

## II. Empirische Analyse der Markttheorie: Am Beispiel Südkoreas

Im folgenden Kapitel werden anhand der oben aufgeführten Theorie die wirtschaftspolitischen Wirkungen des gestörten Vermögensmarktes und Einkommensbildungsprozesses auf die südkoreanischen Wirtschaftsentwicklungen und den Peripherisierungsprozess empirisch untersucht, deren Daten in der Regel anhand der grafischen und tabellarischen Darstellungen dargestellt werden. Zweck des folgenden Abschnitts besteht darin, ob und inwieweit die bereits entwickelten Theorie und deren wirtschaftspolitischen Handlungen anhand der empirischen Untersuchungen verifizierbar sind. Um dieses Ziel zu erreichen, stehen die Untersuchungen der vergangenen wirtschaftspolitischen Fehler im Vordergrund, inwieweit sie als Ursache für die Währungskrise in Südkorea beitrugen, wobei die Theorien den Reflex der jeweiligen Wirtschaftspolitik darstellen. Anschliessend werden im nächsten Kapitel die möglichen Entperipherisierungsstrategien näher beleuchtet.

### A. Wirkung des Kapitalimports und der Verschuldung auf den Vermögensmarkt im Fall Südkoreas

Im folgenden Abschnitt werden die Wirkungen des Kapitalimports auf die Entwicklungen der südkoreanischen Vermögensmärkte untersucht. Dabei werden die Entwicklungen der jeweiligen Märkte unter Berücksichtigung der Wirtschaftspolitik beschrieben. Im darauf folgenden Unterkapitel werden die Einkommensbildungsentwicklungen in Südkorea dargestellt.

#### 1. *Entwicklung der Kapitalimporte und der Verschuldung: Dollarisierungsprozess in der Vergangenheit*

Die südkoreanische Währungspolitik kann seit dem Ende des Koreakrieges bis heute als eine an der US-Dollarbeschaffung orientierte Devisenmanagement-Politik erfasst werden. Dabei übersieht man (immer noch) die Notwendigkeit der Währungsqualität im Sinne der aktiven währungsstärkenden Politik

---

<sup>258</sup> Als Beispiel nennt man die Verweigerung der *Rollover*-Kredite, die in normalen Zeiten zwischen in- und ausländischen Banken üblich sind, jedoch in Krisenzeiten zu einer drastischen Verweigerungsquote führen können.

zur Überwindung der Entperipherisierung: Abb. 15 deutet darauf hin, dass Südkorea zwischen 1946 und 1978 von der US-Regierung als militärische und wirtschaftliche Hilfeleistung (*U.S. Aid*) 12,6 Mrd. US-Dollar bekam. Davon waren 6 Mrd. US-Dollar für den wirtschaftlichen Wiederaufbau nach dem Koreakrieg bestimmt. Rechnet man dies auf die Bevölkerungszahl Südkoreas um, die 1960 bei 25 Mio. lag, entspricht dies 500 US-Dollar pro Kopf. Somit war Südkorea in dieser Zeit bereits das drittgrößte Empfängerland nach Israel und Vietnam. Vergleicht man die an Südkorea geflossene Summe mit der Summe, die USA an afrikanische und südamerikanische Länder zahlte (es waren 6,0 bzw. 14,9 Mrd. US-Dollar) und mit der gesamten Empfangssumme an die ehemaligen COMECON-Staaten (inkl. der Aufbauphase in Nordkorea zwischen 1954-1978) von der ehemaligen Sowjetunion (umgerechnet 7,6 Mrd. US-Dollar), war dies eine beträchtliche Summe.<sup>259 260</sup>

Werden zu der offiziellen wirtschaftlichen Hilfeleistung in Höhe von 330 Mio. US-Dollar noch die damaligen Ausgaben der US Militärs für die Stationierung in Korea hinzugerechnet, machten beispielsweise im Jahr 1956 (nach dem Koreakrieg 1953) 1,13 Mrd. US-Dollar die Hälfte des südkoreanischen Bruttosozialproduktes aus. Dies ändert sich zwar nach dem Spitzenjahr 1957, dennoch bleibt Korea ein stark 'gefördertes' Empfängerland für US Hilfen bis zum Ende der 60er Jahre. Die Reduzierung der Hilfen nach 1957 hing auch mit der damaligen Veränderung der Washingtoner Aussenpolitik zusammen, in der sich auch die Zunahme der Zwillingsdefizite (Finanz- und Leistungsbilanzdefizite) widerspiegelte. Wie Tab. 3 zeigt, betrug in den 50er Jahren die Empfangssumme aus den USA allein für wirtschaftliche Zwecke (d.h. ausgenommen sind dabei Zahlungs- und Transaktionsverkehr in US-Dollar) durchschnittlich über 10% vom BSP, was auf den heutigen Wert umgerechnet (d.h. BIP-Deflatoren mitberücksichtigt) einem Kapitalimport von ca. 45 Mrd. US-Dollar entspricht. Somit ist anzunehmen, dass nicht nur der damalige feste Wechselkurs in hohem Masse überbewertet war, sondern dass auch der damit verbundene Dollarisierungsgrad sehr hoch war.<sup>261</sup> Dementsprechend stiegen die vom Kapitalimport gebundenen Importsog-Preise stark an, was sich wiederum (vermutlich) in der Lohn-Preis-Spirale widerspiegelt. So stiegen die Preise für Produktionsgüter (*wholesale prices*) in Südkorea neben der kriegsbedingten Inflationsrate (zwischen Juni 1950 und Juli 1953 stieg sie circa um das 18,8 fache) zwischen Juli 1953 und Dezember 1960 circa um das 4,1 fache, was als hohe Inflationsrate zu bezeichnen ist.<sup>262</sup>

Ab 1962 fanden die vom Staat getragenen Wirtschaftsentwicklungsprogramme (sogenannte „Fünfjahresplan“) statt, in dem sich zwar die Wirtschaftspolitik des Sparlückenmodells durchsetzte, die

---

<sup>259</sup> Unter den COMECON-Staaten versteht man die ehemaligen ökonomischen Ostblockