-Jones/Cailloux 1998; Nunnenkamp 1999). Beide Momente – boomende Vermögensmärkte im Vorfeld und einbrechende Vermögensmärkte im Anschluss – waren verstärkt in der mexikanischen Pesokrise und der Asienkrise zu beobachten.

Der Umschwung von Kapitalflüssen lässt sich im Kern auf drei Momente zurückführen (vgl. Griffith-Jones/Cailloux 1998):

- Zinsniveauveränderungen,
- spezifisches Verhalten von Rating-Agenturen,
- spezifisches Herdenverhalten institutioneller Investoren.

Während der erste Punkt in erster Linie makroökonomisch determiniert ist, verweisen die anderen Ursachen auf die Problematik *asymmetrischer Informationen* auf Kapitalmärkten, denen institutionelle Investoren unterliegen. An dieser Stelle ist vor allem die Asymmetrie der Informationsverteilung von Bedeutung.¹²² Die Praxis der globalen Portfoliodiversifizierung institutioneller Investoren und Banken und somit die Erschließung neuer Märkte in den Entwicklungs- und Schwellenländern bei gleichzeitigem Mangel an Informationen förderte die Bedeutung von internationalen Rating-Agenturen. Sie übernahmen vor dem Hintergrund des Phänomens asymmetrischer Informationen eine entscheidende Lenkungsfunktion von Investitionsentscheidungen, indem sie den Finanzmarktakteuren standardisierte Informationen über die Kreditwürdigkeit eines Landes zur Verfügung stellten.¹²³ Aufgrund des zumeist gemessen am Gesamtportfolio geringen Engagements institutioneller Investoren in einzelnen Ländern bieten Rating-Agenturen (scheinbar) kostenoptimale Informationsbedingungen. Nicht zuletzt deshalb gewannen Rating-Agenturen in den neunziger Jahren enorm an Bedeutung (vgl. Porter 2001; Sinclair 2001). Wie in den Länderstudien deutlich wurde, veränderten Rating-Agenturen ihre Bewertungen in einer prozyklisch-irrationalen Art und Weise und beschleunigten dadurch sowohl die Kaufentscheidungen als auch die Verkaufpanik ausländischer Investoren. Das prozyklische Verhalten von Rating-Agenturen ist aber auch darauf zurückzuführen, dass sie in Bezug auf Entwicklungs- und Schwellenländern nur über eine unzureichende Datenlage und Erfahrungen verfügten (Hillebrand 2001:159). Dies unterstreicht einmal mehr den höchst subjektiven Charakter des Erstellens von Kreditratings.

Schließlich tragen Emerging-Market-Fondsmanager zur Volatilität von Portfoliokapital bei, indem sie ihr Portfolio zumeist auf viele Länder nach einem prozentualen Schlüssel verteilen. Sinkt nun der Wert eines Länderportfeuillees, so wird der Fondsmanager andere Portfolio-Teile verkaufen, um den Wertverlust aufzufangen. Dies erzeugt einen Druck auf alle betroffenen Währungen und Börsenindizes (vgl. World Bank 2000:75; Box 3.2). Dies ist zudem ein Mechanismus für *Financial Contagion*, also das Übergreifen einer Krise in einem Land auf andere Länder. Die Ansteckungsgefahr und die Schwere einer Krise wachsen mit der Anzahl investierter Akteure. Denn sowohl das spezifisch-prozyklische Verhalten von Rating-Agenturen als auch die Spielregeln des Portfoliomanagement forcieren ein gleichgerichtetes Verhalten konkurrierender institutioneller Investoren. Dieses als *Investor Herding* (Herdentrieb) bezeichnete Phänomen ist auf der Grundlage von mit hohen Informationskosten verbundenen asymmetrischen Informationen

¹²² Der Terminus *asymmetrische Informationen* drückt den Tatbestand aus, dass – entgegen dem neoklassischen Modell – Marktakteure nicht über ausreichende bzw. gleichartige Informationen verfügen (siehe Kapitel 1).

¹²³ Die Standardisierung der Informationen bedeutet jedoch nicht, dass objektive Länderinformationen erstellt werden. In gewisser Hinsicht täuscht die Standardisierung die Objektivität von Informationen vor.

und hoch diversifizierten Portfolios institutioneller Anleger insofern rational, als bei geringeren Portfolio-Anteilen bestimmter Länderwerte die Informationskosten prohibitiv hoch sind (vgl. Calvo/Mendoza 1999). Infolgedessen werden Rating-Agenturen als exklusive Informationsquelle herangezogen, oder institutionelle Investoren orientieren sich an den Marktführern und/oder besonders erfolgreichen Konkurrenten (vgl. Griffith-Jones/Cailloux 1998).

Insgesamt zeigt sich somit, dass im Kontext asymmetrischer Informationen institutionelle Investoren und Rating-Agenturen ein wenig stabiles Umfeld für Entwicklungs- und Schwellenländer darstellen. Diese sind von den intransparenten und – wie die Erfahrung zeigte – unzureichend fundierten Bewertungsentscheidungen institutioneller Akteure und Rating-Agenturen abhängig.

6.4. Schlussfolgerungen: Makroökonomische Grenzen mikroökonomischer Governance

Internationale Kapitalflüsse nach Schwellen- und Entwicklungsländern setzen sich zum großen Teil aus Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen und internationalen Bankkrediten zusammen. Sowohl Portfolioinvestitionen institutioneller Anleger als auch Kredite international tätiger Banken haben in den Währungs- und Finanzkrisen der neunziger Jahre eine erhöhte Schwankungsintensität aufgewiesen. Wird der Zufluss internationalen Kapitals in Schwellen- und Entwicklungsländer prinzipiell für förderlich und aufgrund deren hoher internationaler Finanzierungsbedürfnisse für notwendig gehalten, ist es konsequent, die für prozyklische Wirkungen internationaler Kapitalflüsse verantwortlichen Regulationen zu ändern. Die angestrebte Revision des Baseler Akkords allerdings hat hingegen die Wirkung, dass Schwellen- und Entwicklungsländer zunehmend vom internationalen Kreditmarkt abgeschlossen werden. Dies ist im Hinblick auf die negativen Wirkungen, die internationale Bankkredite in der Vergangenheit hatten, im Grunde zu begrüßen. Bezüglich internationaler Bankkredite ist die Einbeziehung von obligatorischen Umschuldungsvereinbarungen, die im Falle eines kurzfristigen Liquiditätsengpasses in Form einer Option ausgeübt werden könnten, eine pragmatische Zwischenlösung. Die Hoffnung, die einige Autoren in Zukunft auf die Förderung von Portfoliokapital zur externen Finanzierung der Zahlungsbilanz legen, könnte sich allerdings ebenfalls als trügerisch herausstellen. Denn auch diese Kapitalflüsse sind aus institutionellen Gründen im Effekt keineswegs so stabil wie ihre Protagonisten glauben machen wollen.

Eine bessere Regulierung internationaler Finanzmärkte zugunsten der Bedürfnisse von Schwellen- und Entwicklungsländer ist dringend notwendig, was auch eine stärkere Partizipation dieser Länder bei der Reform des internationalen Systems erfordern würde (vgl. z.B. Menkhoff 2001). Allerdings ist es unrealistisch zu erwarten, Aktivitäten internationaler Finanzmarktakteure auf mikroökonomischer Basis so regulieren zu können, dass sowohl eine Stabilisierung der Kapitalflüsse in und aus Schwellen- und Entwicklungsländer als auch eine Reduktion der Volatilität der internationalen Finanzmärkte im Allgemeinen erwartet werden kann. Dafür muss bei den Ursprüngen der Politischen Ökonomie nach Lösungen gesucht werden: „Probably the most important determinant of the intrinsic limitations of regulation and supervision is the unavoidable dependence of financial stability on macroeconomic stability more generally” (Cornford 2002:74). Makroökonomische Lösungsansätze sind Gegenstand des folgenden Kapitels.

7. Währungsregime, Devisenmarktstabilität und Kapitalverkehrskontrollen

7.1. Wechselkursvolatilität in einer Welt mit liberalisierten Finanzmärkten

In der internationalen Diskussion um die währungspolitischen Schlussfolgerungen der Währungs- und Finanzkrisen der neunziger Jahre wird mittlerweile mehrheitlich auf die höchst problematische Anbindung der Währungen von Schwellen- und Entwicklungsländern an Leitwährungen bzw. einen Korb von Leitwährungen hierzu hingewiesen. Kernargument ist, dass diese Anbindung zur Währungsspekulation geradezu eingeladen hätte. Über die Frage allerdings, was hieraus für eine Wechselkurspolitik zu folgen hätte, besteht alles andere als Einigkeit. Grundsätzlich besteht für Entwicklungsländer die Möglichkeit, ihre Währung frei schwanken („floaten“) zu lassen, fest – z.B. im Rahmen eines Währungsboards – anzubinden oder einen *Crawling Peg* einzuführen, der beide Momente miteinander kombiniert (vgl. Akyüz/Flassbeck 2002:84ff).¹²⁴ Nach dem kläglichen Scheitern des *Currency-Boards* in Argentinien scheint jedoch die noch im Kielwasser der Asienkrise als möglich gedachte Wahl zwischen einem frei floatenden Wechselkurs und einer absolut festen Wechselkursanbindung hinfällig zu sein (vgl. z.B. Eichengreen 1999:103ff; Frenkel/Menkhoff 2000:115). In der auf politische Beratung angelegten wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion zeigt sich daher eine gewisse Ratlosigkeit. Neben der Umwidmung eines Krisenphänomens in eine Krisenlösung (Dollarisierung) erlebt das Konzept frei floatender Wechselkurse eine Rehabilitation (vgl. zu einer kritischen Diskussion: Braga de Macedo/Cohen/Reisen 2002). Wie unsere Problemanalyse im zweiten Kapitel und der systematische Vergleich der Währungskrisen in Lateinamerika und Ostasien bestätigten, haben Schwachwährungsländer, zu denen Schwellen- und Entwicklungsländer zählen, im Kontext eines hierarchischen Weltwährungssystems und liberalisierter Kapitalmärkte jedoch praktisch keine andere Wahl, als eine Währungsanbindung zu wählen. Das bedeutet, dass das währungspolitische Grundproblem von Schwellen- und Entwicklungsländern unter den gegebenen Bedingungen liberalisierter Finanzmärkte in einem globalen Kontext reformuliert werden muss. Neben der Ermöglichung einer weitgehend autonomen Geld- und Finanzpolitik muss daher auf die Stabilisierung der internationalen Währungsbeziehungen, der Verhinderung spekulativer Währungsattacken und eines übermäßigen Aufbaus von Fremdwährungsverbindlichkeiten hingedrängt werden. In diesem Kapitel wollen wir für eine integrative Sichtweise plädieren, welche die makroökonomischen Aspekte einer kohärenten Krisenpräventions- und Krisenbewältigungsstrategie in den Mittelpunkt rückt. Unserer Auffassung nach können dabei Kapitalverkehrskontrollen die störenden Effekte sowohl des übermäßigen Zuflusses von internationalem Kapital als auch dessen abrupten Abflusses dämpfen. Auch eine (internationale) Devisenmarktsteuer kann zur Stabilisierung von Wechselkursen in Entwicklungsländern

¹²⁴ Hegemonietheoretisch interessant ist, dass dieselbe Form der Währungsanbindung von Wirtschaftswissenschaftlern, der *Crawling Peg*, zu unterschiedlichen Zeitpunkten unterschiedlich eingeordnet wird. Während beispielsweise Hemmer (1988) vom *Crawling Peg* als einer Variante eines flexiblen Wechselkurssystems spricht, neigen aktuellere Einschätzungen dazu, einen *Crawling Peg* – gerade im Rahmen des Konzepts der *impossible trinity* – als eine Variante eines festen Wechselkurssystems zu bestimmen (vgl. z.B. Sachs/Tornell/Velasco 1995). Dieser Unterschied dürfte freilich mehr als eine lediglich semantische Differenz sein; sie reflektiert m.E. die grundsätzliche politische Tendenz, flexible Wechselkurse als Absorptionsmechanismus ‚externer‘ Schocks zu empfehlen.

beitragen und zudem ihre geld- und währungspolitische Autonomie erhöhen. Im Endeffekt jedoch ist eine größere globale und/oder regionale Währungs Kooperation nötig, welche die mittel- bis langfristigen Erwartungen der Akteure stabilisiert, eine höhere wirtschaftspolitische Autonomie ermöglicht und mittels eines *Lender of Last Resort* im gegebenen Fall die notwendige internationale bzw. regionale Liquidität bereitstellt.

7.2. Möglichkeiten und Grenzen nationaler Kapitalflussregulierung: Kapitalverkehrskontrollen

Kapitalverkehrskontrollen sind administrative oder marktförmige Beschränkungen des internationalen Kapitalverkehrs (vgl. IMF 2000; Singh 2000:120ff).¹²⁵ Im Zuge der globalen Integration der Finanzmärkte wurden zahlreiche Bestimmungen zur Regulierung des internationalen Kapitalverkehrs liberalisiert (siehe Kapitel 2). Seit den Währungs- und Finanzkrisen der neunziger Jahre jedoch hat ein vorsichtiges Umdenken im internationalen Diskurs eingesetzt. Kapitalverkehrskontrollen sind nicht mehr per se Werkzeuge des 'Teufels', sondern können durchaus zur finanziellen Stabilität eines Schwellen- und/oder Entwicklungslandes beitragen (vgl. Dieter 2002:43ff). Grundsätzlich unterscheidet man zwischen *Inflow*- und *Outflow*-Kontrollen. Während die Regulierung des zuströmenden internationalen Kapitals darauf zielt, kurzfristig orientiertes Kapital von vornherein abzuhalten und den längerfristigen Kapitalverkehr zu fördern (Krisenprävention), zielen Beschränkungen des Kapitalabflusses zumeist darauf, einen spekulativen Abzug von internationalem Kapital zu verhindern (Krisenmanagement; siehe Abbildung 7.1).

Abbildung 7.1: Beispiele administrativer und/oder marktförmiger Kapitalverkehrskontrollen

Kapitalzuflussregulierungen	Kapitalabflussregulierungen
KRISENPRÄVENTION	KRISENMANAGEMENT
Beispiele:	Beispiele:
• Mindestreserven für Einlagen von Ausländern bei inländischen Banken und Obergrenzen für Fremdwährungstransaktionen • Bardepotpflicht für Einlagen und Kredite aus dem Ausland, durch die inländische Banken oder inländische Kreditnehmer verpflichtet sind, einen bestimmten Teil der Anlagen bzw. Kredite zinslos bei der Zentralbank zu hinterlegen • Steuern und Abgaben auf inländische Kapitalerträge und Zinseinkommen von Ausländern • quantitative und qualitative Beschränkungen von ausländischen Beteiligungen an Unternehmungen im Inland • eine Melde- und Genehmigungspflicht für ausländische Kapitalanlagen im Inland, verbunden mit besonderen Auflagen	• Lizenzen zur Ausfuhr von Inlandswährung, Gold etc. • Beschränkungen des Abzugs von Dividendenzahlungen und Gewinnrückführung • Beschränkungen der Investitionstätigkeit von inländischen Unternehmen im Ausland • Zinsausgleichssteuer auf Wertpapiere ausländischer Emittenten und/oder auf Bankkredite an Ausländer • Appelle zur „freiwilligen“ Beschränkung, z.B. von Krediten an Ausländer oder von Direktinvestitionen im Ausland

Quelle: Singh (2000:123ff) und Dieckheuer (1998:484); eigene Zusammenstellung.

¹²⁵ Kapitalverkehrskontrollen zielen auf alle internationalen Finanztransaktionen, die sich in der Kapitalbilanz eines Landes niederschlagen.

Zur Verhinderung des Zuflusses kurzfristigen und damit volatilen internationalen Kapitals wird auf die besondere Wirkungskraft von Kapitalimportkontrollen verwiesen (vgl. z.B. Eichengreen 1999; Dieter 2002). Vorbild für diese präventive Form von Kapitalverkehrskontrollen sind die im Juni 1991 in Chile eingeführten Kapitalimportkontrollen, die drei Zielsetzungen hatten (vgl. Singh 2000:158ff):

- langfristige Kapitalflüsse, vor allem Direktinvestitionen, gegenüber volatilem Kurzfriskapital zu begünstigen;
- der nationalen Geldpolitik eine höhere Autonomie zu verschaffen, indem volatile kurzfristige Kapitalflüsse verhindert und eine kostspielige Devisenmarktintervention vermieden werden können;
- die internationale Wettbewerbsfähigkeit chilenischer Exporte durch die Vermeidung einer Währungsaufwertung zu erhalten.

Hierzu wurde zunächst eine unverzinsliche Bardepotpflicht für kurzfristiges Auslandskapital bis zu 3 Monaten in Höhe von 20% eingeführt, die jedoch bereits im Jahr 1992 auf 30 Prozent erhöht und auf alle finanziellen Transaktionen bis zu einem Jahr ausgeweitet wurde. Im Zuge der Auswirkungen der Asienkrise wurde sie zwischenzeitlich auf 10 Prozent abgesenkt und beläuft sich seit kurzem auf 0 Prozent, ohne jedoch offiziell aufgegeben worden zu sein. Diese Reduktion reflektiert die seit der Asienkrise stark zurückgegangenen Kapitalflüsse in die Entwicklungsländer- und Schwellenländer (vgl. Agosin/French-Davis 1999; Singh 2000). Die Ergebnisse des „chilenischen Experimentes“ sind ambivalent. Zwar gelang es im Vergleich zu den achtziger Jahren die Zusammensetzung des zufließenden Kapitals in Richtung einer Aufwertung langfristig orientiertem Kapitals zu beeinflussen und als Nebenprodukt auch den Anteil der kurzfristiger Schulden an der gesamten ausstehenden Auslandsschuld zu senken; dennoch gab es erhebliche administrative Schwierigkeiten und Funktionsdefizite. Zudem ist auch die *Effektivität* der Bardepotpflicht, die reale Aufwertung des chilenischen Peso zu verhindern, in Frage gestellt. Trotz der erforderlichen Bardepotpflicht und erheblicher Devisenmarktinterventionen der chilenischen Zentralbank konnten die chilenischen Behörden nicht verhindern, dass der im Vorfeld der Asienkrise stark erhöhte Zufluss internationalen Kapitals eine reale Aufwertung des chilenischen Peso bewirkte. Mit der realen Aufwertung der chilenischen Währung weitete sich auch das Leistungsbilanzdefizit auf fünf Prozent des Bruttoinlandsproduktes aus und stellte die wechselkursbasierte Förderung der chilenischen Exportorientierung in Frage. Mit den im Gefolge der Asienkrise starken Kapitalabflüssen wurde die Währung abgewertet, aber im Gegensatz zu den mexikanischen und brasilianischen Nachbarstaaten kam es in Chile zu keiner Währungskrise, da aufgrund der Kapitalimportkontrollen eine hohe kurzfristige Auslandsverschuldung vermieden wurde.

Die chilenische Erfahrung lehrt also, dass Kapitalimportkontrollen sowohl kurzfristiges Kapital abwehren und damit eine Verschlechterung der Fristenstruktur der Auslandsschuld (*Term Mismatch*) vermeiden als auch die reale Aufwertung einer in einem *Crawling Peg* gehaltenen Währung dämpfen können. Sie zeigt aber auch, dass Kapitalimportkontrollen ein Land nicht vollständig vor den „Freuden und Sorgen“ (Dobson/Hufbauer 2001) internationaler Kapitalflüsse zu schützen vermag. So ist eine reale Aufwertung einer Währung durch die Aufrechterhaltung von Kapitalimportkontrollen keineswegs ausgeschlossen.

Gerade der im Falle Chiles beobachtbare panikartige Kapitalabfluss im Kielwasser der Asienkrise hätte womöglich auch mit vorübergehenden Kapitalexportkontrollen gedämpft werden können. In den Finanzmarkturbulenzen im Anschluss an die Asienkrise hatte Malaysia im September 1998 Kapitalexportkontrollen eingeführt, um den Abfluss von Kapital einzuschränken und die Ausmaße der Währungskrise einzudämmen. Die Maßnahmen zielten auf die Verhinderung weiterer Währungsspekulationen gegen den Malaysischen Ringgit. Hierzu wurden zahlreiche administrative Kontrollen eingerichtet (vgl. für einen Überblick: Ötke-Robe 2000:98). Sie zielten auf die Diskriminierung kurzfristig orientierten Spekulationskapitals (Portfolioinvestments, Kreditvergabe an Ausländer, besondere Derivatformen, Offshore-Handel etc.), wobei ausländische Direktinvestitionen von den beschränkenden Wirkungen der Bestimmungen ausgenommen waren. Bereits nach einem Jahr waren die meisten Kapitalimportbeschränkungen wieder zurückgenommen. Im Ergebnis stellte sich die ökonomische Situation in Malaysia wesentlich besser dar als in den anderen asiatischen Krisenländern. Zwar konnte Malaysia ein Negativ-Wachstum nicht verhindern (1998:-7,4%), aber sowohl der Wechselkurs (gegenüber dem US-Dollar) als auch die internationalen Währungsreserven verbesserten sich nach der Einführung der Kapitalverkehrskontrollen. Zudem verringerten sich die Zinsaufschläge auf Staatsschuldbriefe und die Zinsdifferenziale von Tagesgeldsätzen im Vergleich zum US-Dollar. Dies ermöglichte Malaysia, eine konjunkturgerechtere Geldpolitik im Inland durchzuführen (vgl. ebd.:97ff). Heribert Dieter ist in der Einschätzung zuzustimmen, dass – trotz aller Beschränkungen – „vernünftig implementierte Kapitalverkehrskontrollen“ einen wesentlich wichtigeren Beitrag zur Überwindung von Finanzkrisen leisten als die makroökonomischen Stabilisierungsprogramme des Internationalen Währungsfonds (2002:46).

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Kapitalverkehrskontrollen die Souveränität nationaler Wirtschaftspolitik stärken können; die angeblich hiermit einhergehende Gefahr einer stärker protektionistisch ausgerichteten Politik ist vor dem Hintergrund vielfältiger Praktiken der Beschränkung der Kapitalbilanz und der Erfahrungen Malaysias höchst unwahrscheinlich (vgl. z.B. Singh 2000; IMF 2000). Kapitalimportkontrollen stellen dabei ein Instrument dar, mit dem Entwicklungsländer die makroökonomisch nachteiligen Wirkungen von Nettokapitalimporten dämpfen können (vgl. Hausrecht 2000a:112). Kapitalexportkontrollen können den panischen Abzug von Kapital aus einem Land dämpfen und verhindern, dass ein solcher eine Entwertung der inländischen Währung und eine Währungs- und Finanzkrise hervorbringt. Voraussetzung für den wirksamen Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen ist aber zum einen eine funktionierende staatliche Bürokratie, die eine regelgerechte Anwendung der Beschränkungen garantiert. Korruption und politische Verteilungskonstellationen, mit einem Wort, die Steuerungsunfähigkeit des Staates können die Wirksamkeit von Kapitalverkehrskontrollen unterminieren und zu einer Chaotisierung der Finanzmarktregulation führen (vgl. Singh 2000:146f). Kapitalverkehrskontrollen sind zum anderen keine *deus ex machina*; ihre präventive wie krisenregulierende Wirkung ist begrenzt und abhängig sowohl von der nationalen Wirtschaftspolitik als auch den internationalen Kontextbedingungen. Eine inflationierende Geld- und Fiskalpolitik erhöht trotz Kapitalverkehrskontrollen die Gefahr spekulativer Währungsattacken und Kapitalflucht oder gar die Informalisierung des nationalen Geldes (Dollarisierung und Tauschhandel).¹²⁶ Und auch Auf- und Abwertungen der Ankerwährung

¹²⁶ Es soll hier keiner restriktiven Geld- und Fiskalpolitik im neoliberalen Sinn das Wort geredet werden, im Gegenteil. Kapitalverkehrskontrollen ermöglichen eine gewisse geldpolitische Autonomie, so dass auch eine

führen zu destabilisierenden Effekten auf den Wechselkurs des Schwellen- oder Entwicklungslandes, das über die Ankerwährung stabile Erwartungen zu importieren versucht. Für die Anpassung an solche exogenen Schocks ist das wirtschaftspolitische Instrumentarium einer einzelnen Ökonomie ungeeignet. Ansatzpunkte hierfür sind kooperative Währungsbeziehungen zwischen Nationalstaaten, entweder auf regionaler und/oder auf globaler Ebene. Wir werden weiter unten hierauf zurückkommen.

7.3. Möglichkeiten und Grenzen einer Devisentransaktionssteuer (Tobin Tax plus)

Auf den ersten Blick entspricht eine Devisentransaktionssteuer marktförmigen Kapitalverkehrsbeschränkungen. Beide versuchen über preispolitische Maßnahmen den internationalen Kapitalverkehr zu regulieren und geldpolitische Autonomie wiederzugewinnen. Im Gegensatz zu Kapitalimport- und -exportkontrollen i.e.S. setzt eine Devisentransaktionssteuer aber umfassender an, indem nicht nur der Kapitalverkehr, sondern auch der internationale Handel besteuert werden: das Regulationsobjekt sind also alle Devisenmarkttransaktionen.¹²⁷ Eine solche Besteuerung aller Devisenmarktgeschäfte würde darüber hinaus – abhängig vom zu Grunde gelegten Steuersatz – sehr hohe Steuereinnahmen hervorbringen, mit denen entwicklungspolitisch sinnvolle Projekte finanziert werden könnten.

Die Idee einer Besteuerung von Devisenmarkttransaktionen zur Stabilisierung des internationalen Währungssystems geht auf den US-amerikanischen Ökonomen und Nobelpreisträger James Tobin im Jahr 1972 zurück. Zur Stabilisierung des US-Dollars schlug er vor, alle Devisenmarkttransaktionen mit einem Steuersatz von 0,5 bis 1 Prozent zu belegen, um die kurzfristig orientierte Währungsspekulation zu verhindern. Im Gefolge der Währungs- und Finanzkrisen der neunziger Jahre erlebte seine Idee eine Renaissance. Dabei zielt die internationale Diskussion um eine Devisentransaktionssteuer auf drei Problemfelder:

- Kann eine Devisentransaktionssteuer zu Stabilisierung der internationalen Währungsbeziehungen beitragen?
- Ist eine Devisentransaktionssteuer technisch möglich?
- Ist eine Devisentransaktionssteuer politisch realisierbar?

Die politische Umsetzbarkeit ist selbstredend an den Willen der politisch Verantwortlichen gebunden. Die politische Unterstützung für eine Devisentransaktionssteuer hat dabei im Laufe der neunziger Jahre erheblich an Dynamik gewonnen (vgl. WEED 2001:4f). Die Unterstützung für eine Devisentransaktionssteuer ist – aus wissenschaftlicher Perspektive betrachtet – dann gerechtfertigt, wenn ihre ökonomische Effektivität und die technische Umsetzbarkeit bestimmt sind. Eine Bewertung der politischen Realisierbarkeit – wiewohl nicht unabhängig von den beiden voranstehenden Aspekten – soll hier nicht vorgenommen werden.

konjunkturgerechtere nationale Wirtschaftspolitik erleichtert wird. Obwohl sich hiermit auch die Inflationsspielräume für nationale Wirtschaftspolitik erhöhen und ggf. Wachstumsprozesse unterstützen lassen, sollten Kapitalverkehrskontrollen nicht dazu verleiten, eine derartig destabilisierende Inflationierung der Wirtschaft zuzulassen, dass die Wertaufbewahrungs-, mithin Vermögensfunktion des nationalen Geldes in Frage gestellt wird.

¹²⁷ In der Praxis ist es oftmals schwer, Devisenmarkttransaktionen entsprechend zu unterscheiden. Administrative Schwierigkeiten können jedoch kein Grund sein, effektive Steuerungsinstrumente a priori auszugrenzen wie auch Steuerumgehung keinen vernünftigen Grund darstellt, auf Besteuerung generell zu verzichten.

Wirkungsweise und ökonomische Effektivität einer Devisentransaktionssteuer

Die Grundproblematik, auf die eine Devisentransaktionssteuer zielt, sind kurzfristige Devisenmarkttransaktionen, die zu einer Erhöhung der Volatilität von flexiblen Wechselkursen und einer erhöhten Instabilität von Finanzmärkten im Allgemeinen führen. Zudem soll eine Devisentransaktionssteuer die geldpolitische Autonomie des Staates erhöhen, indem sie die spekulative Tätigkeit von Finanzmarktakteuren zügelt (Tobin 1996:xiif).

Mit einer weltweit einzuführenden Steuer auf Devisentransaktionen (Steuersatz: 0,1 Prozent bis 0,5 Prozent) sollen Währungsgeschäfte unterbunden werden, die in kurzer Frist geringe Renditeerwartungen zu realisieren suchen. Laut der Bank für internationalen Zahlungsausgleich sind 80 Prozent der börsentäglich gehandelten Devisenumsätze (1998: 1,5 Billionen US-Dollar) Anlagen mit einer Laufzeit von sieben Tagen oder kürzer (BIS 1998). Dieser Tatbestand ist in der Literatur unbestritten. Ein großer Disput besteht allerdings darin, in welcher Weise diese kurzfristig ausgerichteten Spekulations- bzw. Arbitragegeschäfte zu interpretieren sind. Zu klären sind hier zwei zentrale Fragen:

1. Ist die Zunahme der Devisenumsätze ein Zeichen für die „Überliquidität“ und Krisenanfälligkeit des Devisenmarktes bzw. der Finanzmärkte oder ein Ausdruck für die effizientere Liquiditätsversorgung der Weltwirtschaft?
2. Wie wirkt sich die Eliminierung dieser Devisenmarkttransaktionen auf die Liquidität der Weltwirtschaft aus? Führt die Tobin-Steuer – in ihrer klassischen Form – zu einer Stabilisierung oder Ausweitung der Volatilität der Wechselkurse?

Die These von der Überliquidität oder gar einer „Abkopplung“ der Finanzmärkte von der Realwirtschaft beruft sich zu ihrer Unterstützung gern auf die Gegenüberstellung von Meßgrößen der Finanzmarkt- und Gütermarktentwicklung. So ist seit dem Ende des Systems von Bretton-Woods der weltweite Umsatz auf den Devisenmärkten rapide angestiegen, während der Welthandel und die ausländischen Direktinvestitionen vergleichsweise langsam gewachsen sind (siehe Tabelle 7.1).

Tabelle 7.1: Entwicklung der jährlichen weltweiten Devisenumsätze im Vergleich zum Welthandel und ausländischen Direktinvestitionen von 1983 bis 1998 (in Mrd. US-Dollar)

	Devisenumsätze (250 Handelstage)	Welthandel und ausländische Direktinvestitionen
1983	29.750	2.758
1986	67.500	3.224
1989	147.500	3.790
1992	205.000	4.643
1995	297.500	5.797
1998	372.500	7.254

Quelle: WEED (2001:6)

Diese Kontrastierung ist für sich genommen jedoch wenig aussagekräftig, sondern muss theoretisch eingebettet werden (vgl. Menkhoff/Tolksdorf 2001). Die Argumentation der Befürworter einer „Entkopplungsthese“, dass sich neuerdings die Finanzmarktakteure nicht mehr an *realwirtschaftlichen Fundamentals* ausrichten würden, sondern in einem „selbstreferentiellen System“ gefangen seien (vgl. WEED 2001:6), übersieht freilich den Sachverhalt, dass die

Vermögensmärkte immer von der „Realsphäre“ entkoppelt sind, insofern an die Stelle der Kreditvergabe für unmittelbare Realgeschäfte jederzeit Kapitalbewegungen treten und unter Umständen zu Finanzkrisen führen können (vgl. Heine 2001). Solche Krisen sind jedoch nicht ursächlich an das Wachstum des Devisenumsatzes gebunden – wie auch die Geschichte der Finanzkrisen zeigt (vgl. Kindleberger 2002). Die Ausweitung von Devisenmarkttransaktionen verdankt sich zu einem Großteil dem Liquidität sichernden Interbankenhandel, also der Intensivierung der finanziellen Intermediation des Finanzsystems (vgl. Heine/Herr 1996:210; Tobin 1996:xvi). In Bezug auf den internationalen Devisenmarkt kann also nicht von einer krisenauslösenden „Überliquidität“ gesprochen werden.

Hiervon zu unterscheiden ist jedoch die spekulative Orientierung von Kapitalmarktakteuren, die sich bei internationalen Geschäften natürlich auch der Devisenmärkte bedienen.¹²⁸ Institutionelles *Herding* und *Noise Trading* sind als spekulative Verhaltensweisen auf Devisenmärkten anzutreffen und können zur Volatilität von Wechselkursen und anderen Finanzmarktpreisen beitragen (vgl. Menkhoff 1995:63ff). Eine Besteuerung solcher Devisenmarkttransaktionen durch eine Tobin-Steuer steht freilich vor dem Problem, die richtige Höhe des Steuersatzes zu finden, ohne den Liquiditätshandel auf dem Devisenmarkt zu sehr zu beeinträchtigen (vgl. WEED 2001:8). Ob es zudem gelingen kann, die flexiblen Wechselkurse – wie im ursprünglichen Ansatz von James Tobin angedacht – zu stabilisieren, hängt davon ab, inwieweit die spekulativen Kurzfristgeschäfte auf die Preisbildung am Devisenmarkt einwirken und durch die Tobin-Steuer eliminiert werden können. Solange die Spekulationsgewinne über dem Steuersatz liegen, werden internationale Kapitalströme nicht unterbunden. Bei flexiblen Wechselkursen sind die Wechselkurserwartungen oft relativ hoch, so dass eine Tobin-Steuer selbst in diesem Fall kurzfristige Währungs- bzw. Kapitalspekulationen nicht in jedem Fall verhindern kann. „Wichtiger ist, daß der langfristig motivierte Kapitalverkehr [z.B. Portfolio-Investitionen nach Mexiko im Vorfeld der Pesokrise, d.Verf.] – der auch die Form kurzfristiger Kapitalströme annehmen kann [ex post-betrachtet, d.Verf.] – durch eine Devisenmarkttransaktionssteuer [wegen der höheren Renditeerwartungen, d.Verf.] in keiner Weise tangiert wird.“ (Heine/Herr 1996:224)

Eine Tobin-Steuer kann schließlich Währungsspekulationen wie in der asiatischen Währungs- und Finanzkrise nicht verhindern, wenn wegen Abwertungserwartungen und/oder dem Eingehen offener Positionen von Währungsspekulanten hohe Spekulationsgewinne erwartet werden (vgl. Heine/Herr 1996:224; Huffs Schmid 1999:206).

Im Folgenden soll die modifizierte Devisentransaktionssteuer in Form des von Paul Bernd Spahn vorgelegten Entwurfes einer „*Two-Tier-Tax*“ (Spahn 1995; 2002) dahingehend diskutiert werden, ob sie in der Lage ist, die angesprochenen Defizite der klassischen Tobin-Steuer zu überwinden.

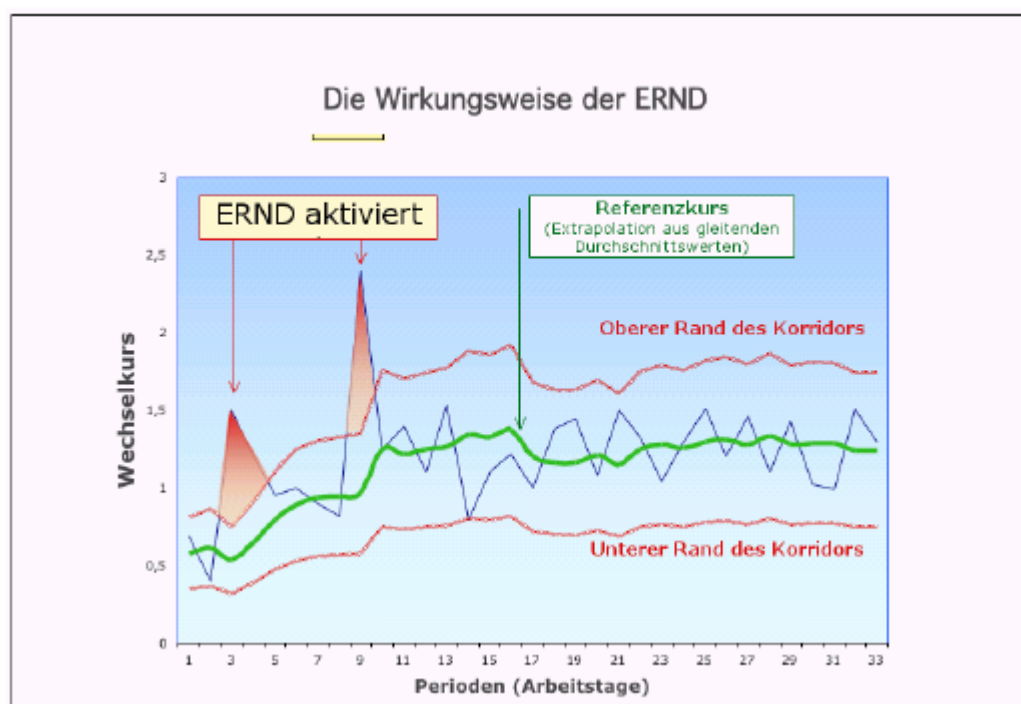
Die zweistufige Devisentransaktionssteuer nach Paul Bernd Spahn (2002)

Das *Two-Tier-System* – Spahn nennt seine Version einer Devisentransaktionssteuer auch TCCBT (*Tobin-cum-Circuit-Breaker Tax*) – beruht einerseits auf einer klassischen Tobin Tax, die mit einem Steuersatz von 1 bis 0,5 Basispunkten (=0,01 bzw. 0,005%) auf „relevante Devisenmarktoperationen“ angewandt werden soll. Hierzu zählt Spahn sowohl Kassageschäfte des Spot-Marktes als auch Termingeschäfte bis zu einer Laufzeit von einem Monat. Komplementär zu der in einer Zeitzone einzurichtenden abgeschwächten Version der klassischen

¹²⁸ James Tobin spricht hier von den *Customer-Related Transactions*, die aufgrund ihres spekulativen Charakters besteuert werden müssten (Tobin 1996).

Tobin-Steuer sollte dann auf unilateraler Basis in einer Entwicklungs- oder Transformationsökonomie eine Zusatzabgabe eingeführt werden, die der Abwehr von spekulativen Attacks dient. Spahn bezeichnet diese zweite Stufe seiner TCCBT als *ExchangeRate-Normalization Duty* (ERND). Voraussetzung für die Anwendbarkeit dieser Zusatzabgabe ist, dass die Währung des betroffenen Landes sich in einem Wechselkurskorridor bewegt, der durch die nationale Zentralbank als ein Schwankungsband um den durchschnittlichen gleichgewichtigen Wechselkurs angesteuert wird. Da sich Spekulation in einer abrupten Änderung des Wechselkurses äußert, werden Abweichungen des Wechselkurses von dem vorher definierten Wechselkurskorridor mit einer prohibitiv hohen Steuer (von 50 oder auch 100 Prozent) belegt.¹²⁹ Abbildung 7.2 veranschaulicht diesen Zusammenhang.

Abbildung 7.2: Wirkungsweise der ERND



Quelle: Spahn (2002: 23).

Diese hohe Zusatzabgabe greift nur bei entsprechend starken Wechselkursschwankungen. Im Gegensatz zu der Auffassung, dass dieser hohe Steuersatz langfristige Investoren abschrecken würde, erwartet Spahn vielmehr, „dass Langfristinvestoren zur Investition ermuntert werden. Die ERND wirkt nämlich ähnlich einer Versicherung [auf die Stabilität des Wechselkurses, d. Verf.].“ (Spahn 2002: 24) Ein zusätzlich positiver Effekt ergibt sich für die Autonomie der Zentralbank. Die Kosten der Wechselkursschwankungen werden nicht dem Entwicklungs- bzw. Transformationsland auferlegt, weil die Zentralbank nicht zur wechselkursstützenden und die internationalen Reserven vermindern Intervention auf dem Devisenmarkt gezwungen wird. Die Kosten der Währungsspekulation tragen wegen der hohen Zusatzabgabe die auf abrupte Währungsveränderungen hoffenden Spekulanten.

¹²⁹ Es sei hier erwähnt, dass der Steuersatz beim Austritt des Wechselkurses aus dem Wechselkurskorridor nicht sofort in vollem Umfang greift. Der effektive Steuersatz erhöht sich mit der zunehmenden Abweichung vom Wechselkurskorridor (vgl. Spahn 2002:23f).

Auch die technische Umsetzbarkeit einer Devisentransaktionssteuer belegt das Gutachten des Frankfurter Ökonomen. Die Konzentration des Währungshandels sowohl geographisch als auch marktbezogen erleichtert den Zugriff der Steuer auf die relevanten Devisenmarkttransaktionen. Im Gegensatz zu Überlegungen, die klassische Tobin-Steuer am Handelsplatz (*desk*) zu erheben (vgl. hierzu: Kenen 1996), befürwortet Spahn die Erhebung der Steuer im *Settlement*-Prozess, also beim Ausgleich der Konten. Ohne auf die Details der Implementation eingehen zu können (vgl. hierzu: Spahn 2002:47ff) soll hier lediglich erwähnt werden, dass Spahn auf die technische Entwicklung eines weltumfassenden *Realtime Gross Settlement Systems* auf privater Basis setzt, mit dessen Hilfe eine Besteuerung von Devisenmarkttransaktionen zu sehr niedrigen Transaktionskosten möglich wäre. Ergänzt werden müsste diese automatische Steuereintreibung jedoch durch die Einführung einer Berichtspflicht für Devisenmarkakteure, die nicht an einem offiziellen Zahlungssystem beteiligt sind.

Ein wesentliches Argument der Kritiker der Tobin-Steuer ist, dass es den privaten Akteuren gelingen kann, der Steuerpflicht zu entweichen. In bezug auf die Tobin-Steuer der Spahn'schen Variante bedeutet das die Frage nach der Steuervermeidung durch a) Ersetzen des Währungsgeschäfts mit Zentralbankgeld durch andere Finanzprodukte oder b) durch Verlagerung des Währungsgeschäfts in einen nicht regulierten nationalen Raum, etwa eines *Offshore Financial Centres* (OFC). Während der zweite Aspekt bereits mit Hinweis auf die geringen Transaktionskosten der Tobin-Steuer (0,01 bzw. 0,005 Prozent) im Vergleich mit den hohen Investitionskosten des Aufbaus eines Netzwerkes von Banken, Händlern und Infrastruktur in einem OFC zu entkräften ist, führt die erste Umgehungsmöglichkeit zu größeren Unsicherheiten. Eine Umgehung der Tobin-Steuer ist beispielsweise nach Barry Eichengreen (1999:89) durch folgenden Vorgang möglich: „If currency transactions were defined for tax purposes as the exchange of bank deposits in different currencies, traders could substitute the exchange rate of treasury bills denominated in those currencies and then sell those treasury bills for deposits.“ Dieser *Währungsswap* verursacht aber wegen des Marktpreisrisikos von staatlichen Wertpapieren zusätzliche Sicherungskosten, so dass auch hier die Wahrscheinlichkeit sehr gering ist, dass die Einführung einer Tobin-Steuer mit einem Steuersatz von 0,01 bzw. 0,005 Prozent zu einer Substitution von Zentralbankgeld als Grundlage von Devisenmarktgeschäften führt.

Unbeantwortet bleibt dagegen von Spahn (2002) die Frage, welchen die Kurzfrist-Spekulation noch eindämmenden Effekt diese erste Stufe seines TCCBT-Konzeptes haben soll. Seiner Auffassung zufolge werden kurzfristige Kapitalanleger – und nicht: Devisenmarkakteure –, die mit mechanistischen Extrapolationsverfahren (z.B. Chartanalyse) arbeiten, aufgrund der Tobin-Steuer daran gehindert, zu einem systematischen Abweichen der Währung von einem Gleichgewichtskurs beizutragen. Ob ein solches *Noise Trading* aber mit dem geringen Steuersatz verhindert werden kann, bleibt ungewiss (vgl. auch Dieter 2002:16). Die klassische Tobin-Steuer im Spahn'schen Konzept ist daher stärker wohl ein politisches Symbol und kann einen Fonds an Steuergelder bereit stellen. Vielleicht wäre es im Sinne von Patomäki sinnvoll, längerfristig eine internationale Tobin Tax Organisation (ITO) einzurichten, die über die Verteilung des erzielten Steuereinkommens bestimmt und die zur Grundlage einer reformierten und demokratischeren Weltwirtschaftsordnung werden kann, in der die Entwicklungs- und Transformationsländer stärker repräsentiert sind (vgl. Patomäki 2001:193ff).¹³⁰

¹³⁰ Die Spahn'sche Version der klassischen Tobin-Steuer könnte zudem in der Europäischen Union (einschließlich der Schweiz) eingeführt werden, ohne dass es gegenüber anderen Devisenmarktstandorten zu Nachteilen kommen

Der Kern der zweistufigen Devisenmarkttransaktionssteuer liegt in der ERND, die zur Stabilisierung der Wechselkurse eines Schwellen- bzw. Entwicklungslandes beitragen soll. Ihre Umsetzbarkeit ist jedoch daran gebunden, dass die inländische Währung nur auf den landeseigenen Finanzplätzen und nicht etwa auf Offshore-Finanzplätzen gehandelt wird. In einem solchen Fall müssen – wie am Beispiel Malaysias ersichtlich wurde – Kapitalverkehrskontrollen eingeführt werden (vgl. Dieter 2002:17).

Einzelner Baustein in einem Set von Steuerungsinstrumenten

Zusammenfassend lässt sich konstatieren, dass das Konzept einer zweistufigen Devisentransaktionssteuer (Tobin-Steuer-Plus) mit der ERND gegenüber den klassischen Konzepten einer Tobin-Steuer in der Lage ist, Währungsspekulationen abzuwehren. Zudem erhalten die Entwicklungs- und Transformationsländer die Möglichkeit, über die Einführung einer solchen Devisenmarkttransaktionssteuer selbst zu entscheiden. Das Konzept hat aber auch Defizite: Zum einen ist die erste – der klassischen Tobin-Steuer entsprechende – Stufe aufgrund ihres geringen Steuersatzes kaum in der Lage, die internationalen Währungsverhältnisse zu stabilisieren. Zum anderen bleibt die erfolgreiche Anwendung der zweiten Stufe – der so genannten ERND – daran gebunden, dass sich der Wechselkurs des Entwicklungslandes bzw. Schwellenlandes innerhalb des vorgegebenen Wechselkurskorridors bewegt. Unter den gegebenen internationalen Bedingungen und nach den Ergebnissen unserer bisherigen Analysen sollte eine Währungsanbindung jedoch stets mit der Regulierung kurzfristig orientierten Kapitals einhergehen, um sowohl übermäßige Nettokapitalimporte (und steigende Auslandsverschuldung) als auch abrupten Kapitalabzug vermeiden zu können. Die zweistufige Devisenmarkttransaktionssteuer geht dagegen davon aus, dass ein flexibles Wechselkursregime für ein Entwicklungsland am besten ist. Schließlich erfordert die Verhinderung von groß angelegter Währungsspekulation, dass eine Währung nicht auf unregulierten Offshore-Finanzplätzen gehandelt wird. Unter diesen Umständen ist die Devisenmarkttransaktionssteuer daher sowohl zur Verhinderung übermäßigen Nettokapitalimports als auch zur Bekämpfung der Währungsspekulation auf Kapitalverkehrskontrollen angewiesen. Aus diesem Grund hält Heribert Dieter die Tobin-Steuer auch in modifizierter Form für überflüssig (vgl. Dieter 2002:17). Für Entwicklungsländer jedoch, die sich für einen flexiblen Wechselkurs bzw. einen Wechselkurskorridor entschieden haben und deren Währung nicht außerhalb ihres eigenen Territoriums gehandelt wird, stellt die Tobin-Steuer in der von Spahn vorgeschlagenen zweistufigen, modifizierten Form ein interessantes Instrument dar, den kurzfristigen und

würde (vgl. Spahn 2002:4ff). Die politischen Auseinandersetzungen um eine Einführung der Tobin-Steuer, die zunehmend auch in der Europäischen Kommission an Attraktion gewinnt (EU-Kommission 2002), werden von einer massiven Abwehr jeglicher internationaler Bemühungen um eine Abschwächung der internationalen Steuerkonkurrenz im Allgemeinen und der Tobin-Steuer im Besonderen seitens der US-Regierung von George W. Bush geprägt. So wies bereits Heribert Dieter (2000:54ff) auf die Interessen der Wall Street als dem zentralen Hemmnis für eine Re-Regulierung der internationalen Finanzmärkte hin. Die Schwierigkeit, die US-amerikanische Außenpolitik von einem für die Stabilität der internationalen Beziehungen kontraproduktiven macht- und interessegeleitenden Unilateralismus abzuhalten, zeigt sich nicht nur – potenziert durch die Terroranschläge des 11. September 2001 – im Bereich der Sicherheitspolitik, sondern auch im Bereich der internationalen Finanzarchitektur. So sagte US-Präsident George W. Bush die Teilnahme an der ersten UN-Konferenz zu *Financing-For-Development* im mexikanischen Monterrey (März 2002) nur unter der Bedingung zu, dass der von einer Expertengruppe um den ehemaligen mexikanischen Präsidenten Ernesto Zedillo vorgelegte Bericht, der immerhin neben der Einrichtung eines globalen *Economic and Social Security Council* auch die Einführung einer Devisentransaktionssteuer in Erwägung zog, revidiert und in seinen Forderungen verwässert wurde (vgl. Martens 2002).

spekulativen Kapitaltransaktionen zu trotzen. Zudem besteht auch kein Grund, sie nicht als komplementäres Instrument in einem Baukasten unterschiedlicher Instrumente einzusetzen.

7.4. Perspektiven eines kooperativen Weltwährungssystems

Die theoretisch denkbaren Möglichkeiten einer neuen Weltwährungsarchitektur sind vielfältig und können im Rahmen dieser Studie nicht erschöpfend dargestellt werden (vgl. z.B. Herr 2001; Frenkel/Menkhoff 2000; Heise 2001). Wir möchten hier vielmehr der Frage nachgehen, welche Bedingungen ein Weltwährungssystem aufweisen müsste, in denen eine nachholende Modernisierung von Entwicklungsländern möglich wäre.

Internationales Währungssystem, Währungskonkurrenz und periphere Länder

Die Entwicklung seit dem Zusammenbruch des Währungssystems von Bretton Woods hat gezeigt, dass man nicht über die Erfordernisse einer internationalen Währungsordnung sprechen kann, ohne auf den Tatbestand zu verweisen, dass seit den siebziger Jahren eine internationale Geldwirtschaft entstanden ist, in die sich die Entwicklungs- und Transformationsländer der „Dritten“ und vormaligen „Zweiten Welt“ auf unterschiedliche Weise integriert haben (siehe Kapitel 2). Entstanden ist ein internationales Währungs- *und* Finanzsystem, welches durch ein Hierarchie von Währungen und eine weitgehende Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs gekennzeichnet ist. Ergebnis dieser Entwicklung ist eine zunehmende Wechselkursinstabilität zwischen den wichtigsten Währungen der Welt. Doch kurzfristige Schwankungen, die sich meist aus dem „Herdenverhalten“ kurzfristig orientierter Anleger erklären lassen, sind ein weniger großes Problem als längerfristige. Zum Problem werden die kurzfristigen Wechselkursinstabilitäten, wenn sie sich in mittelfristig wirkende *Verschiebungen* der Währungsrelationen zwischen den Leitwährungen verwandeln. Der Wechselkurs bestimmt sich entgegen der neoklassischen Kaufkraftparitätentheorie als Preis einer Währung über den internationalen Vermögensmarkt. Diejenige Währung, der die höchste Vermögenssicherungsqualität zugestanden wird, ist die Leitwährung. Nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems ist zwar der US-Dollar immer noch die zentrale Währung der Weltwirtschaft, allerdings nicht mehr unangefochten. Der zur Zeit festzustellende *Multiwährungsstandard* drückt eine starke Konkurrenz der Währungen um die höchste Vermögenssicherungsqualität aus. Das grundlegende Problem dieser Konstellation ist darin zu sehen, „daß für Wirtschaftssubjekte keine ausreichend stabile Währung zur Verfügung steht, da die Interaktion zwischen den führenden Weltwährungen durch Instabilität gekennzeichnet ist.“ (Herr 1996:269).

Zentraler Mechanismus für die Veränderung von Wechselkursverhältnissen zwischen den konkurrierenden Leitwährungen ist die erwartete zukünftige Vermögenssicherungsqualität der Währung, die – wie bereits erwähnt – in der Dialektik von Vermögenssicherung und – vermehrung verankert ist. Die Grundlagen für die Erarbeitung solcher Erwartungen sind vielfältig und historisch durchaus wandelbar. Letztlich müssen die ökonomischen Subjekte über die Verteilung ihres Vermögensportefeuilles dahingehend entscheiden, „komplexe Ländereinschätzungen auf Basis subjektiver Erwartungen zu erstellen.“ (ebd.:267) Instabile Wechselkurse und ein liberalisierter internationaler Vermögensmarkt führen die Wirtschaftssubjekte dazu, ihre Vermögenshaltung in verschiedenen Währungen zu diversifizieren.

Da es kein sicheres internationales Medium der Vermögenssicherung gibt, können bereits kleine Schocks die subjektive Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte erschüttern und zu hektischen Portfolioumschichtungen führen (vgl. Herr 2000:333ff).

Währungen von Entwicklungsländern verfügen über eine geringere Vermögenssicherungsqualität, die sich nicht aus den unzureichenden nationalen Finanzsystemen herleitet, wie das oftmals orthodoxe AutorInnen feststellen, sondern der Tatsache geschuldet ist, dass sie aus historischen Gründen oftmals über keine voll durchgesetzte geldwirtschaftliche Grundstruktur verfügen (vgl. z.B. Nicolas 1995). Entwicklungsländer versuchen daher, ihren nationalen Vermögensmarkt über die Anbindung ihrer Währung zu stabilisieren. Die im Zuge der neunziger Jahre durchgesetzte Liberalisierung ihrer Finanzsysteme und ihrer Kapitalbilanz setzt die Entwicklungsländer jedoch der Instabilität der internationalen Kapitalströme aus. Nebeneffekt des Zuflusses von Fremdkapital ist eine steigende Auslandsverschuldung des Entwicklungslandes, was umso problematischer wird, je stärker diese zunimmt. Verändern sich die Verhältnisse des internationalen Vermögensmarktes, ziehen internationale Geldvermögensbesitzer ihr Geld aus dem Land ab. Der Kapitalabfluss vollzieht sich oftmals zur Sicherung ihres Vermögenswertes einem Kaskadeneffekt gleich. Die folgende Abwertung der Entwicklungsland-Währung wird unumgänglich sobald die internationalen Devisenreserven nicht mehr zur Absicherung des Wechselkurses eignen. Die Abwertung führt zu einer potenzierten Auslandsverschuldung, selbst wenn das Land eine Netto-Gläubigerstellung aufweist, kann die Last der Bruttoauslandsschulden zu einem katastrophalen Währungs-, Finanz- und Wirtschaftskrise führen. Dies war – wie die Länderbeispiele gezeigt haben – der Fall in den Währungs- und Finanzkrisen der neunziger Jahre.

Eckpunkte einer entwicklungsländerfreundlichen Weltwirtschaft

Wie können Entwicklungsländer den Fallstricken (siehe Kapitel 2) der internationalen Währungskonkurrenz entgehen? Hansjörg Herr (2000:354ff) weist auf drei zentrale Bedingungen hin:

1. Ein System fester Wechselkurse zwischen den Weltreservewährungen;
2. Veränderung der Struktur der Leistungsbilanzen zwischen Zentren und Peripherie sowie
3. Steuerung der Kapitalströme in peripheren Ländern.

Die Instabilität der Leitwährungen des Multiwährungsstandards führt auch zu Interferenzen des internationalen Vermögensmarktes. Eine Stabilisierung dieser Währungen müsste konsequenterweise im Kontext eines Systems fester Wechselkurse erfolgen. Dies würde jedoch bedeuten, dass sich die beteiligten Länder bedingungslos dem wirtschaftspolitischen Primat der externen Stabilität unterwerfen müssten. Ein Zielzonenkonzept ist nicht ausreichend, um eine hohe Glaubwürdigkeit zu erzielen. Dies würde freilich erfordern, die institutionelle Struktur des internationalen Finanzsystems gewaltig zu ändern. Der IWF müsste dann seine originäre Funktion wieder übernehmen, Ländern zur kurzfristigen Verteidigung der festen Kurse beizustehen. Zudem müsst er Länder mit Leistungsbilanzüberschuss ebenso sanktionieren wie Länder mit Leistungsbilanzdefiziten.

Die feste Verankerung der Leitwährungen hat für die Peripherie den besonderen Effekt, dass sie den Währungsblock der Industrieländer als nominellen Anker benutzen könnten und von abrupten Währungsschocks – wie etwa im Vorlauf der Asienkrise – geschützt wären. Dieses

System fester Wechselkurse wird jedoch zur Stabilisierung der Weltwirtschaft nicht ausreichen, wenn es nicht gelingt die Leistungsbilanzströme zwischen den Industrie- und den Entwicklungsländern umzukehren. Um die Vermögenssicherungsqualität der Währungen der Entwicklungsländern zu stärken, müssten die Industrieländer nachhaltige Leistungsbilanzdefizite hinnehmen. Denn nur Länder mit Netto-Vermögenspositionen sind überhaupt in der Lage, eine souveräne Geldpolitik durchzuführen (vgl. Lünen gen. Klaaßen 1993). Schließlich müssten die Entwicklungsländer den Aufbau von Fremdwährungsverbindlichkeiten verhindern und insbesondere kurzfristige Kapitalimporte in Form von Krediten und Portfolioinvestitionen vermeiden. Kapitalimportkontrollen können dies relativ kurzfristig ermöglichen; zudem sollte die Kreditaufnahme im Ausland untersagt werden, sobald sie eine gewisse Summe übersteigt und ohne Grundgeschäft („offene Position“) ist, um massive Währungsspekulationen wie im Falle der Asienkrise zu verhindern.

Regionalisierung der Währungsbeziehungen als Zwischenlösung?

Die im voranstehenden Abschnitt skizzierten Anforderungen an eine entwicklungsländerfreundliche Weltwirtschaft können nur als Fernziel begriffen werden. Eine feste Bindung der Leitwährungen aneinander ist derzeit sehr unrealistisch. Krisenpräventiv könnten sich Entwicklungs- und Schwellenländer zu einem regionalen Währungsblock mit eigenständigem Fonds zusammenfinden. Ein solcher währungspolitischer Regionalismus ist aber sowohl ökonomisch wie politisch höchst voraussetzungsvoll wie die Versuche im Anschluss an die Asienkrise gezeigt haben, einen asiatischen Währungsfonds ins Leben zu rufen (vgl. Dieter 2001:236ff).

Auch Jörg Hufschmidt (2001:216ff) setzt mittelfristig auf regionale Währungssysteme, die sich an den Erfahrungen der Kooperation innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) orientieren sollten. Allerdings bedarf es auch einer starken wirtschaftspolitischen Koordination der Geld- und Finanzpolitik zwischen den Mitgliedsländern. Dabei weist er auf die negative Erfahrung hin, dass innerhalb des EWS die bundesdeutsche Geldpolitik mit ihrer äußerst restriktiven Politik das Solidaritätspotenzial des EWS systematisch untergraben hat. Diese Gefahr besteht demnach auch in den Regionalisierungsbemühungen, wenn das Kernland seine unvermeidbare wirtschaftliche und politische Hegemonie zu seinen Gunsten ausnutzt.

Ein regionaler Währungsverbund hätte freilich auch Auswirkungen auf das Weltwährungssystem und seine ihm zu Grunde liegende institutionelle Struktur. Der IWF müsste die regionalen Währungsfonds mit finanziellen Ressourcen ausstatten, so dass diese im gegebenen Fall schnell als *Lender Of Last Resort* fungieren könnten.¹³¹ Ein solcher sollte zudem nur dann eingeführt werden, wenn sichergestellt ist, dass die Gefahr des *Moral Hazard* dadurch ausgehebelt ist, dass die privaten Gläubiger aus den wirtschaftlich stärkeren Ländern im Fall der Zahlungsunfähigkeit der Gegenpartei an den entsprechenden Umschuldungsverfahren partizipieren und sich dementsprechend krisenpräventiv verhalten (siehe Kapitel 6 und Kapitel 8). Zudem müssten die Kernwährungen der regionalisierten Währungssysteme wiederum untereinander kooperieren, um

¹³¹ Als *Lender Of Last Resort* fungiert zur Zeit faktisch der Internationale Währungsfonds. Allerdings sind dessen Finanzmittel ebenso begrenzt wie die eines regionalen Währungsfonds, denn ein *Lender Of Last Resort* auf internationaler Ebene unterscheidet sich von einem „echten“ auf nationaler Ebene dadurch, dass er – solange es keine echtes „Weltgeld“ gibt – kein eigenes Geld emittieren kann.

exogene Schocks auf die regionalen Währungsräume zu verhindern.¹³² Ein Wechselkursregime zwischen den G-3-Ländern ist demnach das Herzstück der neuen internationalen Finanzarchitektur (Council on Foreign Relations 1999:129).

8. Internationales Insolvenzrecht für Staaten

Auf der Herbsttagung des Internationalen Währungsfonds und der Weltbank in Washington D.C. im Jahr 2002 wurde der IWF vom *International Monetary and Financial Committee* (IMFC) mit der Weiterentwicklung eines internationalen Insolvenzverfahrens beauftragt. Der IWF-typische vierstellige Code dafür lautet SDRM: *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*. Gemäß diesem Mechanismus soll einer überschuldeten Regierung vorübergehend Gläubigerschutz gewährt werden, um eine geordnete Umschuldung durchführen zu können.

Vor allem private Finanzinstitute in den Metropolen sträuben sich bislang gegen einen SDRM, da nach deren mehrheitlicher Einschätzung die Existenz eines internationalen Insolvenzrechts die stets postulierte fiskalische Konsolidierungspolitik einer Regierung eines Schwellenlandes mit dem Hinweis auf die Bankrotterklärungsoption leichtfertig aufgegeben und eine Neuverschuldung attraktiver würde. Vor dem Hintergrund dieser Befürchtung müsste allerdings aus der Sicht von Schuldnerländern gefragt werden, warum sie im Falle von Währungs- und Finanzkrisen unbedingt ihre Zahlungsverpflichtungen erfüllen wollen. Immerhin besteht theoretisch die Möglichkeit, anstelle einer Inanspruchnahme von umfangreichen und an wirtschaftspolitische Auflagen gebundenen Finanzhilfen die Zahlungsunfähigkeit des Staates zu erklären (Schuldenmoratorium, vgl. Frenkel/Menkhoff 2000:93f). Das hängt in erster Linie mit der Abhängigkeit der Peripherie von Kapitalströmen zusammen, die in Folge eines Moratoriums versiegen könnten, da das Vertrauen von Investoren nachhaltig negativ beeinflusst sein dürfte. Eventuelle neue Kapitalströme würden schließlich mit einer erhöhten Risikoprämie versehen, was die Kreditaufnahme erheblich verteuern würde. Mit anderen Worten ist die eingangs genannte Befürchtung der Mehrheit privater Finanzinstitute bezüglich der Effekte eines internationalen Insolvenzrechts unbegründet, da die Insolvenz für die meisten Länder keine wirtschaftspolitische Alternative darstellt. Warum dann überhaupt ein solches Verfahren? Die Gründe liegen im potenziell präventiven Charakter eines internationalen Insolvenzrechts.

Das Kapitel gliedert sich wie folgt: Zuerst wird die Entstehungsgeschichte der Idee eines Insolvenzrechts für Staaten dargestellt und im Anschluss werden Probleme der aktuellen Form des geplanten Regelwerks diskutiert.

Von Adam Smith zur Krueger-Initiative

Der anvisierte SRDM¹³³ geht zurück auf eine lange Diskussion um die Zweckmäßigkeit und Notwendigkeit eines Insolvenzrechts für Staaten. Der erste Vertreter einer solchen Regelung war Adam Smith, der in der Zahlungsunfähigkeitserklärung den „am wenigsten entwürdigenden“ Weg für einen Schuldner-Staat genauso wie für den überschuldeten Einzelnen sah: „When it

¹³² Dies ist auch deswegen notwendig, weil der internationale Handel mit Gütern und Dienstleistungen auch zwischen den Makroregionen verläuft und verlaufen soll. So gesehen ist ein offener Regionalismus eine Grundvoraussetzung für eine stabile Weltwirtschaft.

¹³³ Zur Frühjahrstagung des IWF und der Weltbank im April 2003 soll ein beschlussreifes Konzept vorliegen [letzte Aktualisierung: Oktober 2002, d. Verf.].

becomes necessary for a state to declare itself bankrupt, in the same manner as when it becomes necessary for an individual to do so, a fair, open and avowed bankruptcy is always the measure which is both least dishonourable to the debtor, and least hurtful to the creditor.” (S. 564-565 in der 1776er Ausgabe, gefunden in: Rogoff/Zettelmeyer 2002:3) Damit spricht Adam Smith bereits 1776 den Insolvenzmechanismus in seinen Kernpunkten an und wird heute oftmals als Bezugspunkt von liberal-ökonomisch verwurzelten IWF-Politikern bei der Propagierung der Idee herangezogen. Dagegen ist der Beginn der aktuellen Diskussion um die Etablierung eines internationalen Insolvenzrechts eher auf heterodoxe Theoretiker im Nord-Süd-Dialog zurückzuführen.

Bereits in den späten 70er Jahren kam das Insolvenzrecht für Staaten in die wissenschaftliche Diskussion, aber erst mit den Erfahrungen aus den Finanzkrisen der 90er Jahre wurde die Idee von NROs und anderen Gruppen (speziell der UNCTAD) wieder aufgegriffen. Im Anschluss an die Mexiko-Krise hielt Jeffrey Sachs im Jahr 1995 ein einflussreiches Plädoyer für ein internationales Insolvenzrecht (Sachs 1995).¹³⁴ Seit 1999 wird im IWF ein erster Vorschlag diskutiert, in die Verträge der von Staaten begebenen Anleihen Klauseln aufzunehmen, die es einer qualifizierten Mehrheit der Investoren gestatten würden, einer Umschuldung oder Teilabschreibung der investierten Beträge zuzustimmen. Diese Idee wurde von Anne Krueger, der Vize-Direktorin des IWF, aufgegriffen und soll nun in Form des SDRM über den IWF in die Tat umgesetzt werden (Krueger 2002). Erklärtes Ziel eines Insolvenzverfahrens oder einer entsprechenden Regelung muss es sein, einem verschuldeten Land während einer geordneten Umschuldung den Zugang zu neuen Krediten offen zu halten.

Während in Europa, allen voran in Deutschland¹³⁵, der Vorschlag Kruegers auf Zustimmung trifft, sträubte sich bislang vor allem die US-Regierung gegen ein solches Verfahren, gab ihren Widerstand jedoch im Vorfeld der Herbsttagung 2002 auf¹³⁶, wodurch US-Finanzinstitute ihren wichtigsten Lobbyisten gegen das Vorgehen verloren haben. US-Banken und andere

¹³⁴ Dabei konnte Sachs bereits auf einen Pool an Studien über die Problematik zurückgreifen, wie Kenneth Rogoff und Jermin Zettelmeyer (2002) in ihrem *Survey* der Prä-1995-Literatur herausfanden. Sie betonen, dass die aktuelle Debatte viele Ingredienzien der alten Debatte beinhaltet: So z.B. die grundlegende Analogie nationaler Konkursprozedere und deren Übertragungsmöglichkeit auf die internationale Ebene, die in einem ersten Rahmenmodell von Oechsli im Jahr 1981 theoretisiert wurde. Es folgten weitere Studien von Bulow/Rogoff (1988), die Moral-Hazard-Phänomene in Anwesenheit Internationaler Finanzinstitutionen und der Gläubigerregierung modellierten. Eaton/Gersovitz (1981), Cohen/Sachs (1982) und Bulow/Rogoff (1989) hinterfragten die Gründe für die hohen Kosten von *Defaults* speziell in Hinblick auf die Möglichkeiten eines entsprechenden Konkursrechts, mindernde Auswirkungen auf die Kosten haben zu können. Konkrete Untersuchungen, wie nationales Konkursrecht auf die internationale Ebene übertragen werden kann, untersuchten Cohen (1989), Raffer (1990) und Williamson (1992). In deren Studien ging es um Fragen, ob und wie ein internationales Tribunal Gläubiger-Schuldner-Verhandlungen überwachen und vermitteln und Einfluss auf den Reputationsverlust des Schuldnerlandes haben kann. Raffer (1990) empfahl, ein US-amerikanisches Regularium zum Vorbild zu nehmen: gemäß Artikel 9 des U.S. Bankruptcy Code können sich Gebietskörperschaften zahlungsunfähig erklären. Er verhindert sog. *Collective Action*-Probleme, indem es die Schritte der Schuldenrestrukturierung genau vorschreibt (dazu mehr weiter unten).

¹³⁵ Am 15. März 2002 hat der Deutsche Bundestag als erstes Parlament im Kreis der G7 die Regierung aufgefordert, auf ein Internationales Insolvenzverfahren für verschuldete Entwicklungsländer hinzuwirken.

¹³⁶ Allerdings setzte die US-Regierung durch, dass die von Banken und institutionellen Investoren bevorzugte „marktkonforme“ Strategie weiter verfolgt wird. Hierbei handelt es sich um die Einführung von Mehrheitsklauseln (*Collective Action Clauses*), die Bestandteil von Staatsanleihen sein sollen und in denen sich die Käufer dazu verpflichten, sich im Falle von Umschuldungsmaßnahmen Mehrheitsvoten zu beugen. Solche *Collective Action Clauses* könnten nur an künftige Anleihen angehängt werden, was auch der wesentliche Unterschied zum geplanten Insolvenzrecht ist. Ein Problem wäre zudem die Verteuerung von Anleihenbegehungen mit einem zusätzlichen Risikoaufschlag als Ausgleich für die Aufnahme von Mehrheitsklauseln.

institutionelle Investoren treten in der Regel als dominante Gläubiger in Schwellenländern auf.¹³⁷ In den Krisen der 90er Jahre war es gängigerweise der Fall, dass das US-Finanzministerium über die multilateral gespeisten Beistandskredite des IWF US-Fonds und -Banken (deshalb auch „*Wall-Street-Treasury-IMF-Complex*“) auskaufen ließ (*Bail-out*). Deren Verluste hielten sich dadurch in Grenzen, wenn auch das Land, das unter dem Kapitalabzug in eine schwere Krise gestürzt wurde, oftmals aufgrund der extremen Schuldenlast in einer tiefen Rezession verharnte und der Zugang zu frischem Kapital für lange Zeit versperrt blieb. Durch ein Insolvenzrecht würden die Gläubiger unmittelbar in den Umschuldungsprozess integriert werden (*Bail-in*), was der Praxis der 90er Jahre zuwiderläuft und für die Gläubiger die Hinnahme von Verlusten bedeuten kann. Wie in der Analyse der Krisen deutlich wurde, war die Art der Überschuldung der Länder nicht notwendigerweise selbstverschuldet, sondern Teil eines Entwicklungskonzepts, das großen Schwankungen unterlag und auf Nettokapitalimporte angewiesen war. „Irrationaler Überschwang“ und andere Grundbedingungen führten zu einem externen *Debt Pushing*, dem die Zentralbankensysteme in den Schwellenländern nur bedingt begegnen konnten – ein Teufelskreis, dessen Ursprung nicht einfach in der (korrupten oder *crony*) Politik einer Regierung zu lokalisieren ist.

Hinter der Idee des internationalen Insolvenzrechts steht darauf aufbauend die Vorstellung einer (markt-)gerechten Lastenverteilung der Schuld(en) auf Gläubiger und Schuldner.¹³⁸ Die Existenz eines internationalen Insolvenzrechts würde vor allem auch präventive Wirkung auf „irrational überschwängliche“ ausländische Investoren haben, da der IWF künftig nicht mehr gezwungenermaßen als *Lender of Last Resort* zum *Bail-out* des investierten (privaten) Kapitals auftreten würde und die Idee daher auch vom IWF begrüßt wird: „The presence of a formal mechanism [...] would help convince private institutions that the official sector is not waiting on the sidelines to bail them out when things go wrong. This could reduce the overall volume of capital flowing into emerging markets. But that would be no bad thing if it meant that creditors and debtors were assessing risk more appropriately” (Krueger 2002). Das heißt auch, dass die Tatsache, dass viele Krisen der 90er Jahre Krisen der Privatwirtschaft waren, und ein damals bereits existierendes Insolvenzrecht für Staaten nicht die gewünschte *reaktive* Wirkung gehabt hätte (bestes Beispiel ist die Asienkrise), kein Argument gegen die Einführung einer solchen Regelung ist. Die disziplinierende Wirkung muss genauso in Betracht gezogen werden, wie der eigentliche Zweck eines Insolvenzrechts, der im aktuellen Verschuldungsfall Argentiniens zur Geltung kommen würde.

Collective-Action-Probleme und das Insolvenzverfahren

Ein Insolvenzrecht erfüllt die grundlegende Aufgabe der Schlichtung bzw. Abwicklung eines Streits zwischen Gläubiger und Schuldner. Ziel eines geregelten Insolvenzverfahrens ist die

¹³⁷ US-amerikanische Hedge-, Investment- und Pensionsfonds sind gemessen an ihrem Investitionsvolumen die größten der Welt (sie verwalteten im Jahr 1996 rund 50 Prozent des weltweit durch institutionelle Anleger verwaltete Vermögens; zum Vergleich: Deutschlands Anteil liegt bei 5 Prozent, vgl. BIZ 68. Jahresbericht:96ff). Alleine der Pensionsfonds der öffentlichen Bediensteten von Kalifornien, *California Public Employees' Retirement System (CalPERS)*, hat ein Anlagevolumen von über 100 Mrd. USD. Die Umschichtung von Summen dieser Größenordnung kann eine ganze Region in eine Krise stürzen, wie die Asienkrise der Jahre 1997 und 1998 gezeigt hat. Die systemische Instabilität wird durch die zunehmende Größe der *Global Player* unter den institutionellen Anlegern erheblich erhöht (vgl. Guttman 1998).

¹³⁸ Auch Kunibert Raffer betont zurecht: „Insolvency is not an act of mercy but of economic reason [...]” (Raffer 2001:367).

Vermeidung von *Collective-Action-Problemen* (CAP). Danach haben Gläubiger im Insolvenzfall ein veritables Interesse, ihr Geld zurückzubekommen und zwar vor allen anderen Gläubigern (schließlich sinkt die Wahrscheinlichkeit einer Rückzahlung der Schuld je länger sich der Zahlungsverzug hinzieht). Aus CAPs resultieren in der Regel unkontrollierte Zustände, die sowohl dem Schuldner als auch den Gläubigern schaden. Jeffrey Sachs (1995:7ff) erklärt das Prozedere einer unregelten Insolvenz am Beispiel eines Unternehmens. Er benennt drei Stufen der Umschuldung, die CAP-anfällig sind:

- (1) Der Ausbruch einer Insolvenz führt im Regelfall zu einem *Creditor Grap Race* (ebd.:7), in dem jeder Gläubiger der erste sein will, dessen ausstehende Schuld bedient und zurückgezahlt wird. Dieses individuell rationale Verhalten kann schnell zur Liquidierung eines Schuldners führen.
- (2) Während der Restrukturierungsphase selbst benötigt das Unternehmen oftmals neues Kapital (*Fresh Loans*), um die profitablen Bereiche oder den Grundbetrieb am Laufen zu halten.¹³⁹ Durch die Last alter Schulden (*Non Performing Loans*) besteht für einen Kreditgeber kein Anreiz, neue Kredite zu vergeben, wenn nicht gesichert ist, dass sein neuer Kredit vor den älteren Forderungen zurückgezahlt wird.
- (3) Während der Korrektur der Bilanzen, in deren Fortgang Schulden z.T. abgeschrieben werden um Zahlungsfähigkeit und ausstehende Schuld wieder in ein realistisches Verhältnis zu bringen, oder Schulden in Aktien/Anteilsscheine umgewandelt werden oder schlicht die Zahlungen zeitlich nach hinten verschoben werden (*Roll-Over*), stellt sich erneut das CAP, da jeder Gläubiger daran interessiert sein muss, dass gerade ein anderer Gläubiger Zugeständnisse wie Abschreibungen macht.

Sachs (1995) wie auch Raffer (1990) plädieren vor dem Hintergrund der CAPs für eine Übertragung der Insolvenz-Artikel 9 (für Gebietskörperschaften) und 11 (für Unternehmen) des *U.S. Bankruptcy Code* auf staatliche Schuldner. Die beiden Artikel schreiben ein geordnetes Insolvenzverfahren vor, das im Kern auf drei Elementen aufbaut: Die *Automatic Stay Provision* legt fest, dass eine Schuldeneintreibung von Seiten eines Gläubigers vor Aufnahme des Insolvenzverfahrens nicht möglich ist. Dieses Verbot bleibt solange aufrecht erhalten, bis der *Reorganization Plan* in Kraft getreten ist. Zweitens wird darin festgelegt, dass die Versorgung mit Kapital für die laufenden Kosten (*Working Costs*) gesichert sein muss (*Debtor-in-Possession (DIP) Financing*). Unter der Ägide des Insolvenzgerichts ist es dem Schuldner demnach möglich, neue Kredite aufzunehmen, weil gesichert ist, dass die Rückzahlung der frischen Kredite Priorität gegenüber den alten Krediten hat. Die Einwilligung der (oftmals) heterogenen Gläubigerstruktur für den *Reorganization Plan* kann entweder direkt durch die Zustimmung der *Creditor Classes* oder auf Anordnung (*Cramdown*) des Gerichts erfolgen.

Die Anwendung solcher Konkursprinzipien auf souveräne Schuldner, also Regierungen, wirft einige grundsätzliche Fragen auf. Dennoch liegen dem normativen Gedanken eines internationalen Insolvenzrechts ähnliche Problemstellungen zugrunde, wie sie für die Formulierung eines entsprechenden Verfahrens auf Unternehmens- oder eben

¹³⁹ "It is sometimes naively argued that a bankrupt firm should not borrow more, since it has already evidently borrowed 'too much'. This confuses the burden of the stock of pre-existing debt, which is a fixed cost, with the marginal productivity of a new loan, which might be very high, and therefore merited on efficiency grounds" (Sachs 1995:7).

Gebietskörperschaftsebene existieren. Wenn eine Regierung den nationalen Insolvenzfall ausruft, dann müssen die Schulden gemäß eines Plans restrukturiert werden (Liquidierung ist aufgrund des souveränen Charakters eines Staates ausgeschlossen), um das *Grab Race* zu verhindern bzw. den Umschuldungs- oder Abschreibungsprozess zu koordinieren. Artikel 9 schreibt neben dem Ablauf des Insolvenzverfahrens ein weiteres entscheidendes Moment fest. Es wird explizit anerkannt, dass Regierungen ihre politischen Funktionen weiter wahrnehmen, ohne Rücksicht auf finanzielle Verpflichtungen. Artikel 9, §940 beinhaltet, dass das Insolvenzgericht „may not interfere with

- (a) any of the political or governmental powers of the debtor;
- (b) any of the property or revenues of the debtor;
- (c) the debtor's use of enjoyment of any income-producing property” (zit. n. Sachs 1995:9).

Die Tatsache, dass der Schuldner eine Regierung ist, wird nicht als Hinderungsgrund für ein Insolvenzgesetz betrachtet, sondern im Gegenteil als zusätzliche Motivation um die politische Handlungsfähigkeit der Regierung aufrechtzuerhalten. Jeffrey Sachs betrachtet die staatliche Insolvenz aus einer politik-philosophischen Perspektive und sieht in der Regelung die Möglichkeit, den Abstieg in eine Hobbes'sche Welt aufgrund finanzieller Schwächen des Staates zu verhindern: „The essential task is to keep the state functioning in an orderly and necessary manner – in provision of law enforcement, public order, a stable currency, basic social protection, and necessary public infrastructure – while at the same time eliminating the underlying economic policies that led to the disorder” (Sachs 1995:10).

Anne Krueger (2002) konkretisierte den Gedanken der koordinierten Schuldenrestrukturierung auf dem Jahrestreffen des *Bretton Woods Committee* im Juni 2002 und betonte, dass die Schlüsselherausforderung in der Koordinierung der diffusen Gläubiger- und somit der Rechtsstruktur liegt: „Different creditors seek enforcement of their rights in different legal jurisdictions.“ Systemischer Hintergrund der gewachsenen Heterogenität der Gläubiger- und somit Gesetzesstruktur ist der Wandel der Finanzierung von Schuldernationen in den 90er Jahren. Die verstärkte Substituierung von *Syndicated Bank Loans* (Phänomen der 80er Jahre) durch *Bond Issues* resultierte darin, dass Schulden in verschiedenen Rechtssprechungssystemen verankert sind. Somit führte (auf Basis der geltenden Verträge zu internationalen Anleihen) der Einbezug von Anleihen in die Umschuldungsvereinbarungen ohne vorherige einstimmige Zustimmung aller Anleihegläubiger zu einer Flut von Rechtsstreitigkeiten mit den Anleihenbesitzern (vgl. Frenkel/Menkhoff 2000:97f). Als Folge sind notwendige Restrukturierungsmaßnahmen sehr viel komplizierter und weniger vorhersagbar geworden als in den 80er Jahren (vgl. Krueger 2002:2). Schließlich muss es darum gehen, einen neuen Rahmen zu schaffen, der die heterogene Gläubigerbasis, also auch die „Dissidenten“ (*Dissident Creditors*), bündelt und die Abwicklung koordiniert bzw. festschreibt. Dafür soll ein Forum (*Dispute Resolution Forum*) geschaffen werden, das die Verfügungsmacht über die Durchführung des Verfahrens haben wird. Der Weg dorthin führt über zwei Stufen (*Two-Track Approach*): Zuerst sollen *Super Collective Action Clauses* möglichst viele Forderungen von Seiten der Gläubiger im Falle einer Zahlungsunfähigkeit bündeln und zusammenführen. Im zweiten Schritt soll es durch die Vertragsbindung einer qualifizierten Mehrheit von Gläubigern ermöglicht werden, ein Abkommen mit dem Schuldner zu schließen, das die übrigen Gläubiger mit einbindet und das „*Grab Race*“ unterbindet. Somit würde das Problem der heterogenen Rechtssprechungsbasis aufgehoben werden, da die Vertragsverpflichtung gesetzliche Uniformität in allen Rechtssprechungen herstellen würde.

Diese Vertragsverpflichtung soll durch die Aufnahme in die *Articles of Agreement* des IWF, wahrscheinlich als *Amendment* (Gesetzesnovelle), internationaler Standard werden. Das bedeutet, dass für die Umsetzung des Insolvenzplans eine Satzungsänderung des IWF nötig ist, die nur mit mindestens 85 Prozent der Stimmen beschlossen werden kann und zudem noch von allen 183 Mitgliedsländern ratifiziert werden muss, was auf einen langwierigen Prozess hindeutet.

Neben diesem technisch-politischen Problem wirft die Krueger-Initiative aber noch mehrere Fragen auf, von denen in erster Linie die geplante Doppelrolle des IWF skeptisch stimmt. Die Überwachungsinstanz des Insolvenzverfahrens, also das *Dispute Resolution Forum* (DRF), soll nach den Vorstellungen von Krueger vom IWF-Stab unabhängig sein, da der Konflikt zwischen der Gläubiger- bzw. *Lender-of-Last-Resort*-Rolle des Fonds und der einer neutralen Schiedsinstanz zu eklatant wäre. Dennoch hält sie den IWF als einzige vorhandene internationale Organisation für eine solche Aufgabe für kompetent, was an der formulierten Unabhängigkeit von Beginn an zweifeln lässt. Da auch im nationalen Recht Insolvenzgericht und Geldgeber naturgemäß stets voneinander getrennt sind, spricht sich Krueger für die Loslösung des Schiedsgerichts vom *Executive Board* und des gesamten Stabs des IWF aus, mit der Einschränkung, die Kompetenzen des DRF maßgeblich zu begrenzen: „This role could not [...] be played by the Executive Board of the IMF. Not only do Executive Directors lack the necessary expertise, but their decisions could be thought to be influenced by the Fund’s role as a creditor and by the representation of the debtor and bilateral creditors on the Board. Indeed, the dispute resolution forum should operate – and been seen to operate – independently not only of the Executive Board, but also of the governors, management and staff of the IMF. The flipside of this *independence* is that the role of the dispute resolution forum should be *strictly limited*“ (Krueger 2002:4; Hervorhebung d.Verf.). Es ist zu befürchten, dass die faktische Unabhängigkeit nicht gewährleistet sein wird, wenn das DRF dennoch beim IWF als Institution angesiedelt ist. Prinzipiell ist es zu begrüßen, dass der IWF die Notwendigkeit der Neutralität des DRF anerkennt und das Forum außerhalb der Exekutive des Fonds ansiedeln will. Auf der anderen Seite wird der Stab des DRF aller Voraussicht nach vom IWF aufgrund der vorhandenen Expertise eingesetzt und somit zwar rechtlich aber nicht personell von den Interessen eines der wichtigsten Gläubiger getrennt sein. Um potenzielle Interessenskonflikte im Insolvenzfall von vorneherein auszuschließen, sollte das geplante Schiedsgericht deshalb gänzlich unabhängig vom IWF beim Internationalen Gerichtshof in Den Haag angesiedelt sein. Die Kompetenzen eines globalen Schiedsgerichts müssen der Aufgabe angemessen und dürfen nicht auf die Verkündung von durch den IWF gefilterten Daten und Programmen (Konditionen) beschränkt sein. Im Falle einer unscharfen Trennung von IWF und DRF wäre die Idee eines internationalen Insolvenzrechts nicht erfüllt und die Umsetzung zu verwerfen.

Schlussfolgernd ist der Gedanke und die Umsetzung eines internationalen Insolvenzrechts unter Wahrung der formellen und faktischen Unabhängigkeit und Neutralität des Schiedsgerichts zu befürworten, da es vor allem disziplinierenden Charakter auf Investitionsentscheidungen großer institutioneller Investoren und Banken aus den Zentren haben wird und somit zuallererst präventiv wirkt. Außerdem würde die Realisierung eines Insolvenzverfahrens für Staaten eine wichtige Regelungslücke schließen, da die Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs bislang nicht mit einem entsprechenden Regelwerk ausgekleidet wurde, das im nationalen Raum als selbstverständlich betrachtet wird.

Schluss

Mexiko, Brasilien, Argentinien und die südostasiatischen Tigerstaaten wurden auf ihrem Entwicklungsweg in den neunziger Jahren durch Krisen erschüttert und um Jahre zurückgeworfen – im Falle Argentiniens ist ein Ende der Krise nicht absehbar. Dadurch hat sich die Situation der dort lebenden Menschen schlagartig verschlechtert, weil Arbeitslosigkeit und in der Folge Armut das spürbarste Resultat der Währungs- und Finanzkrisen waren und noch immer sind. Die Ursachen der Krisen sind vielfältig. Der Anspruch dieser Studie war daher die Ursachenfindung solcher Entwicklungskrisen und die Erarbeitung vorbeugender Maßnahmen, die Schwellen- und Entwicklungsländern künftig einen störungsfreieren Entwicklungsweg ermöglichen könnten. Notwendig hierfür wäre eine einschneidende Reform der bisherigen internationalen Finanzarchitektur – ein politisches Projekt vom Format der Verträge von Bretton Woods. Bereits für die Realisierung einzelner Regulierungsansätze müsste sich zuerst die Struktur des herrschenden Reformdiskurses ändern, wofür eine Paradigmenverschiebung in der Wirtschaftswissenschaft wie auch in den internationalen Beziehungen unumgänglich wäre.

Unserer Auffassung nach war es kein Zufall, dass ausgerechnet die genannten Länder in eine Währungs- und Finanzkrise geraten sind: Das entscheidende verbindende Merkmal aller Krisenländer war die Öffnung hin zum internationalen Kapital, das fortan die Spielregeln bestimmte und die nationale Steuerungsfähigkeit unterminierte. Unsere **Ausgangshypothese** baute darauf auf, dass bei den gegebenen Bedingungen auf den internationalen Finanzmärkten und einer über externe Finanzierung ablaufenden Industrialisierungsstrategie, die zwangsläufig mit einem Aufbau von Fremdwährungsverbindlichkeiten einhergeht, eine Währungs- und Finanzkrise systematischer Bestandteil sozioökonomischer Entwicklungsprozesse ist. Das grundlegende Dilemma der Entwicklungs- und Schwellenländer besteht darin, dass sie einerseits auf externes Kapital angewiesen sind, ihnen andererseits aber genau dieses Kapital zum Verhängnis wird, weil es ganz spezifische Merkmale aufweist: Es ist kurzfristiger Natur und anderen Währungsursprungs (*Hot Money*).

Da es sich bei der Öffnung der Kapitalmärkte in erster Linie um eine (wirtschafts-)politische Zwangslage handelte, können monokausale Analysen der Krisen, die oftmals landesinterne Versäumnisse und Fehler betonen, deren Ursprung nicht hinreichend erklären. Priorität der vorliegenden Studie war deshalb ein offener Zugang der Analysen auf der Basis einer Auseinandersetzung mit den ökonomietheoretischen Paradigmen und den ihnen zugrunde liegenden Methodologien im Forschungsfeld „Finanzmärkte und Entwicklung“. Reale und monetäre Aspekte wurden genauso wie die systemische Diskrepanz zwischen Industrie- und Entwicklungs-/Schwellenländern integrativ problematisiert und evaluiert, mit dem Ergebnis, dass den Krisenländern ein geringerer Teil der Schuld zugeschrieben werden muss, als dies gemeinhin herausgestellt wird. Zweifelsohne gab und gibt es Phänomene wie *Crony Capitalism* (Vetternwirtschaft), Korruption, Intransparenz und Verschwendung in diesen Ländern, allerdings verleiteten diese Fremdkapitalströme nicht dazu, das Land zu meiden, im Gegenteil: enge Verbindungen zwischen Politik, Industrie- und Finanzkapital wurden als ein Garant für Stabilität betrachtet. Zudem ist der Aspekt der Korruption und des Wirtschaftsbetruges bekanntlich nicht auf diese Länder beschränkt. *Crony Capitalism* für die Krisen verantwortlich zu machen, überschätzt die Handlungsspielräume der involvierten Akteure, denen mit der Öffnung der

Kapitalmärkte und der Fixierung des Wechselkurses weitgehend die Hände gebunden waren. Dies ist auch eines der wesentlichen Erkenntnisse der Länderstudien: der prekäre Status externer Finanzierungsbedingungen. Dabei erhöht eine hohe Verschuldung in ausländischer Währung das Risiko einer Finanzkrise speziell über den Fristigkeits- und den Wechselkursmechanismus (*Term* und *Currency Mismatch*). Ausländisches, kurzfristig angelegtes Kapital floss oftmals in inländische Langfristprojekte, was bei der Umkehr der Kapitalströme und dem Zusammenbruch des Wechselkursverhältnisses zu untragbaren Schuldensituationen führte, die in einer offenen Wirtschaftskrise endeten. Da Entwicklungs- und Schwellenländer unter den derzeitigen Bedingungen bei ihren Industrialisierungsbemühungen auf Kapital angewiesen sind, ist es nicht unbedingt hilfreich, Kapitalimporte vollständig zu unterbinden – eine Forderung, die gelegentlich artikuliert wird. Vielmehr muss eine Neuausrichtung der internationalen Finanzarchitektur und der Einsatz neuer nationaler Regularien darauf abzielen, die Art der Kapitalströme zu bestimmen, was im Kern einen ganzheitlichen Ansatz erfordert.

Die Forderung nach Kapitalverkehrskontrollen gemäß dem Beispiel Chiles oder Malaysias ist in diesem Kontext durchaus sinnvoll, kann aber nur ein kleiner Baustein in einer neuen Finanzarchitektur sein. Dennoch ist der freie Kapitalverkehr das zur Zeit am meisten umstrittene Thema zwischen Vertretern des *Washington Consensus* und dessen Kritikern. Die konträren Argumentationslinien verlaufen so: Nach neoliberaler pro-*Washington-Consensus*-Lesart gilt freier Kapitalverkehr als selbstverständlich, denn stabile Finanzmarktpreise und Wechselkurse ergeben sich aus dem Wirken der Marktkräfte, während sich die nationale Geldpolitik auf die Schaffung stabiler Rahmenbedingungen zu beschränken hat. Dem stehen politökonomische Ansätze gegenüber, die ein größeres Misstrauen in die Funktionsfähigkeit von Finanzmärkten hegen und im freien Kapitalverkehr kein erstrebenswertes Ziel sehen. Im Vergleichsteil der vorliegenden Studie wurde deutlich, dass ein vollkommen liberalisierter Kapitalverkehr gerade für die unterentwickelten Finanzmärkte in Entwicklungs- und Schwellenländern ein hohes Risiko darstellen kann, da ihnen die Instrumente und die Tiefe des Kapitalmarktes fehlen, das zuströmende Kapital zu sterilisieren. Klare Worte zu diesem Zustand findet der Top-Kritiker des *Washington Consensus*, der ehemalige Chef-Ökonom der Weltbank und Wirtschaftsnobelpreisträger des Jahres 2001, Josef Stiglitz: „Die Liberalisierung des Kapitalmarkts liefert die Entwicklungsländer auf Gedeih und Verderb den rationalen und irrationalen Launen der Investoren aus, ihrem irrationalen Überschwang und Pessimismus“ (Stiglitz 2002:121). Diese Problematik wird anhand der Entstehungsanatomie einer typischen Krise sichtbar. Leicht nachvollziehbar ist zunächst, dass ein herdenhafter Kapitalabzug ausländischer Investoren ein Land in die Krise stürzen kann. Einem Abzug muss aber ein Angebotsdruck von Kapitalströmen vorausgehen, der ab einer gewissen Größe in Ländern mit unterentwickelten Finanzmärkten leicht außer Kontrolle geraten kann und sich am Ende selbst die Bedingungen für den abrupten Rückzug schafft – und zwar zu dem Zeitpunkt, an dem die Verschuldung plötzlich *unsustainable*, also nicht mehr tragbar erscheint.

Außer Kontrolle gerät die Situation vor allem deshalb, weil der Zentralbank des Empfängerlandes die Mittel zur Absorption des überschüssigen Kapitals fehlen. So führt die Verwertung des renditesuchenden, spekulativen Kapitals oftmals zu fragwürdigen Investitionen und Projekten (v.a. im Immobilienbereich), oder zu einem Importsog, was die Leistungsbilanz ins Negative zieht. Es kann natürlich auch zu einem geldmengeninduziertem Preisdruck kommen. Eine Erhöhung der Eigenkapitalquoten als Reaktion auf Kapitalimporte führt ferner zu höheren

Zinsen und in deren Folge zu weiter ansteigenden Kapitalströmen. Schließlich wird der Druck auf den Wechselkurs erhöht, was sich bei einer *gepeggten* Währung auf die Reserven der Zentralbank auswirkt. Kurzum, die Zentralbank wird in ihren Abläufen zum berechenbaren Spielball der Kapitalströme. Wie speziell am Beispiel der Asienkrise deutlich wurde, hatte der erhöhte Kapitalimport keine nennenswerten Auswirkungen auf das inländische Preisniveau. Das zusätzliche Kapital wurde demnach vornehmlich für Importzwecke benutzt, was die Leistungsbilanzdefizite vergrößerte. In der Folge war eine Abwertung bei begrenzten Devisenreserven der Zentralbank zu genau jenem Zeitpunkt unausweichlich, an dem die Reserven aufgebraucht waren. In Lateinamerika führte das durch die Nettokapitalimporte determinierte Zinsniveau ferner zu einem konjunkturellen „*Stop-and-Go*“-Zyklus.

Eine zentrale Voraussetzung für das Zustandekommen großer Nettokapitalströme in die Entwicklungs- und Schwellenländer war das spezifische Wechselkursregime, das durch die Anbindung der heimischen Währung an den US-Dollar bzw. an einen Währungskorb gekennzeichnet war. Dadurch wurde der reale Wechselkurs des Schwellenlandes abhängig von den Bewegungen der Ankerwährung. Die Krisenländer waren oftmals auf Nettokapitalimporte angewiesen um die inländische Sparlücke zu schließen. Für die Kreditaufnahme im Ausland müssen sich Gläubiger und Schuldner auf eine Währung einigen, und in diesem Kontext fungiert der Wechselkurs primär in seiner vermögens- bzw. wertsichernden Funktion. Da Schwachwährungsländer, wie die von uns behandelten Krisenländer, nicht über einen hohen Wertstandard verfügen, müssen sie, wenn sie nicht einen ungleich höheren Preis für Kredite bezahlen wollen (Währungsprämie), den Wechselkurs an die Leitwährung koppeln (*Peg*). Gemäß unserer theoretischen Grundlegung kommt hierbei ein zentrales Spezifikum des globalen Finanzsystems in Form des Multiwährungsstandards bzw. der Hierarchie der Währungen zum Tragen (vgl. Hauskrecht 1998; Herr 2000). Problematisch wurde der *Peg*, wenn er eine trügerische Stabilität vortäuschte oder die Wettbewerbsfähigkeit direkt oder indirekt (kompetitive Abwertungen) beeinträchtigte. In den Krisenländern heizte der Dollar-*Peg* durch den Vertrauensgewinn (Erwartungssicherheit) in Kombination mit hohen inländischen Renditen einen Nettokapitalimport in die Schwellenländer an, der bei liberalisierten Märkten jedwede Kapitalform annahm, vornehmlich kurzfristiger Ausrichtung war und gleichzeitig für weitere Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen sorgte. Letztendlich bedeutete die Dollar-Anbindung, dass die (geld-)politische Handlungsfähigkeit noch weiter eingeschränkt wurde, zumal der Kapitalverkehr liberalisiert war (*Impossible Trinity*).

Der enorme Zustrom privaten ausländischen Kapitals nach Lateinamerika und Südostasien muss also im Kontext der Liberalisierung des Kapitalmarktes und in Kombination mit *gepeggten* Währungen betrachtet werden. In den Länderstudien wurde deutlich, dass die Kapitalströme irrationale Ausmaße annahmen. Dieses Verhalten war zum einen das Ergebnis überschwänglicher Renditeerwartungen seitens der ausländischen Geldvermögensbesitzer und eines strukturellen Zinsgefälles zwischen den Industrie- und Schwellenländern, das auf die Hierarchie der Währungen zurückgeht. Zum anderen wurden Investoren gerade dazu aufgefordert, sich prozyklisch und herdenhaft zu verhalten. Vor allem Rating-Agenturen und die Eigenkapitalanforderungen des Baseler Akkordes steigerten die Prozyklizität internationaler Kapitalströme im Vorfeld der Krisen, aber auch den Abzug als Reaktion auf die Krisen. Das Herdenverhalten wird zudem durch die neuen Konkurrenzbedingungen und die ‚Revolutionierung der Finanzmärkte‘ durch moderne IuK-Technologien und neuartige

Finanzinstrumente verstärkt. Deutlich wurde bei der Integration solcher Momente in die Ursachenanalyse und Suche nach Präventionsmöglichkeiten von Entwicklungskrisen vor allem die Multikausalität der untersuchten Prozesse. Insofern sind beispielsweise Forderungen des IWF nach mehr Transparenz und einer besseren Bankenregulierung in den Schwellenländern zwar sinnvoll und zu begrüßen, aber sie werden der Komplexität der strukturellen Probleme von Entwicklung über die Integration in die internationalen Finanzmärkten in keiner Weise gerecht. Denn neben einer verbesserten Mikrogoovernance, kommt der Makroebene die entscheidende Bedeutung zu. Um die momentan existierende Instabilität der Entwicklungsbedingungen nachhaltig zu reduzieren, müsste nach unserer Erkenntnis eine stärkere währungspolitische Kooperation zwischen den Weltreservewährungen, eine Veränderung der Struktur der Leistungsbilanzen zwischen Zentren und Peripherie, sowie eine Steuerung der Kapitalströme in periphere(n) Länder(n) etabliert werden. Es ist uns bewusst, dass dies einem politischen Großprojekt gleichkommt, das nicht nur die internationale sondern auch die wirtschafts- und geldpolitische Kooperationsbereitschaft der Industrieländer erfordert (vgl. Blecker 1999). Daher ist es pragmatisch, das in mittlerer Frist ‚Machbare‘ zu überdenken: Zunächst ist ein Insolvenzrecht für Staaten, das unter Wahrung der formellen und faktischen Unabhängigkeit des Schiedsgerichts zu befürworten. Eine solche Regelung würde eine wichtige Gesetzeslücke auf globaler Ebene schließen und hätte den Effekt der Disziplinierung von Investitionsentscheidungen. Für ein *Bail-In* des privaten Sektors sollten auf multilateraler Ebene internationale Kreditverträge mit einer obligatorischen Umschuldungsvereinbarung ausgestattet sein (UDROPS, *Collective Action Clauses*). Ein stärker auf die makroökonomische Regulierung des internationalen Kapitalverkehrs zielendes Instrument ist die zweistufige Devisentransaktionssteuer, die zum einen Spekulationen verhindern kann und der Zentralbank eines Entwicklungs- bzw. Schwellenlandes einen größeren Handlungsspielraum verschafft. Eine solche erweiterte Form der *Tobin-Steuer* wäre zudem zur Konzeption von Kapitalverkehrskontrollen des „chilenischen Typs“ komplementär und könnte speziell zur Dämpfung eines überschwänglichen Kapitalangebotsdrucks aus den Industrieländern beitragen, was im Umkehrschluss einem Rückgewinn geldpolitischer Handlungsfähigkeit der Zentralbanken in der Peripherie gleichkommt. Schließlich sollte die regionale Währungskooperation von Entwicklungs- und Schwellenländer gefördert werden, wie es konzeptionell in der Idee eines regionalen Währungsfonds im Zuge der Asienkrise angedacht wurde.

Größere geldpolitische Autonomie ist das Ziel, worauf die Einzelmaßnahmen in jedem Fall hinauslaufen müssen. Geld ist dabei mehr als nur ein Tauschmittel oder irgendein Gut: Geld ist eine gesellschaftliche Institution, die konstitutiver Teil historischen Wandels und Objekt komplexer institutioneller Regulation ist (vgl. Polanyi 1997). Geld ist also explizit ein endogener Faktor der Wirtschaft und als soziales Verhältnis auch eine Ressource staatlicher Macht und ökonomischer Entwicklung (vgl. Guttmann 1994; Marazzi 1995; Nicolas 1995). Mit dieser Unterscheidung wird der Ausgangspunkt der Studie erreicht, indem es um die unterschiedlichen wirtschaftstheoretischen Paradigmen geht. Die herrschende Neoklassik betrachtet Geld als exogenen Faktor und vernachlässigt es sträflich, indem Geld vornehmlich die Rolle des Schmiermittels einer Ökonomie zugewiesen wird. Für die Erkenntnis, dass Geld weit mehr ist, reicht ein Blick in die Armutsstatistik der Krisenländer vor und nach der ‚Währungs- und Finanzkrise‘. Für das ökonomische Theoriegebilde bedeutet dies zuallererst, eigene axiomatische

Verkürzungen zu erkennen um sich der Komplexität der Wirklichkeit wieder anzunähern, denn:
„After all, economics is a social science, not a natural science“ (Guttman 1994: Schlusssatz).

Literaturliste

- Acuña, Carlos H. (1995): Política y economía en la Argentina de los 90, in: Ders. (Hg.): La nueva matriz política argentina, Buenos Aires, S. 331-383
- Aglietta, Michel (1979): Die gegenwärtigen Grundzüge der Internationalisierung des Kapitals. Die Wertproblematik, in: Deubner et al. (Hrsg.), Die Internationalisierung des Kapitals. Neue Theorien in der internationalen Diskussion, Frankfurt/Main
- Aglietta, Michel (2002): The international monetary system, in: R. Boyer / Y. Saillard (Ed.), Régulation Theory. The State of the Art, London (first published 1995 as *Théorie de la régulation: l'état des savoirs*, Paris), S. 64-72
- Agosin, Manuel R. / French-Davis, Ricardo (1999): Managing Capital Flows in Chile, in: B. Herman (Ed.), Global Financial Turmoil and Reform. A United Nations Perspective, Tokyo, S. 161-187
- Akyüz, Yilmaz (1998): The East Asian Financial Crisis. Back to the Future?, in: K.S. Jomo (Ed.), Tigers in Trouble. Financial Governance. Liberalisation and Crises in East Asia, London
- Akyüz, Yilmaz (Ed.) (2002): Reforming the Global Financial Architecture. Issues and Proposals, London
- Akyüz, Yilmaz / Flassbeck, Heiner (2002): Exchange Rate Regimes and the Scope for Regional Cooperation, in: Y. Akyüz (Ed.), Reforming the Global Financial Architecture. Issues and Proposals, London, S. 81-116
- Altmann, Jörn / Kulessa, Margareta E. (1998): Internationale Wirtschaftsorganisationen. Ein Taschenlexikon, Stuttgart
- Altwater, Elmar (1987): Sachzwang Weltmarkt. Verschuldungskrise, blockierte Industrialisierung, ökologische Gefährdung - der Fall Brasilien, Hamburg
- Altwater, Elmar (1988): Die Schulden des Giganten, in: E. Altwater et al. (Hrsg.): Die Armut der Nationen. Handbuch zur Schuldenkrise von Argentinien bis Zaire, Berlin, S. 167-181
- Altwater, Elmar (1992): Die Zukunft des Marktes, Münster, Westfälisches Dampfboot
- Altwater, Elmar (1994): Operationsfeld Weltmarkt oder: Die Transformation des souveränen Nationalstaats in den nationalen Wettbewerbsstaat, in: Prokla. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft 24(4), S.517-547.
- Altwater, Elmar (2001): The Growth Obsession, in: Panitch, Leo/Leys, Colin (eds.): Socialist Register 2002, London, The Merlin Press, S. 73-92.
- Altwater, Elmar / Hübner, Kurt / Stanger, Michael (1983): Alternative Wirtschaftspolitik jenseits des Keynesianismus, Opladen
- Altwater, Elmar / Mahnkopf, Birgit (1999): Grenzen der Globalisierung, Münster
- Altwater, Elmar / Hübner, Kurt / Lorentzen, Jochen et al. (Hrsg.) (1988): Die Armut der Nationen. Handbuch zur Schuldenkrise von Argentinien bis Zaire, Berlin
- Altwater, Elmar/Hübner, Kurt/Stanger, Michael (1983): Alternative Wirtschaftspolitik jenseits des Keynesianismus, Opladen
- Alworth, Julian / Turner, Philip (1991): The Global Pattern of Capital Flows in the 1980s, in: Siebert, Horst (Hrsg.): Capital Flows in the World Economy, Tübingen
- Amable, Bruno (1999): Institutional Complementarity and Diversity of Social Systems of Innovation and Production, WZB Discussion Paper, FS I 99-309, Berlin, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung
- Arestis, Philip (2001): Recent banking and financial crisis: Minsky versus the financial liberalizations, in: Bellofiore, Riccardo/Ferri, Piero: Financial Keynesianism and Market Instability, Cheltenham, UK, Edward Elgar, S. 159-178.
- Arestis, Philip / Sawyer, Malcolm C. (1999): What Role for the Tobin Tax in World Economic Governance?, in: J. Mitchie / J. Grieve Smith (Eds.), Global Instability. The Political Economy of World Economic Governance, London, S. 151-167
- Armijo, Leslie Elliott (2001): The Political Geography of World Financial Reform. Who Wants What and Why?, in: Global Governance 7(4), S. 379-396
- Averbug, André / Giambiagi, Fabio (2000): The Brazilian Crisis of 1998-1999. Origins and Consequences, Rio de Janeiro [http://www.bndes.gov.br]
- Balassa, Bela (1978): Export Incentives and Export Performance in Developing Countries. A Comparative Analysis, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 114
- Banco de Mexico (1995): Annual Report, Mexico
- Bank for International Settlements (1990): 60. Jahresbericht, Basel
- Bank for International Settlements (1997): Core Principles for Effective Banking Supervision, Basel
- Bank for International Settlements (1998a): 68th Annual Report, Basel

- Bank for International Settlements (1998b): The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending, Basel
- Bank for International Settlements (2000): 70. Jahresbericht, Basel
- Bank for International Settlements (2001): Konsultationspaket zur Neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Überblick, Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung und sieben Begleitdokumente), Basel, Januar [www.bis.org.]
- Barrios, Harald / Röder, Jörg (2000): Entwicklungsfortschritte und Entwicklungsblockaden in Brasilien. Fragen der Regierbarkeit, der Systemeffizienz und der Legitimität, in: J. Faust / J. Dosch (Hrsg.), Die ökonomische Dynamik politischer Herrschaft. Das pazifische Asien und Lateinamerika, Opladen, S. 49-72
- Baumann, Ricardo (2001): Brazil in the 1990s: an economy in transition, in: CEPAL Review 73(4), S.147-169
- Becker, Joachim (1999): Die Peripherie in der kapitalistischen Weltwirtschaft. Kontinuitäten und Wandel im historischen Überblick, in: C. Parnreiter / A. Novy / K. Fischer (Hrsg.), Globalisierung und Peripherie. Umstrukturierung in Lateinamerika, Afrika und Asien, Frankfurt a.M., S. 35-63
- Begg, David / Fisher, Stanley / Dornbusch, Rudiger (1994): Economics, London
- Beinstein, Jorge (2001): Der unaufhaltsame Niedergang Argentiniens, in: Le Monde Diplomatique, Juli 2001, S. 14-15
- Bello, Walden (1990): Dragons in Distress. Asia's Miracle Economies in Crisis, San Francisco
- Bernal-Meza, Raúl (2001): Argentinien. Die Krise seines Entwicklungsmodells und seiner internationalen Öffnung, in: Europa – América Latina. Analysen und Berichte Nr. 1, São Paulo: Konrad Adenauer-Stiftung
- Berriel-Díaz, Alvaro (2002): Die Brasilien-Krise 1998/99, unveröffentlichte Hausarbeit im Fach Soziologie der Philipps-Universität Marburg
- Bhaduri, Amit (1998): Implications of globalization for macroeconomic theory and policy in developing countries, in: Baker, Dean/Epstein, Gerald/Pollin, Robert (eds.): Globalization and Progressive Economic Policy, Cambridge, Cambridge University Press, 149-158.
- Blecker, Robert A. (1999): Taming Global Finance, Washington, D.C., Economic Policy Institut
- Blecker, Robert A. (2001): Financial Globalization, Exchange Rates, and International Trade. Paper prepared for the conference "Financialization of the Global Economy", Political Economy Research Institute (PERI), University of Massachusetts, Amherst, December 7-8, 2001.: mimeo
- Boris, Dieter (1996): Mexiko im Umbruch. Modellfall einer gescheiterten Entwicklungsstrategie, Darmstadt
- Boris, Dieter (2000): Die ‚Peso-Krise‘ in Mexiko 1994/95. ‚Marktversagen‘ versus ‚Politikversagen‘ – oder beides?, in: J. Dosch / J. Faust (Hrsg.), Die ökonomische Dynamik politischer Herrschaft. Das pazifische Asien und Lateinamerika, Opladen, S. 21-48
- Boris, Dieter (2001a): Argentinien als Auftakt neuer Beben? Zur Chronik einer lange angekündigten Krise, in: Informationsbrief Weltwirtschaft & Entwicklung, Nr. 7/8, S. 4
- Boris, Dieter (2001b): Zur Politischen Ökonomie Lateinamerikas. Der Kontinent in der Weltwirtschaft des 20. Jahrhunderts, Hamburg
- Boris, Dieter / Diaz, Alvaro B. / Eicker-Wolf, Kai et al. (Hrsg.) (2000): Finanzkrisen im Übergang zum 21. Jahrhundert. Probleme der Peripherie oder globale Gefahr?, Marburg
- Boris, Dieter / Malcher, Ingo (2001): Argentinien am Ende der neoliberalen Sackgasse, in: Z. Zeitschrift Marxistische Erneuerung, Nr. 48 (Dez.), S.47-59
- Boris, Dieter / Peter Hiedl (1978): Argentinien. Geschichte und politische Gegenwart, Köln
- Boris, Dieter/Ingo Malcher (2001): Argentinien am Ende der neoliberalen Sackgasse, in: Z. Zeitschrift Marxistische Erneuerung, Nr. 48 (Dez.), S.47-59
- Boris, Dieter/Peter Hiedl (1978): Argentinien. Geschichte und politische Gegenwart, Köln
- Braga de Macedo / Cohen / Reisen (Hrsg.) (2002): Don't Fix, Don't Float. The Exchange Rate in Emerging Markets, Transition Economies and Developing Countries, OECD Development Centre, Paris
- Braig, Marianne (1997): Vom Modell zum Desaster. Mexikos Peso-Krise in der deutschen Wirtschaftspresse, in: Nord-Süd-Aktuell 4, S. 651-658
- Brand, Ulrich/Görg, Christoph, 2000: Die Regulierung des Marktes und die Transformation der Naturverhältnisse, in: Prokla 118, 30(1), S. 83-106.
- Brenner, Robert (1998): The Economics of Global Turbulence, in: New Left Review 229
- Buch, Claudia M. / Heinrich, Ralph P. / Pierdzioch, Christian (1999): Taxing Short-Term Capital Flows. An Option for Transition Economies?, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 321
- Bühler, Wolfgang /Schmidt, Andreas (1998): Bank-Risikomanagement mit internen Modellen, in: D. Duwendag (Hrsg.), Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik, Tagungsband zur Jahrestagung 1997 des Vereins für Socialpolitik, S. 69-121

- Bullard, Nicola / Walden, Bello / Malhotra, Kamal (1998): Taming the Tigers. The IMF and the Asian Crisis, in: K. S. Jomo (Ed.), *Tigers in Trouble. Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, London, S. 85-136
- Bulow, Jeremy / Rogoff, Kenneth (1988): Multilateral Negotiations for Rescheduling Developing Country Debt. A Bargaining-Theoretical Framework, *IMF Staff Papers* Vol. 35, No. 4 (December), S. 644-657
- Bulow, Jeremy / Rogoff, Kenneth (1989): Sovereign Debt. Is to Forgive to Forget?, in: *American Economic Review*, Vol. 79, No. 1 (Mar.), S. 43-50
- Busch, Klaus (1981): Internationale Arbeitsteilung und Internationalisierung des Kapitals. Bemerkungen zur neueren französischen Weltmarktdiskussion, in: *Leviathan* 1, Opladen
- Caballero, Ricardo J. (2002): Mit antizyklischer Geldpolitik gegen Finanzkrisen. Der Schlüssel zur Problembewältigung liegt bei den Schwellenländern selbst, in: *Neue Zürcher Zeitung* vom 27./28.4.2002, S. 8
- Calcagnotto, Gilberto / Fritz, Barbara (Hrsg.) (1996): Inflation und Stabilisierung in Brasilien. Probleme einer Gesellschaft im Wandel, Frankfurt/Main
- Calvo, Guillermo A. / Mendoza, Enrique G. (1996): Mexico's Balance-of-Payments-Crisis: A Chronicle of a Death Foretold, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 545 [<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/545/ifdp545.pdf>]
- Calvo, Guillermo A. / Mendoza, Enrique G. (1999): Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets, International Monetary Fund, Washington D.C.
- Campbell, John L. / Pedersen, Ove K. (2001): Introduction: The Rise of Neoliberalism and Institutional Analyses, in: J.L. Campbell / O.K. Pedersen (Eds.): *The Rise of Neoliberalism and Institutional Analyses*, S. 1-23
- CEPAL (2002): Situación y perspectivas. Estudio económico de America Latina y el Caribe 2001-2002, Santiago de Chile (August 2002)
- CEPAL (2002): Statistical Yearbook 2001, Santiago de Chile [www.cepal.org]
- Cerny, Philip G. (1993): The Political Economy of International Finance, in: Ders. (Ed.), *Finance and World Politics. Markets, Regimes and States in the Post-hegemonic Era*, Adlershot
- Cerny, Philip G. (1993b): The Deregulation and Re-regulation of Financial Markets in a More Open World, in: Ders. (Ed.), *Finance and World Politics. Markets, Regimes and States in the Post-hegemonic Era*, Adlershot, S. 51-78
- Chandrasekhar, C.P. / Ghosh, Jayati (1998): Hubris, Hysteria, Hope. The Political Economy of Crisis and Response in Southeast Asia, in: K. S. Jomo (Ed.), *Tigers in Trouble. Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, London, S. 63-84
- Chick, Victoria (2001): Über Geld und Geldtheorien, in: *Prokla. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft* 31(2), S. 227-243
- Chudnovsky, Daniel/Andrés López (2002): Estrategias de las empresas transnacionales en la Argentina de los años 1990, in: *Revista de la CEPAL*, 76, abr., S. 161-177
- Cohen, Benjamin (1989): A Global Chapter 11, in: *Foreign Policy*, Vol. 75, S. 109-111
- Cohen, Daniel / Sachs, Jeffrey (1982): LDC Borrowing with Default Risk, NBER Working Paper No. 925, July
- Cooper, Richard N. (1968): *The Economics of Interdependence*, Cambridge/Mass.
- Cooper, Richard N. (1999): Exchange rate choices, Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper No 1877, July
- Cooper, Richard N. (1999a): Should Capital Controls Be Banished? *Brookings Papers on Economic Activity* 1/1999, S. 89-125
- Corbett, Jenny / Vines, David. (1998): The Asian Crisis: Competing Explanations, Centre for Economic Policy Analysis (CEPA), Working Paper Series III [www.newschool.edu/cepa/papers/archive/cepa0307.pdf]
- Cornford, Andrew (2002): Standards and Regulation, in: Y. Akyüz (Ed), *Reforming the Global Financial Architecture. Issues and Proposals*, London, S. 29-80
- Council on Foreign Relations (1999): Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture Report of an Independent Task Force [<http://www.cfr.org/pubs/IFATaskForce.html>]
- Davidson, Paul (1996): Reforming the International Payments System, in: R. Blecker (Ed.), *U.S. Trade Policy and Global Growth. Economic Policy Institute Series*, Armonk
- Davidson, Paul (2001): If Markets are Efficient, Why Have There Been So Many International Financial Crises Since the 1970s?, in: Arestis, Philip/Baddeley, Michelle/McCombie, John (eds.): *What Global Economic Crisis?*, Houndmills, Palgrave, 12-34
- De Angelis, Massimo (2000): *Keynesianism, Social Conflict and Political Economy*, Houndsmill/Basingstoke

- DeMartino, George F. (2000): *Global Economy, Global Justice. Theoretical Objections and Policy Alternatives to Neoliberalism*, London
- Deprez, Johan / Harvey, John T. (1999): Introduction, in: J. Deprez / J.T. Harvey (Eds.): *Foundations of International Economics*, London, S. 1-6
- Deutsche Bundesbank (1994): Geldpolitische Implikationen der zunehmenden Verwendung derivativer Finanzinstrumente, in: *Monatsbericht*, Nov., S. 41-57
- Deutsche Bundesbank (2001): Die neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung, in: *Monatsbericht*, April, S. 15-44
- Deutscher Bundestag (Hrsg./2002): *Schlussbericht der Enquete-Kommission „Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten“*, Opladen
- Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung DIW (1990): Überschuldung der Entwicklungsländer, *Wochenbericht* 48/90
- Diamond, Larry / Jonathan Hartlyn / Juan J. Linz (1999): Introduction. Politics, Society and Democracy in Latin America, in: Dies. (Hg.): *Democracy in Developing Countries. Latin America*, London, S. 1-70
- Diamond, Larry/Jonathan Hartlyn/Juan J. Linz (1999): Introduction: Politics, society and democracy in Latin America, in: Dies. (Hg.): *Democracy in developing countries. Latin America*, 2. Aufl., Boulder, London, S. 1-70
- Dicken, Peter (1998): *Global Shift. Transforming the World Economy*, London
- Dieckheuer, Gustav (1998): *Internationale Wirtschaftsbeziehungen*, 4. unwesentlich veränderte Auflage, München/Wien
- Dieter, Heribert (1998): Die Asienkrise. Ursachen, Konsequenzen und die Rolle des Internationalen Währungsfonds, Marburg
- Dieter, Heribert (2000): Nach den Krisen der 90er Jahre. Re-Regulierung von Finanzmärkten, in: *Prokla. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft* 30(1), S.39-59
- Dieter, Heribert (2000d): Finanzkrise in Südamerika. Argentinien, Brasilien und Uruguay in schweren Turbulenzen. SWP-Aktuell Nr.35, Berlin
- Dieter, Heribert (2001): Trends und Interdependenzen in der Weltwirtschaft, in: Stiftung Entwicklung und Frieden (Hrsg.), *Globale Trends 2000. Fakten – Analysen – Prognosen*, Frankfurt/Main, S. 219-243
- Dieter, Heribert (2002): Nach den Finanzkrisen. Die ordnungspolitische Gestaltung der Globalisierung, SWP-Studie Nr. 16, Berlin
- Dieter, Heribert (2002a): Globalisierung gestalten. Eine neue Ordnung für die internationalen Finanzmärkte, in: Ch. Flavin et al. (Hrsg.), *Global Governance. Gewerkschaften und NGOs – Akteure für Gerechtigkeit und Solidarität*, Hamburg, S. 55-77
- Dieter, Heribert (2002b): Paukenschlag in Washington. IWF befürwortet Insolvenzverfahren für Staaten, in: *Entwicklung & Zusammenarbeit*, 43(1), S. 26
- Dieter, Heribert (2002c): Währungsregimes auf dem Prüfstand. Hören Sie nicht auf den IMF!, in: *Entwicklung & Zusammenarbeit*, 43(6), S. 187-189
- Dobson, Wendy / Hufbauer, Gary Clyde (2001): *World Capital Markets. Challenge to the G-10*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Dobson, Wendy / Jacquet, Pierre (1998): *Financial Services Liberalization in the WTO*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Dombois, Rainer / Pries, Ludger (1999): *Neue Arbeitsregimes im Transformationsprozess Lateinamerikas. Arbeitsbeziehungen zwischen Markt und Staat*, Münster
- Dornbusch, Rudiger (1976): Expectations and Exchange Rate Dynamics, in: *Journal of Political Economy* 84(6), S. 1161-1176
- Dresdner Bank Lateinamerika AG, *Perspektiven Lateinamerika*, verschiedene Jahrgänge
- Dresdner Bank Lateinamerika AG, *Perspektiven Lateinamerika*, verschiedene Jahrgänge
- Dussel Peters, Enrique (1998): Social Implications of Mexico's 1994-1995 Crisis, in: Korea Development Institute (Ed.), *Social Implications of the Asian Financial Crisis. EDAP Joint Policy Studie No. 9*, Seoul, S. 43-64 [www.idiep.org/pda/9/03mexico.pdf]
- Dussel Peters, Enrique (2001): Globalisierung auf mexikanisch. Die Transnationalisierung der mexikanischen verarbeitenden Industrie, in: *Journal für Entwicklungspolitik* 17(3-4), S. 223-240
- Eaton, Jonathan / Gersovitz, Mark (1981): Debt with Potential Repudiation. Theoretical and Empirical Analysis, in: *Review of Economic Studies*, Vol. 48, No. 2 (April), S. 289-309
- Eatwell, John / Taylor, Lance (1999): Towards an Effective Regulation of International Capital Markets, in: *International Politics and Society* 3/1999, *Politik und Gesellschaft Online*, Preliminary version [http://www.fes.de/ipg/ipg3_99/arteatwell.html]

- Eatwell, John / Taylor, Lance (2000): *Global Finance at Risk. The Case for International Regulation*, New York
- ECLAC (1998): *Impact of the Asian Crisis on Latin America*, Santiago de Chile
- ECLAC (2002): *Globalization and Development*, Santiago de Chile
- Eichengreen, Barry (1999): *Toward a New International Financial Architecture. A practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Eichengreen, Barry (2000): *Vom Goldstandard zum Euro. Die Geschichte des internationalen Währungssystems*, Berlin
- Eichengreen, Barry et al. (1999): *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*, in: *Economic Issues*, International Monetary Fund, No. 17, February.
- Eloy Martínez, Tomás (2002): *País sin Nación*, in: *El País* vom 3.6.2002, S. 13
- Emunds, Bernhard (2001): *Der Finanzkenesianismus in der Tradition Hyman Minskeys*, in: *Prokla. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft* 31(2), S. 245-267
- Endres, Michael (1996): *Die Banken in der Welt von morgen: Kunden – Produkte – Strukturen*, in: J.P. Krahenen / J. Rudolf (Hrsg.): *Umbau der Finanzindustrie*, Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe-Universität Frankfurt/Main
- Engerer, Hella / Schrooten, Mechthild (2001): *Institutionen, Finanzsysteme und Transformation*, DIW Discussion Paper, Nr. 264, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin
- Eßer, Klaus (1992): *Lateinamerika: Von der Binnenmarktorientierung zur Weltmarktspezialisierung*, in: *Lateinamerika Jahrbuch 1992*, Frankfurt/Main, S. 43-54
- EU-Kommission (2002): *Responses to the Challenges of Globalisation. A Study on the International Monetary and Financial System and on Financing for Development*, SEC(2002) 185final, Brussels
- Faust, Jörg (2000): *Politische Ökonomie der mexikanischen Peso-Krise. Verteilungskonkordien und politische Transformation im historischen Längsschnitt*, in: D. Boris / A. Diaz / K. Eicker-Wolf et al. (Hrsg.), *Finanzkrisen im Übergang zum 21. Jahrhundert. Probleme der Peripherie oder globale Gefahr?*, Marburg, S. 205-240
- FDCL (Hg.) (2002): *Die Argentinienkrise. Tragödie oder Neuanfang?*, Reader, Berlin
- Feldbauer, Peter (1995): *Mexiko und die historischen Wurzeln abhängiger Industrialisierung*, in: Ders. et al. (Hrsg.), *Industrialisierung. Entwicklungsprozesse in Afrika, Asien und Lateinamerika*, Frankfurt/Main, S. 173-191
- Feldbauer, Peter / Parnreiter, Christof (1999): *Mexiko: Krisen und Entwicklungschancen. Sind die große Depression und die Globalisierungskrise vergleichbar?*, in: P. Feldbauer / G. Hardach / G. Melinz (Hrsg.), *Von der Weltwirtschaftskrise zur Globalisierungskrise (1929-1999). Wohin treibt die Peripherie?*, Frankfurt/Main, S. 183-209
- Feldstein, Martin (2002): *Argentina's fall. Lessons from the latest financial crisis*, in: *Foreign Affairs*, Vol. 91, No. 2 (march/april), S. 8-14
- Fels, Joachim (1991): *Währungspolitik in den asiatischen NICs – von der Dollarkopplung zum Yen-Block?*, in: J. Siebke (Hrsg.), *Monetäre Konfliktfelder der Weltwirtschaft*, Berlin, S. 447-464
- Ferreira, Afonso / Tullio, Giuseppe (2001): *The Brazilian Exchange Rate Crisis of January 1999*, in: *Journal of Latin American Studies* 34, S. 143-164
- Financial Stability Forum, FSF (2000): *Report of Working Group on Capital Flows, Highly Leveraged Institutions and Offshore Centres*, Basle [<http://www.fsf.org>]
- Fischer, Anton (1999): *Direktinvestitionen. Exportmotor oder –bremse*, Bern
- Fischer, Bernhard / Schnatz, Bernd (1996): *Stabilitätspolitische Probleme bei der Integration in die internationalen Finanzmärkte in die Peso-Krise*, in: P. Behrens et al. (Hrsg.), *Die Entwicklungsländer im Zeitalter der Globalisierung*, Berlin, S. 13-39
- Flassbeck, Heiner (1999): *Wanted: An International Exchange Rate Regime. The Missed Lesson of the Financial Crisis*, in: *International Politics and Society*, 3/2000
- Flassbeck, Heiner (2001): *Flexiblere oder festere Wechselkurse? Einige einfache Lehren aus der Asienkrise*, in: A. Heise (Hrsg.), *Neue Weltwährungsarchitektur*, Marburg, S. 241-270
- Fleming, Marcus (1962): *Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates*, IMF Staff Papers, Washington D.C.
- Franke, Günther (2000): *Kreditgeschäft und Finanzmärkte*, in: J. von Hagen / J. von Stein (Hrsg.), *Geld-, Bank- und Börsenwesen. Handbuch des Finanzsystems*, Stuttgart, S. 231-270
- Frenkel, Michael / Menkhoff, Lukas (2000): *Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur*, Berlin
- Friedman, Milton (1953): *The Case for Flexible Exchange Rates*, in: *Essays in Positive Economics*, Chicago

- Fritz, Barbara (2000a): Stabilisierung und De-Stabilisierung. Währungskrisen als Kehrseite des Modells wechsellkursbasierter Entwicklung - der Fall Brasilien, in: D. Boris / A. Diaz / K. Eicker-Wolf et al. (Hrsg.), Finanzkrisen im Übergang zum 21. Jahrhundert. Probleme der Peripherie oder globale Gefahr?, Marburg, S. 253-287
- Fritz, Barbara (2000b): Development or Growth-cum-Debt? Reflections on Latin America's Economic Strategy in a Time of International Financial Instability. Diskussionspapier Nr. 10 (Volkswirtschaftliche Reihe der Freien Universität Berlin), Berlin
- Fritz, Barbara (2002): Entwicklung durch wechsellkursbasierte Stabilisierung. Der Fall Brasilien, Marburg (i.E.)
- Gehrke, Wolfgang (2000): Strukturen und Regulierung von Investment- und Pensionsfonds in ausgewählten Ländern. Gutachten für die Enquete-Kommission „Globalisierung der Weltwirtschaft“ unter besonderer Berücksichtigung potenzieller zukünftiger Entwicklungen und ethischer Fragestellungen, AU Stud 14/08, Berlin
- Global Development Finance (2001): CD-Version, Advance Edition, Washington D.C.
- Godement, François (1999): The Downsizing of Asia, New York
- Grabbe, J. Orlin (1992): International Financial Markets, New York
- Greenspan, Alan (1998): Testimony of Chairman Alan Greenspan before the Committee on Banking and Financial Services, US House of Representatives, Jan., [www.bog.frb.fEd.us/boarddocs/testimony/19980130.htm]
- Greenspan, Alan (1998a): Remarks by Chairman Alan Greenspan before the Annual Convention of the Independent Bankers Association of America, March, [http://www.bog.frb.fed.us/boarddocs/speeches/]
- Griffith-Jones, Stephany (1998): Global Capital Flows. Should They be Regulated?, Houndsmill/Basingstoke
- Griffith-Jones, Stephany (1999): A New Financial Architecture for Reducing Risks and Severity of Crises, in: Internationale Politik und Gesellschaft 3/1999, S. 263-278
- Griffith-Jones, Stephany / Cailloux, Jaques (1998): Encouraging the Long-Term. Institutional Investors and Emerging Markets, Sussex
- Griffith-Jones, Stephany / Spratt, Stephen (2000): Will the Proposed New Basle Capital Accord Have a Net Negative Effect on Developing Countries, Brighton, [www.ids.ac.uk./IDS/global/Finance/pdfs/basel.pdf]
- Gruben, William C. (2001): Mexico: The Trajectory to the 1994 Devaluation, in: L. Elliott Armijo (Ed.), Financial Globalization and Democracy in Emerging Markets, Houndsmill/Basingstoke, S. 117-132
- Gruben, William C. / Welch, John H. (2001): Banking and Currency Crisis Recovery. Brazil's Turnaround of 1999, in: Federal Reserve Bank of Dallas 4/2001, S. 12-23
- Guttman, Robert (1994): How Credit Money Shapes the Economy. The United States in a Global System, New York
- Guttman, Robert (1996): Die Transformation des Finanzkapitals, in: Prokla, Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft 26(2), S. 165-195
- Guttman, Robert (1997): Reforming Money and Finance. Towards a New Monetary Regime, New York
- Guttman, Robert (1998): Die strategische Rolle der Pensionsfonds, in: Prokla. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft 28(4), S.643-650
- Guttman, Robert (1998a): Virtuelles Interview mit Robert Guttman, in: Prokla, Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft 28(2), S. 291-302
- Guttman, Robert (2002): Money and credit in *régulation* theory, in: R. Boyer / Y. Saillard (Ed.), Régulation Theory. The State of the Art, London (first published 1995 as *Théorie de la régulation: l'état des savoirs*, Paris), S. 57-63
- Hannß, Josephin (1995): Finanzinnovationen. Eine agency-theoretische Betrachtungsweise, Zürich
- Haque, M. Shamsul (1999): Restructuring Development Theories and Policies, New York
- Harvey, John T. (1999): Exchange Rates: volatility and misalignment in the post-Bretton Woods era, in: Deprez, Johan/Harvey, John T. (eds.): Foundations of International Economics, London, Routledge, S. 200-212
- Hauskrecht, Andreas (1998): Der Fall Asien. Krise des Finanzsystems oder des Entwicklungsmodells?, in: Entwicklung & Zusammenarbeit, 38(7), S. 167-169
- Hauskrecht, Andreas (2000a): Anforderungen an eine Weltfinanzordnung in einer globalisierten Welt, in: R. Jochimsen (Hrsg.), Globaler Wettbewerb und weltwirtschaftliche Ordnungspolitik, Bonn, S. 98-123
- Hauskrecht, Andreas (2000b): Koreferat zum Beitrag von Lutz Menkhoff zur Rolle (inter)nationaler Finanzmärkte in der Asienkrise, in: R. Schubert (Hrsg.), Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – das Beispiel der Asienkrise, Berlin, S. 73-90

- Hein, Wolfgang (1998): Unterentwicklung - Krise der Peripherie. Phänomene - Theorien - Strategien, Opladen
- Heine, Michael (2001): Die Entkopplungsthese – eine kritische Würdigung, in: A. Heise (Hrsg.), *Neue Weltwährungsarchitektur*, Marburg, S. 25-40
- Heine, Michael / Herr, Hansjörg (1996): Money Makes the World Go Round. Über die Verselbständigung der Geldsphäre und andere Mißverständnisse, in: *Prokla, Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft* 26(2), S. 197-225
- Heine, Michael / Herr, Hansjörg (1999): *Volkswirtschaftslehre. Paradigmenorientierte Einführung in die Mikro- und Makroökonomie*, München/Wien
- Heinrich, Michael (2000): Globalisierter Konkurrenzkapitalismus, *Context* XXI 2/2000 [<http://contextxxi.mediaweb.at/texte/archiv/c21000214.html>]
- Heinrich, Michael (2001): Monetäre Werttheorie. Geld und Krise bei Marx, in: *Prokla. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft* 31(2), S. 151-176
- Heise, Arne (Hrsg.) (2001): *Neue Weltwährungsarchitektur*, Marburg
- Helleiner, Eric (1993): The Challenge From the East: Japan's Financial Rise and the Changing Global Order, in: P. Cerny (Hrsg.), *Finance and world politics. Markets, Regimes and States in the Post-hegemonic Era*, Adlershot
- Helleiner, Eric (1994): *States and the Reemergence of Global Finance. From Bretton Woods to the 1990s*, London
- Hellwig, Martin (1994): Comment on 'Bank Loan Maturity and Priority when Borrowers Can Refinance' by D. Diamond, in: C. Mayer / X. Vives (Ed.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge, S. 70-80
- Hellwig, Martin (1998): Systemische Risiken im Finanzsektor, in: D. Duwendag (Hrsg.), *Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regionalisierung und Geldpolitik*, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Bd. 261, Berlin, S. 123-151
- Hemmer, Rimbart (1988): *Wirtschaftsprobleme der Entwicklungsländer*, München
- Hengsbach, Friedhelm / Emunds Bernhard (Hrsg.) (1996): Haben sich die Finanzmärkte von der Realwirtschaft abgekoppelt?, *Impulse einer Fachkonferenz*, Frankfurt/Main
- Herman, Barry (Ed.) (1999): *Global Financial Turmoil and Reform. A United Nations Perspective*, Tokyo
- Herr, Hansjörg (1986): *Geld, Kredit und ökonomische Dynamik in marktvermittelten Ökonomien - die Vision einer Geldwirtschaft*, München
- Herr, Hansjörg (1992): *Geld, Währungswettbewerb und Währungssysteme. Theoretische und historische Analyse der internationalen Geldwirtschaft*, Frankfurt/Main
- Herr, Hansjörg (1996): Globalisierung der Ökonomie: Entkopplung der Geldsphäre und Ende nationaler Autonomie?, in: K. Eicker-Wolf et al. (Hrsg.), *Wirtschaftspolitik im theoretischen Vakuum? Zur Pathologie der Politischen Ökonomie*, Marburg, S. 251-272
- Herr, Hansjörg (1999): Finanzströme und Verschuldung, in: *Stiftung Entwicklung und Frieden (Hrsg.), Globale Trends 2000. Fakten – Analysen – Prognosen*, Frankfurt/Main, S. 219-243
- Herr, Hansjörg (2000): Finanzkrisen und die Architektur des internationalen Währungs- und Finanzsystems, in: D. Boris et al. (Hrsg.), *Finanzkrisen im Übergang zum 21. Jahrhundert – Probleme der Peripherie oder globale Gefahr?*, Marburg, S. 319-662
- Herr, Hansjörg (2001): Weltwährungssysteme im Rückblick - Lehren für die Zukunft, in: A. Heise (Hrsg.), *Neue Weltwährungsarchitektur*, Marburg, S. 161-200
- Herr, Hansjörg (2001a): Keynes und seine Interpreten, in: *Prokla. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft* 31(2), S. 203-225
- Herring, Richard J. / Litan, Robert E. (1995): *Financial Regulation in the Global Economy*. The Brookings Institution, Washington D.C.
- Hillebrand, Ernst (2001): Schlüsselstellung im globalisierten Kapitalismus. Der Einfluss privater Rating-Agenturen auf Finanzmärkte und Politik, in: T. Brühl / T. Deibel / B. Hamm et al. (Hrsg.), *Die Privatisierung der Weltpolitik. Entstaatlichung und Kommerzialisierung im Globalisierungsprozess*, Bonn, S. 150-171
- Hirsch, Joachim (1995): *Der nationale Wettbewerbsstaat. Politik, Staat und Demokratie im globalen Kapitalismus*, Berlin
- Hollingsworth, J. Rogers / Boyer, Robert (1997): Coordination of Economic Actors and Social Systems of Production, in: J. R. Hollingsworth / R. Boyer (Eds.): *Contemporary Capitalism. The Embeddedness of Institutions*, Cambridge, S. 1-47
- Holt, Richard P.F./Pressman, Steven (2001): What is Post Keynesian economics?, in: R. P. F. Holt / S. Pressman Steven (Eds.): *A New Guide to Post Keynesian Economics*, London, S. 1-10

- Horn, Ernst-Jürgen (1995): Ordnungs- und wettbewerbspolitische Herausforderungen durch die Globalisierung der Finanzmärkte, Kieler Arbeitspapier Nr. 687, Kiel
- Hübner, Kurt (1990): Theorie der Regulation. Eine kritische Rekonstruktion eines neuen Ansatzes der Politischen Ökonomie, Berlin
- Hübner, Kurt (1998): Der Globalisierungskomplex. Grenzenlose Ökonomie - grenzenlose Politik?, Berlin
- Huertas, Thomas (2000): Das Finanzsystem in den USA, in: J. von Hagen / J. von Stein (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen. Handbuch des Finanzsystems, Stuttgart, S.470-505
- Huffscheid, Jörg (1998): Die Spielregeln der Finanzmärkte. Hintergründe der Asienkrise und Wege zu ihrer Überwindung, in: Blätter für deutsche und internationale Politik 43(8), S. 962-973
- Huffscheid, Jörg (1999): Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg
- Huffscheid, Jörg (2001): Ansatzpunkte für eine Reform des internationalen Finanzsystems, in: A. Heise (Hrsg.), Neue Weltwährungsarchitektur, Marburg, S. 201-240
- Hume, David (1752): Of the Balance of Trade, in: D. Hume, Political Discourses, extracted in: Ronald L. Meek (Ed.), Precursors of Adam Smith, 1750-1775, London 1973
- Institut für Weltwirtschaft (2000): Wohlstandsmehrung durch Freiheit des internationalen Kapitalverkehrs, Gutachten für die Enquete-Kommission "Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten", Kiel
- International Labour Organisation (1998): The Social Impact of the Asian Financial Crisis, Bangkok
- International Monetary Fund (1998): World Economic Outlook (September 1998), Washington D.C.
- International Monetary Fund (1999): World Economic Outlook (May 1999), Washington D.C.
- International Monetary Fund (1999a): International Capital Markets (May 1999), Washington D.C.
- International Monetary Fund (2000): Capital Controls: Country Experience with their Use and Liberalization, Occasional Paper No. 190, Washington D.C.
- International Monetary Fund: World Economic Outlook, Washington D.C., verschiedene Jahrgänge
- Johnson, Susan (2001): From Fragmentation to Embeddedness: Towards a Framework for the Institutional Analysis of Financial Markets, Finance and Development Research Programme, Working Paper No. 29. [<http://www.man.ac.uk/idpm/>]
- Jomo, K. S. (Ed.) (1998): Tigers in Trouble. Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia, London
- Junne, Gerd (1976): Der Eurogeldmarkt. Seine Bedeutung für Inflation und Inflationsbekämpfung, Frankfurt/Main
- Kellermann, Christian (1999): Entwicklungsparadigmen und Finanzkrisen – Die Asienkrise von 1997, Magisterarbeit an der Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt am Main, Fachbereich Gesellschaftswissenschaften
- Kellermann, Christian (2002): Entflechtung der Deutschland AG?, in: Ch. Scherrer / S. Beck / G. Caglar et al., Nach der New Economy. Perspektiven der deutschen Wirtschaft, Münster, S. 113-132
- Kenen, Peter (1996): The Feasibility of Taxing Foreign Exchange Transactions, in: M. ul Haq / I. Kaul / I. Grunberg (Ed.), The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility, Oxford, S. 109-128
- Kenen, Peter (2002): The International Financial Architecture. What's New? What's Missing, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Kern, Alejandra / Nolte, Detlef (2001): Argentinien nach dem ersten Jahr der Präsidentschaft von Fernando de la Rúa. Zwischen der Melancholie des Tango und dem Prinzip Hoffnung, in: Brennpunkt Lateinamerika, Nr. 3
- Kern, Alejandra/Detlef Nolte (2001): Argentinien nach dem ersten Jahr der Präsidentschaft von Fernando de la Rúa: zwischen der Melancholie des Tango und dem Prinzip Hoffnung, in: Brennpunkt Lateinamerika, Nr. 3 v. 15. Febr. 2001
- Keynes, John Maynard (1936): The General Theory of Employment, Interest and Money, London
- Keynes, John Maynard (1973): The General Theory of Employment, Interest and Money, London, First edition: 1936
- Keynes, John Maynard (1980): Letter to R. F. Harrod, 19 April 1942, in: D. Moggridge (Ed.), The Collected Writings of J.M. Keynes, Vol. 25, Chapter 3, London
- Khan, Aubhik (2000): The Finance and Growth Nexus, Business Review, January/February 2000, Federal Reserve Bank of Philadelphia
- Kim, Ock-Hyen (1994): Exportorientierte Industrialisierung oder binnenmarktorientierte Entwicklung. Ökonomische, soziale und politische Handlungsspielräume in Südkorea, Münster
- Kindleberger, Charles P. (1996): Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises, London
- Kindleberger, Charles P. (2002): Manias, Panics and Crashes. A History of Financial Crises, Fourth Edition, London

- King, John E. (2001): Labor and unemployment, in: R. P. F. Holt / S. Pressman (Eds.): A New Guide to Post Keynesian Economics, London, S. 65-78
- Kloten, Norbert / von Stein, Johann H. (1991): Geld- Bank- und Börsenwesen. Ein Handbuch, Stuttgart
- Klump, Rainer (2000): Koreferat zum Beitrag von Hans Christoph Rieger, in: R. Schubert, Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – das Beispiel der Asienkrise, Berlin, S. 37-44
- Knight, Malcolm (1998): Developing Countries and the Globalization of Financial Markets. IMF-Working Paper 98/105, Washington D.C.
- Kogut, Bruce, 1997: Identity, Procedural Knowledge, and Institutions: Functional and Historical Explanations for Institutional Change, in: F. Naschold / D. Soskice / B. Hancké, / U. Jürgens (Hrsg.): WZB-Jahrbuch 1997: Ökonomische Leistungsfähigkeit und institutionelle Innovation: Das deutsche Produktions- und Politikregime im globalen Wettbewerb, Berlin, S. 349-365
- Komlosy, Andrea / Parnreiter, Christof / Stacher, Irene / Zimmermann, Susan (1997): Der informelle Sektor: Konzepte, Widersprüche und Debatten, in: Dies. (Hrsg.): Ungeregt und unterbezahlt. Der informelle Sektor in der Weltwirtschaft, Frankfurt a.M., S. 9-28
- Kraemer, Moritz (1997): Politische Ökonomie von Wirtschaftsreformen. Mexiko 1982-1994, Frankfurt/Main
- Kregel, Jan (1998): East Asia is Not Mexico. The Difference Between Balance of Payment Crises and Debt Deflation, in: K.S. Jomo (Ed.), Tigers in Trouble. Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia, London, S. 44-62
- Krueger, Anne (2002): Speech on Sovereign Debt Restructuring and Dispute Resolution held at the Bretton Woods Committee Annual Meeting, Washington D.C., 6. Juni 2002 [www.imf.org/external/np/speeches/2002/060602.htm]
- Krüger, Malte (1994): Finanzmarktungleichgewichte und Wechselkursvolatilität. Zur Bedeutung der internationalen Finanzmärkte für die Entwicklung der Wechselkurse, Köln
- Krugman, Paul (1979): A Model of Balance-of-Payment Crises, in: Journal of Money, Credit, and Banking, 11(3), S. 311-325
- Krugman, Paul (1994): The Myth of the Asian Miracle, in: Foreign Affairs 74.6 (Nov.)
- Krugman, Paul (1997): Currencies and Crises, London
- Krugman, Paul (1998a): What Happened to Asia [web.mit.edu/krugman/www/disinter.html]
- Krugman, Paul (1998b): What went wrong [web.mit.edu/krugman/www/disinter.html]
- Lauth, Hans-Joachim (1997): Neokorporatismus en vogue? Neoliberalismus und Arbeitsbeziehungen in Mexiko, in: R. Dombois et al. (Hrsg.), Neoliberalismus und Arbeitsbeziehungen in Lateinamerika, Frankfurt/Main, S. 302-318
- Leander, Anna (2000): A nebbish presence: undervalued contributions of sociological institutionalism to IPE, in: R. Palan (Ed.) Global Political Economy, London, S. 184-196
- Lee, Eddy (1998): The Asian Financial Crisis. The Challenge for Social Policy, International Labour Office, Geneva
- Levine, Ross (1997): Stock Markets, Economic Development, and Capital Control Liberalization, in: Perspective 31(3)
- Leys, Colin (1996): The rise & fall of development theory, Bloomington
- Lim, Joseph Y. (2000): Markets and Trade and the Role of Institutions and Governance Structures. Some Lessons from East Asia, Quezon City
- Lipietz, Alain (1987): Mirages and Miracles. The Crisis of Global Fordism, London
- Löwe, Claus (1996): Globale Trends im Investmentbanking, in: J.P. Krahnert / B. Rudolph (Hrsg.), Umbau der Finanzindustrie. Schriftenreihe des Instituts für Kapitalmarktforschung an der J.W. Goethe-Universität Frankfurt/Main
- Lüken gen. Klaffen, Mathilde (1993): Währungskonkurrenz und Protektion. Peripherisierung und ihre Überwindung aus geldwirtschaftlicher Sicht, Marburg
- Lustig, Nora (1996): Mexico: The Remaking of an Economy, Brookings Institution, Washington D.C.
- Lütz, Susanne (2000): Globalisierung und die politische Regulierung von Finanzmärkten, in: Prokla. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft 30(1), S. 61-81
- Macedo, Roberto (1996): Vom Cruzado zum Real. Die Stabilisierungspläne seit der Redemokratisierung, in: G. Calcagnotto / B. Fritz (Hrsg.), Inflation und Stabilisierung in Brasilien. Probleme einer Gesellschaft im Wandel, Frankfurt/Main, S. 49-65
- Malcher, Ingo (2001): Argentinien. Die Krise der Zitronenrepublik, in: Sozialismus, Nr. 1 (Jan.), S. 46-48
- Manzocchi, Stefano (2001): Capital Flows to Developing Economies throughout the Twentieth Century, in: L. Elliott Armijo (Ed.), Financial Globalization and Democracy in Emerging Markets, Houndsmill/Basingstoke, S. 51-73

- Marazzi, Christian (1995) [1977]: Money in the World Crisis: The New Basis of Capitalist Power, in: W. Bonefeld / J. Holloway (Eds.): Global Capital, National State and the Politics of Money, Houndsmill/Basingstoke, S. 69-91
- Marazzi, Christian (1999): Fetisch Geld. Wirtschaft, Staat, Gesellschaft im monetaristischen Zeitalter, Zürich
- Mármora, Leopoldo / Messner, Dirk (1989): Old Development Theories – New Concepts of Internationalism. A Comparison of Argentina and South Korea, in: W. Váth (Ed.), Political Regulation in the “Great Crisis”, Berlin, S. 131-171
- Mármora, Leopoldo / Messner, Dirk (1991): Zur Kritik eindimensionaler Entwicklungskonzepte. Die Entwicklungsländer im Spannungsfeld zwischen aktiver Weltmarktintegration und globaler Umweltkrise, in: Prokla. Zeitschrift für kritische Sozialwissenschaft 21(1), S. 90-111
- Martens, Jens (2002): Die UN-Konferenz über Finanzierung für Entwicklung 2002. Vorbereitungsprozess, Themen und Konfliktlinien, in: J. Betz / S. Brüne (Hrsg.), Neues Jahrbuch Dritte Welt. Entwicklungsfinanzierung, Opladen, S. 25-38
- Marx, Karl (1983): Das Kapital, MEW, Berlin
- Matouk, Jean (2001): Argentine: l'échec d'une nation, in: Le Monde v. 23./24.1.2001, S. 14
- McCombie, John S.L. / Thirlwall, A.P. (1999): Growth in an international context: a Post Keynesian view, in: J. Deprez / J. T. Harvey (Eds.): Foundations of International Economics, London, S. 35-90
- McLeod, Ross H. / Garnaut, Ross (1998): East Asia in Crisis. From Being a Miracle to Needing One? London
- Menkhoff, Lukas (1995): Spekulative Verhaltensweisen auf Devisenmärkten, Tübingen
- Menkhoff, Lukas (2000): Die Rolle (inter)nationaler Finanzmärkte in der Asienkrise, in: R. Schubert, Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – das Beispiel der Asienkrise, Berlin, S. 45-73
- Menkhoff, Lukas (2001): Beteiligungsgerechtigkeit für Entwicklungsländer in der internationalen Finanzordnung, in: Internationale Politik und Gesellschaft 4/2001, S. 377-385
- Menkhoff, Lukas / Tolsdorf, Norbert (2001): Financial Market Drift. Decoupling of the Financial Sector from the Real Economy, Berlin et al.
- Menzel, Ulrich / Senghaas, Dieter (1986): Europas Entwicklung und die Dritte Welt. Eine Bestandsaufnahme, Frankfurt/Main
- Messner, Dirk (1988): Südkorea: Kontrastfall in der Verschuldungskrise. Streitfall in der entwicklungstheoretischen Debatte, in: Peripherie. Zeitschrift für Politik und Ökonomie in der Dritten Welt, Nr. 33-34
- Messner, Dirk (1998): Wirtschaft und Entwicklung in Argentinien in den 90er Jahren: ein schwieriger Neuanfang, in: Ders., Lateinamerika. Der schwierige Weg in die Weltwirtschaft, Duisburg, S. 50-74
- Metzger, Martina (2001): Die Qual der Wahl: Wechselkursregime für Entwicklungsländer, in: A. Heise (Hrsg.), Neue Weltwährungsarchitektur, Marburg, S. 131-159
- Meyer-Stamer, Jörg (1997): Standort Brasilien. Eine Analyse für die Stabsabteilung der Friedrich-Ebert-Stiftung, Bonn
- Meyer-Stamer, Jörg (2000): Neoliberalismus? Brasilien: Die politische Ökonomie einer zähen Strukturanpassung. INEF Report Nr. 49, Institut für Entwicklung und Frieden, Duisburg
- Minsburg, Naúm (2000): La Economía postmenemista. ¿Atrapada sin salida?, Buenos Aires
- Mishkin, Frederic S. (1997): The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, New York
- Mishkin, Frederic S. (1998): International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability, in: D. Duwendag (Hrsg.), Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Bd. 261, Berlin, S. 11-40
- Morazán, Pedro (2002a): Die Rolle des IWF und der institutionellen Anleger, in: Südwind e.V. u.a. (Hg.): Schuldenkrise in Argentinien. Wer zahlt die Zeche?, Siegburg u.a., S. 14-23
- Morazán, Pedro (2002b): Die Schuldenkrise Argentiniens: Ein faires und transparentes Schiedsverfahren könnte die Lösung sein, in: Lateinamerika Analysen, H. 2 (Juni), S. 103-108
- Mosebach, Kai (2000): Grenzen nachholender Modernisierung im globalen Kapitalismus. Zur Kritik der Konzeption systemischer Wettbewerbsfähigkeit des Deutschen Instituts für Entwicklungspolitik, in: Peripherie. Zeitschrift für Politik und Ökonomie in der Dritten Welt 20(4), S. 59-84
- Mosebach, Kai (2001): Basel II, in: Informationsbrief Weltwirtschaft & Entwicklung 3-4/2001, S. 3
- Müller-Plantenberg, Urs (1991): Marktwirtschaft und Demokratie in Lateinamerika, in: Prokla. Zeitschrift für politische Ökonomie und sozialistische Politik 21(1), S.74-89
- Mundell, Robert (1962): The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy under Fixed Exchange Rates, IMF Staff Papers, Washington D.C.
- Mundell, Robert (1963): Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, in: Canadian Journal of Economics and Political Science 29, S. 475-485

- Mundell, Robert (1968): *International Economics*, New York
- Muno, Wolfgang / Wagner, Christoph (2000): Marktwirtschaft versus Demokratie? Wirtschaftliche Reformen und politische Entwicklung in Argentinien und Uruguay, in: J. Dosch, Jörn / J. Faust (Hrsg.), *Die ökonomische Dynamik politischer Herrschaft. Das pazifische Asien und Lateinamerika*, Opladen, S. 73-107
- Muno, Wolfgang/Christoph Wagner (2000): Marktwirtschaft versus Demokratie? Wirtschaftliche Reformen und politische Entwicklung in Argentinien und Uruguay, in: Dosch, Jörn/Jörg Faust (Hg.): *Die ökonomische Dynamik politischer Herrschaft. Das pazifische Asien und Lateinamerika*, Opladen, S. 73-107
- Narr, Wolf-Dieter / Schubert, Alexander (1994): *Weltökonomie. Die Misere der Politik*, Frankfurt/Main
- Neftci, Salih N. (1998): *FX Short Positions, Balance Sheets and Financial Turbulence. An Interpretation of the Asian Financial Crisis*, Centre for Economic Policy Analysis Working Paper Series III [www.newschool.edu/cepa/papers/archive/cepa0307.pdf]
- Nicolas, Alrich (1995): *Geldverfassung und Entwicklung in Lateinamerika*, Marburg
- Nochteff, Hugo (2001): La Experiencia Argentina de los 90 desde el Enfoque de la Competividad Sistemica, in: T-Altenburg / D. Messner (Hrsg.), *Wettbewerbsfähiges Lateinamerika. Herausforderungen für Wirtschaft, Gesellschaft und Staat (Festschrift zum 60. Geburtstag von Klaus Eßer)*, Bonn, S. 155-165
- Nochteff, Hugo/Martin Abeles (2000): Economic shocks without vision: neoliberalism in the transition of socio-economic systems. Lessons from the Argentine case, Frankfurt/M.
- Nohlen, Dieter / Thibaut, Berbgard (1995): Struktur- und Entwicklungsprobleme Lateinamerikas, in: D. Nohlen / F. Nuscheler (Hrsg.), *Handbuch der Dritten Welt. Band 2: Südamerika*, Bonn, S. 13-143
- Nolte, Detlef (2001): Trendwende in Argentinien? Ist Domingo Cavallo erneut der Retter?, in: *Brennpunkt Lateinamerika*, Nr. 6 vom 31. März 2001
- Nolte, Detlef / Werz, Nikolaus (Hrsg.) (1996): *Argentinien. Politik, Wirtschaft, Kultur und Außenbeziehungen*, Frankfurt/Main
- Nolte, Detlef/Nikolaus Werz (Hg.) (1996): *Argentinien. Politik, Wirtschaft, Kultur und Außenbeziehungen*, Frankfurt/M.
- North, Douglass (1992): *The New Institutional Economics and Development*, [http://www.econ.iastate.edu/tesfatsi/NewInstE.North.pdf]
- Novy, Andreas (2000): Verschuldungs- und Finanzkrisen als Wegbereiter der sozialliberalen Hegemonie, in: D. Boris / A. Diaz / K. Eicker-Wolf et al. (Hrsg.), *Finanzkrisen im Übergang zum 21. Jahrhundert. Probleme der Peripherie oder globale Gefahr?*, Marburg, S. 289-318
- Novy, Andreas / Calzadilla, Bernhard (1995): Die Industrialisierung Brasilien, in: P. Feldbauer / A. Gächter / G. Hardach et al. (Hrsg.), *Industrialisierung. Entwicklungsprozesse in Afrika, Asien und Lateinamerika*, Frankfurt/Main, S. 193-208
- Nunnenkamp, Peter (1998): Wirtschaftliche Aufholprozesse und "Globalisierungskrisen" in Entwicklungsländern: Implikationen für nationale Wirtschaftspolitik und den globalen Ordnungsrahmen. *Kieler Diskussionsbeiträge* 328, Kiel
- Nunnenkamp, Peter (1999): Lehren aus der Asienkrise, in: *Jahrbuch Dritte Welt* 2000, München, S. 84-100
- Nunnenkamp, Peter (2000): Internationales Finanzsystem und die Herausforderungen der Liberalisierung der Kapitalmärkte, KAS-AI 10/00, S. 4-22
- OECD (1998): *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, Paris
- Oechsli, Christopher G. (1981): Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts. An Analogy to Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Reform Act, in: *Virginia Journal of International Law*, Vol. 21, No. 2, S. 305-341
- Ötke-Robe, Inci (2000): Appendix III: Malaysia's Experience with the Use of Capital Controls, in: *International Monetary Fund: Capital Controls: Country Experience with their Use and Liberalization*, Occasional Paper No. 190, Washington D.C., S. 94-105
- Overbeek, Henk (2000): Transnational historical materialism: theories of transnational class formation and world order, in: R. Palan (Ed.): *Global Political Economy*, London, S. 168-183
- Palan, Ronen (Ed.) (2000): *Global Political Economy*, London
- Palley, Thomas I., (1999): International finance and global deflation. There is an alternative, in: R. P. F Holt / S. Pressman (Eds.): *A New Guide to Post Keynesian Economics*, London, S. 52-64
- Palma, Gabriel (1997): On the Economics of Magical Realism. Is 'More Savings and More Transparency' really the Main Lesson of the 1994 Mexican Crisis?, in: *Cambridge Review of International Affairs* 11(1), S. 107-140

- Palma, Gabriel (2000): The Magical Realism of Brazilian Economics. How to Create a Financial Crisis by Trying to Avoid One, : Center for Economic Policy Analysis Working Paper III-17, New York
- Patomäki, Heikki (2001): Democratising Globalisation. The Leverage of the Tobin Tax, London
- Petras, James/Henry Veltmeyer (2002): Argentina: Between disintegration and revolution, in: http://www.rebellion.org/petras/english/argentina_200602.htm, (Juni 2002)
- Pinheiro, Armando Castelar (2000): The Brazilian privatization experience: What next? Texto para Discussao No. 87, Rio de Janeiro [<http://www.bndes.gov.br>]
- Pinheiro, Armando Castelar / Giambiagi, Fabio / Mesquita Moreira Maurício (2001): Brazil in the 1990s: A successful transition? Texto para Discussao No. 91, Rio de Janeiro [<http://www.bndes.gov.br>]
- Polanyi, Karl (1997): The Great Transformation, Frankfurt/Main
- Porter, Tony (2001): The Democratic Deficit in the Institutional Arrangements for Regulating Global Finance, in: Global Governance 7(4), S. 427-439
- Prebisch, Raul (1964): Towards a New Trade Policy for Development, in: Proceedings of the United Nations Conference on Trade and Development, Geneva 23 March – 16 June 1964 Vol. II (Policy Statements), New York, S. 5-64
- Pries, Frank (2002): Steuervermeidung als Nationalsport. Die Korruption hat Argentinien durchdrungen und zu der tiefen Skepsis dem eigenen Land gegenüber beigetragen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung v. 14.1.2002, S. 9
- Puga, Fernando Pimentel (1999): The Brazilian Financial System. Recent Restructuring, International Comparisons and Vulnerability to a Foreign Exchange Crisis, Rio de Janeiro
- Radelet, Steven / Sachs, Jeffrey (1997): Asia's Bright Future, in: Foreign Affairs 76(6)
- Radelet, Steven / Sachs, Jeffrey (1998): The Onset of the East Asian Financial Crisis [www.hiied.harvard.edu/pub/other/eaonset.pdf]
- Raffer, Kunibert (1990): Applying Chapter 9 Insolvency to International Debts. An Economically Efficient Solution with a Human Face, in: World Development, 18(2), S. 301-311
- Raffer, Kunibert (1999): Das 'Management' der Schuldenkrise. Versuch wirtschaftlicher Sanierung oder Instrument neokolonialer Dominanz?, in: A. Novy / Ch. Parnreiter / K. Fischer (Hrsg.), Globalisierung und Peripherie. Umstrukturierung in Lateinamerika, Afrika und Asien, Frankfurt/Main, S. 95-111
- Raffer, Kunibert (2001): Let Countries Go Bankrupt. The Case for Fair and Transparent Debt Arbitration, in: IPG 4/2001, S. 367-376
- Reichel, Richard (1997): Zurück zum Wohlstand? Entwicklungsperspektiven Argentiniens im 21. Jahrhundert, in: L. Pries et al. (Hrsg.), Lateinamerikas wirtschaftliche Öffnung. Versuche einer Zwischenbilanz, Erlangen, S. 25-45
- Reichel, Richard (1997): Zurück zum Wohlstand? Entwicklungsperspektiven Argentiniens im 21. Jahrhundert, in: Pries, Ludger u.a. (Hg.): Lateinamerikas wirtschaftliche Öffnung. Versuche einer Zwischenbilanz, Erlangen, S. 25-45
- Reinicke, Wolfgang H. (1998): Global Public Policy. Governing without Government?, Washington D.C.
- Reisen, Helmut (2001): Will Basel II contribute to Convergence in International Capital Flows?, in: Bankarchiv 49, Österreichische Bankwissenschaftliche Gesellschaft
- Rodrik, Dani (1998): Who Needs Capital-Account Convertibility? Symposium Paper, Princeton: Princeton University
- Rodrik, Dani (1999): How Far Will International Economic Integration Go?, in: Journal of Economic Perspectives [<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik.academic.ksg/jep.pdf>]
- Rodrik, Dani (2000): Development Strategies for the 21st Century, in: B. Pleskovic / N. Stern (Eds.): Annual World Bank Conference on Development Economics 2000, Washington D.C., S. 85-108
- Rogoff, Kenneth / Zettelmeyer, Jermin (2002): Early Ideas on Sovereign Bankruptcy Reorganization – a Survey, IMF Working Paper WP/02/57, March 2002
- Ros, Jaime / Lustig, Nora Claudia (1999): Trade and Financial Liberalization With Volatile Capital Inflows: Macroeconomic Consequences and Social Impacts in Mexico During the 1990s. Center for Economic Policy Analysis, Working Paper I-18, New York
- Roubini, Nouriel (1997-1999): Asia Crisis Homepage, Stern School of Business, New York University [www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html]
- Ruggie, John (1982): International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order, in: International Organization 36, S. 379-415
- Sablowski, Thomas / Kellermann, Christian (2001): Vernetzung unter Druck, in: J. Esser / E. Schamp (Hrsg.), Metropolitane Region in der Vernetzung, Frankfurt/Main, S 181-214

- Sachs, Jeffrey / Tornell, Aaron / Velasco, Andrés (1999): The collapse of the Mexican Peso. What have we learned?, in: NBER-Session on Mexico, 6th May 1999. [www.nber.org/%7Econfer/99/mexico99/sachs1.pdf]
- Sangmeister, Hartmut (1995): Brasilien, in: D. Nohlen / F. Nuschler (Hrsg.): Handbuch Dritte Welt: Südamerika, Bonn, S. 219-276
- Santiso, Javier (1999): L'Argentine face a la crise brasilienne, in: Problèmes d'Amérique Latine, No. 33 (avril-juin), S. 61-77
- Sawers, Larry/Raquel Massacane (2001): Structural reform and industrial promotion in Argentina, in: Journal of Latin American Studies, Vol. 33, Part 1, february, S. 101-132
- Scherrer, Christoph (1999): Globalisierung wider Willen? Die Durchsetzung liberaler Außenwirtschaftspolitik in den USA, Berlin
- Schierenbeck, Henner (2000): Risikomanagement, in: J. von Hagen / J. von Stein (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen. Handbuch des Finanzsystems, Stuttgart, S. 1446-1487
- Schröder, Ralf (1992): Mexiko – Entwicklung und Krise aus monetär-keynesianischer Sicht, Marburg
- Schubert, Alexander (1985): Die internationale Verschuldung. Die Dritte Welt und das transnationale Bankensystem, Frankfurt/Main
- Schubert, Alexander (1997): Finanzen und Staatsverschuldung, in: Stiftung Entwicklung und Frieden (Hrsg.), Globale Trends 1998. Fakten – Analysen – Prognosen, Frankfurt/Main, S. 193-209
- Schubert, Alexander (1997a): Informeller Sektor oder informelle Gesellschaft? Zur Informalität in Lateinamerika, in: A. Komlosy et al. (Hrsg.): Ungeregt und unterbezahlt. Der informelle Sektor in der Weltwirtschaft, Frankfurt a.M., S. 169-181
- Schvarzer, Jorge (1998): Economic Reform in Argentina: Which Social Forces for What Aims?, in: P. Oxhorn / G. Ducatenzeiler (Ed.), What Kind of Democracy? What Kind of Market? Latin America in the Age of Neoliberalism, Pennsylvania, S. 61-88
- Schvarzer, Jorge (1998): Economic reform in Argentina: Which social forces for what aims?, in: Oxhorn, Philip D./Graciela Ducatenzeiler (Hg.): What kind of democracy? What kind of market? Latin America in the age of neoliberalism, Pennsylvania, State University Press, S. 61-88
- Schvarzer, Jorge (2001): Argentine: la longue agonie de la convertibilité, in: Problèmes d'Amérique latine, No. 42 (juillet-sept.), S. 3-20
- Schvarzer, Jorge (2002): Die lange Krise der Verschuldung in Lateinamerika, in: Lateinamerika Analysen, 2/2002 (Juni); S. 67-102
- Schvarzer, Jorge u.a. (1994): Argentinien, in: Töpper, Barbara/Urs Müller-Plantenberg (Hg.): Transformation im südlichen Lateinamerika. Chancen und Risiken einer aktiven Weltmarktintegration in Argentinien, Chile und Uruguay, Frankfurt/M., S. 102-147
- Setterfield, Mark (2001): Macrodynamics, in: R. P. F. Holt / S. Pressman (Eds.): A New Guide to Post Keynesian Economics, London, S. 92-101
- Setton, Daniela (2001): Die Entwicklungsdynamik der Finanzmärkte als Teil der Internationalisierung des Kapitals, Diplomarbeit an der Johann Wolfgang Goethe Universität Frankfurt am Main, Fachbereich Gesellschaftswissenschaften
- Sevilla, Rafael / Zimmerling, Ruth (Hrsg.) (1997): Argentinien. Land der Peripherie, Bad Honnef
- Sevilla, Rafael/Ruth Zimmerling (Hg.) (1997): Argentinien. Land der Peripherie, Bad Honnef
- Sharma, Krishnan (1999): Understanding the Dynamics Behind Excess Capital Inflows and Excess Capital Outflows in East Asia, in: B. Herman (Ed.), Global Financial Turmoil and Reform. A United Nations Perspective, Tokyo, S. 405-430
- Siebert, Horst (1998): Disziplinierung der nationalen Wirtschaftspolitik durch die internationale Kapitalmobilität, in: D. Duwendag (Hrsg.): Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik. Schriften des Vereins für Socialpolitik, Bd. 261, Berlin, S. 41-67
- Siebert, Horst (1999): The World Economy, London, New York
- Sinclair, Timothy (2001): The Infrastructure of Global Governance. Quasi-Regulatory Mechanisms and the New Global Finance, in: Global Governance 7(4), S. 441-451
- Singh, Kavaljit (2000): Taming Global Financial Flows. A Citizen's Guide, London
- Smithin, John (2001): International monetary arrangement, R. P. F. Holt / S. Pressman (Eds.): A New Guide to Post Keynesian Economics, London, S. 114-125
- Soederberg, Susanne (2001): The Emperor's New Suit. The New International Financial Architecture as a Reinvention of the Washington Consensus, in: Global Governance 7(4), S. 453-467
- Soros, George (2001): Die offene Gesellschaft. Für eine Reform des globalen Kapitalismus, Berlin

- Spahn, Paul Bernd (1995): International Financial Flows and Transaction Taxes. Survey and Options. IMF Working Paper WP/95/60, Washington D.C.
- Spahn, Paul Bernd (2002): Zur Durchführbarkeit einer Devisentransaktionssteuer. Gutachten im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Bonn
- Spruyt, Hendrik (2000): New institutionalism and international relations, in: R. Palan (Ed.) Global Political Economy, London, S. 130-142.
- Stallings, Barbara / Studart, Rogerio (2001): Financial Regulation and Supervision in Emerging Markets. The Experience of Latin America since the Tequila Crisis, Santiago de Chile
- Stanley, Ruth (2000): Polizeigewalt im Großraum Buenos Aires. Braucht der Neoliberalismus eine policia brava?, in: Peripherie. Zeitschrift für Politik und Ökonomie in der Dritten Welt 80(4), S. 41-58
- Stiglitz, Joseph (1998a): Die Helsinki-Rede des Weltbank-Vizepräsidenten Joseph Stiglitz über einen „Post Washington Consensus“, in: Blätter für deutsche und internationale Politik 43(9), S. 1143-1146
- Stiglitz, Joseph (1998b): The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy. Address to the Chicago Council on Foreign Relations [www.worldbank.org/html/extdr/extme/jssp022798]
- Stiglitz, Joseph (2002): Die Schatten der Globalisierung, Berlin
- Storck, Ekkehard (1995): Euromarkt: Finanz-Drehscheibe der Welt, Stuttgart
- Storck, Ekkehard (1998): Globalisierung und EWU. Der Euromarkt als Finanz-Drehscheibe der Welt, München
- Story, Jonathan (2000): The Emerging World Financial Order and Different Forms of Capitalism, in: R. Stubbs / G-Underhill (Ed.), Political Economy and the Changing Global Order, Oxford, S. 129-140
- Strange, Susan (1986): Casino Capitalism, Oxford
- Strange, Susan (1996): Mad Money, Manchester
- Strulik, Torsten (2000): Risikomanagement globaler Finanzmärkte. Herausforderungen und Initiativen im Kontext der Bankenregulierung, Frankfurt/Main
- Sum, Ngai-ling (1997): Ostasiatischer „Exportismus“ und global-regional-lokale Dynamiken. Von der Regulation zur (Geo-)Governance von Zeit und Raum, in: S. Becker / T. Sablowski / W. Schumm (Hrsg.), Jenseits der Nationalökonomie? Weltwirtschaft und Nationalstaat zwischen Globalisierung und Regionalisierung, Berlin, S. 167-213
- Swary, Itzhak / Topf, Barry (1992): Global Financial Deregulation. Commercial Banking at the Crossroads, Oxford
- Tabb, William K. (1999): Reconstructing Political Economy. The great divide in economic thought, London / New York
- Tedesco, Laura (2000): La ñata contra el vidrio. Urban Violence and Democratic Governability in Argentina, in: Bulletin of Latin American Research, 19, S. 527-545
- Tetzlaff, Rainer (1996): Weltbank und Währungsfonds – Gestalter der Bretton-Woods-Ära. Kooperations- und Integrations-Regime in einer sich dynamisch entwickelnden Weltgesellschaft, Opladen
- The Economist. A survey of Argentina v. 6. Mai 2000
- Tickell, Adam (1999): Unstable Futures: Controlling and Creating Risks in International Money, in: L. Panitch / C. Leys (Ed.), Global Capitalism Versus Democracy, Socialist Register, Woodbridge, S. 248-277
- Tobin, James (1996): Prologue, in: M. ul Haq / I. Kaul / I. Grunberg (Ed.), The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility, Oxford, S. ix-xviii
- Tyrell, Marcel / Schmidt, Reinhard (2001): Pensions- und Finanzsysteme in Europa: Ein Vergleich unter dem Gesichtspunkt der Komplementarität. Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der J. W. Goethe-Universität Frankfurt/Main, Working Paper Finance & Accounting No. 65, Frankfurt/Main
- ul Haq, Mahub / Kaul, Inge / Grunberg, Isabelle (Ed.) (1996): The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility, Oxford
- Umlauf, Matthias (2002): Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung, Hamburg
- UNCTAD (2001): Trade and Development Report 2001, United Nations Conference on Trade and Development, Geneva
- Underhill, Geoffrey R.D. (1997a): Private Markets and Public Responsibility in a Global System: Conflict and Cooperation in Transnational Banking and Securities Regulation, in: Ders., The New World Order in International Finance, Houndsmill/Basingstoke, S. 17-49
- Underhill, Geoffrey R.D. (Ed.) (1997): The New World Order in International Finance, Houndsmill/Basingstoke
- Uszczapowski, Igor (1999) : Optionen und Futures verstehen. Grundlagen und neue Entwicklungen, München
- Valdez, Stephen (1997): An Introduction to Global Financial Markets, London
- Wachendorfer, Achim / Mathieu, Hans (1995): Brasilien: Ein Wirtschaftsplan entscheidet die Wahlen, in: Lateinamerika 19 „Sport und Spiele“. Analysen und Berichte, Bad Honnef, S. 153-163

- Wade, Robert (1998): From Miracle to Meltdown. Vulnerabilities, Moral Hazard, or Panic and Debt Deflation in the Asian Crisis? [<http://tap.epn.org/sage/asiac3a.html>]
- Wade, Robert / Veneroso, Frank (1998): The Asian Crisis. The High Debt Model vs. the Wall Street-Treasury-IMF Complex, in: New Left Review, March/April 1998, S. 3-23
- WEED (2001): Devisenumsatzsteuer. Ein Konzept mit Zukunft. Möglichkeiten und Grenzen der Stabilisierung der Finanzmärkte durch eine Tobin-Steuer, Bonn
- Weiss, Sandra (2002): Vom passiven Wähler zum aktiven Bürger. Argentinien verarmt und die Menschen müssen sich selbst helfen (Bericht), in: Lateinamerika Analysen, 2/2002 (Juni), S. 146-156
- Weltbank (1979): Weltentwicklungsbericht, Washington D.C.
- Weltbank (1987): Weltentwicklungsbericht. Anpassungs- und Wachstumshemmnisse in der Weltwirtschaft, New York
- Werner, Welf (1999): Das WTO-Finanzabkommen, München/Wien
- White, William R. (2000): What have We Learned from Recent Financial Crises and Policy Responses? BIS Working Paper No. 84, Basle
- Williamson, John (1990): Latin American Adjustment. How Much Has Happened?, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Williamson, John (1992): International Monetary Reform and the Prospects for Economic Development, in: J. Teunissen (Ed.), Fragile Finance. Rethinking the International Monetary System, Den Haag, S. 86-100
- Williamson, John (1999): What should the Bank think about the Washington Consensus?, Paper prepared as a background to the World Bank's World Development Report 2000, July 1999, Institute for International Economics [www.iie.com/papers/williamson0799.htm]
- World Bank (1993): The East Asian Miracle. Economic Growth and Public Policy, New York
- World Bank (2000): Entering the 21st Century. World Development Report 1999/2000, Washington D.C.
- World Bank (2002): Global Development Finance 2002, Washington D.C.
- Wray, L. Randall (1999): The development and reform of the modern international monetary system, in: J. Deprez / J. T. Harvey (Eds.): Foundations of International Economics, London, S. 171-199

Anhang

Tabelle A1: Kapitalflüsse in die Krisenländer Lateinamerikas und Südostasiens

Kapitalflüsse in die Krisenländer Lateinamerikas und Südostasiens; Angaben in Millionen US-Dollar								
	Aggregate Net Resource flows (1)=(2)+(3)+(4)+(5)	Foreign Direct Investment (2)	Portfolio equity flows (3)	Official Grants (4)	Net Flows on Debt (5)	Interest Payments (6)	Profit remittance (7)	Aggregate Net transfers (8)=(1)-(6)-(7)
Argentinien								
1993	15.395,9	2.763,0	5.529,0	32,0	7.071,9	2.499,9	946,0	11.950,0
1994	11.927,3	3.490,0	1.205,0	16,0	7.216,3	3.157,1	1.120,0	7.650,3
1995	11.472,6	5.315,0	211,0	36,0	5.910,5	4.346,0	1.300,0	5.826,6
1996	18.956,4	6.522,0	864,0	26,9	11.543,5	4.678,0	1.500,0	12.777,6
1997	19.702,1	8.755,0	2.236,0	27,8	8.683,3	5.724,0	1.600,0	12.377,6
1998	20.003,9	6.526,0	50,0	31,0	13.397,0	7.099,2	1.800,0	11.104,7
1999	32.690,5	23.579,0	403,0	15,2	8.692,4	8.509,2	2.200,0	21.981,3
Brasilien								
1993	15.275,7	1.292,0	5.500,0	58,9	8.424,8	3.222,3	2.139,0	9.914,4
1994	10.305,8	3.072,0	5.082,0	69,0	2.082,7	5.114,7	2.450,0	2.741,0
1995	18.482,5	4.859,0	4.411,0	64,7	9.147,9	8.958,0	2.600,0	6.924,6
1996	30.854,3	11.200,0	3.981,0	80,4	15.592,9	8.295,6	3.200,0	19.358,6
1997	19.702,1	19.650,0	3.835,0	68,4	14.920,7	10.683,1	3.300,0	24.491,0
1998	20.003,9	31.913,0	542,0	97,0	28.396,6	10.348,0	4.000,0	46.600,7
1999	32.690,5	32.659,0	1.961,4	61,9	-11.167,1	13.121,5	4.660,0	21.981,3
Mexiko								
1988	1.188,4	2.594,0	0	76,3	-1.481,9	7.542,9	1.083,0	-7.437,4
1989	1.619,0	3.037,0	0	37,1	-1.455,0	7.915,8	1.252,0	-7.548,7
1990	12.475,4	2.634,0	563,0	54,1	9.224,3	5.797,4	1.314,0	5.364,0
1991	13.513,0	4.742,0	4.404,0	45,8	4.321,2	6.222,6	2.492,0	4.798,4
1992	9.855,1	4.393,0	5.365,0	13,5	83,6	5.844,2	2.312,0	1.698,9
1993	21.298,2	4.389,0	14.297,0	52,6	2.559,6	5.834,8	2.346,0	13.117,4
1994	20.171,0	10.972,0	4.521,0	46,8	4.631,2	6.535,1	2.400,0	11.236,0
1995	26.320,8	9.526,3	520,0	31,1	16.243,5	8.052,7	2.500,0	15.768,2
Indonesien								

1995	12.905,7	4.346,0	4.873,0	249,0	3.437,7	4.934,6	3.000,0	4.971,0
1996	15.567,9	6.194,0	3.099,0	189,8	6.085,0	5.114,3	3.400,0	7.053,6
1997	11.601,9	4.677,0	298,0	193,8	6.433,1	5.115,9	3.300,0	3.185,9
1998	-441,9	-356,0	250,0	254,8	-590,7	5.599,3	2.800,0	-8.841,2
1999	-4.928,4	-2.745,0	1.272,8	415,8	-3.872,0	4.781,8	3.600,0	-13.310,3
Südkorea								
1995	13.048,2	1.776,0	3.559,0	4,6	7.708,6	2.930,7	295,0	9.822,5
1996	19.359,1	2.326,0	3.700,0	1,8	13.331,3	2.837,0	320,0	16.202,1
1997	22.381,1	2.844,0	1.257,0	0,3	18.279,8	4.110,4	350,0	17.920,7
1998	13.201,6	5.415,0	4.096,0	3,7	3.686,9	5.013,8	375,0	7.812,6
1999	9.758,2	9.333,4	12.425,6	2,5	-12.003,3	4.585,5	568,0	4.604,7
Malaysia								
1995	10.541,5	4.178,2	2.299,0	11,1	4.053,2	1.150,5	4.000,0	5.391,0
1996	12.030,9	5.078,0	4.353,0	7,2	2.592,6	1.432,2	4.000,0	6.598,8
1997	9.181,9	5.136,5	-489,0	7,7	4.526,7	1.588,0	4.200,0	3.393,9
1998	5.688,8	2.163,4	592,0	15,2	2.918,1	1.813,2	4.500,0	-624,5
1999	3.616,2	1.552,9	521,5	10,9	1.530,9	1.804,0	4.400,0	-2.587,8
Philippinen								
1995	3.830,1	1.478,0	1.961,0	276,6	114,4	1.844,0	400,0	1.586,2
1996	5.229,6	1.517,0	1.333,0	246,6	2.133,0	1.659,4	450,0	3.120,2
1997	4.711,6	1.222,0	73,0	192,7	3.223,9	1.702,3	500,0	2.509,3
1998	3.313,8	2.287,0	454,0	183,8	389,0	1.950,0	580,0	783,9
1999	4.955,0	573,0	421,0	170,5	3.789,8	2.036,4	599,0	2.319,7
Thailand								
1995	10.630,2	2.068,0	2.154,0	99,0	6.309,3	2.649,2	480,0	7.501,0
1996	14.219,9	2.335,9	1.551,0	96,3	10.236,8	3.112,7	510,0	10.597,2
1997	9.615,1	3.746,0	-308,0	80,8	6.096,3	3.469,6	550,0	5.595,6
1998	8.986,3	6.941,0	2.341,0	68,0	-363,7	3.755,7	580,0	4.650,6
1999	4.699,6	6.213,0	2.526,8	60,6	-4.100,9	5.648,8	640,0	-1.589,2

Quelle: Global Development Finance 2001.

Tabelle A2: Schuldenindikatoren der Krisenländer Südostasiens und Lateinamerikas von 1990 bis 1999

	Total Debt Outstanding (EDT) in Mrd. US-Dollar (1)=(2)+(3)+X*	Total Long Term Debt (LDOD) in Mrd. US-Dollar (2)	Short-Term-Debt Outstanding in Mrd. US-Dollar (3)	Short Term Debt/Total Debt (EDT) in % (4)=(3):(1)	Reserves/Total Debt (EDT) in % (5)	Debt Service/Exports of Goods and Services in % (6)	Current Account Balance in Mrd. US-Dollar (7)
Argentinien							
1993	64,7	52,5	8,7	13,4	23,9	30,7	-8,0
1994	75,1	63,8	7,1	9,5	21,3	25,1	-11,0
1995	98,8	71,3	21,4	21,6	16,2	30,2	-5,0
1996	111,4	81,6	23,5	21,1	17,7	39,3	-6,5
1997	128,4	90,6	32,0	24,9	17,5	50,0	-12,0
1998	141,5	105,1	31,0	21,9	17,6	57,5	-14,4
1999	147,9	111,9	31,5	21,3	17,8	75,8	-12,3
Brasilien							
1993	143,8	112,9	30,6	21,3	22,1	24,4	0,02
1994	151,2	119,6	31,4	20,8	25,5	30,6	-1,5
1995	159,1	128,4	30,5	19,2	32,4	36,7	-18,1
1996	181,1	145,6	35,4	19,6	33,0	40,7	-23,3
1997	198,6	164,1	34,4	17,3	26,0	62,3	-30,5
1998	244,8	209,9	30,1	12,3	17,9	70,2	-33,8
1999	244,7	206,3	29,5	12,1	14,2	110,9	-25,1
Mexiko							
1988	99,2	86,5	7,9	7,9	6,4	37,1	-2,4
1989	93,8	80,1	8,7	9,2	7,2	32,6	-5,8
1990	104,4	81,8	16,1	15,4	9,8	20,7	-7,5
1991	114,1	85,4	21,9	19,2	15,8	23,6	-14,9
1992	112,3	81,8	24,5	21,8	17,1	33,8	-24,4
1993	131,7	90,7	36,3	27,5	19,2	35,8	-23,4
1994	151,2	97,0	39,3	28,0	4,6	28,1	-29,7
1995	166,9	113,7	37,3	22,4	10,2	27,8	-1,6
Indonesien							
1995	124,4	98,4	26,0	20,9	12,0	29,9	-6,4
1996	128,9	96,7	32,2	25,0	15,0	36,6	-7,6
1997	136,2	100,4	32,9	24,1	12,8	30,0	-4,9
1998	150,9	121,7	20,1	13,3	15,6	31,7	4,1
1999	150,1	119,8	20,0	13,3	17,6	30,3	5,8

Südkorea							
1995	85,8	39,2	46,6	54,3	38,2	7,8	-8,5
1996	115,8	49,2	66,6	57,5	29,5	8,6	-23,0
1997	137,0	72,1	53,8	39,3	14,9	8,2	-8,2
1998	139,1	94,1	28,1	20,2	37,5	12,9	40,4
1999	129,8	88,9	34,7	26,8	57,0	24,6	24,5
Malaysia							
1995	34,3	27,1	7,3	21,2	71,9	7,0	-8,7
1996	39,7	28,6	11,1	27,9	70,3	8,9	-4,5
1997	47,2	32,3	14,9	31,6	45,5	7,4	-5,9
1998	44,8	36,1	8,7	19,3	58,6	7,4	9,5
1999	45,9	38,4	7,6	16,4	66,6	4,8	12,6
Philippinen							
1995	37,8	31,8	5,3	14,0	20,5	16,1	-2,0
1996	40,1	31,7	8,0	19,9	29,3	13,4	-4,0
1997	45,7	33,0	11,8	25,8	19,1	9,2	-4,4
1998	47,8	39,0	7,1	15,0	22,6	11,9	1,6
1999	52,0	44,5	5,7	11,0	25,4	14,3	7,9
Thailand							
1995	100,1	56,0	44,1	44,1	36,9	11,6	-13,6
1996	107,8	65,2	42,6	39,5	35,9	12,6	-14,7
1997	109,7	69,5	37,8	34,5	24,5	15,5	-3,0
1998	104,9	72,0	29,7	28,3	28,1	18,4	14,2
1999	96,3	69,5	23,4	24,3	35,4	22,0	12,4

Quelle: Global Development Finance 2001

Anmerkung: X = Use of IMF credits*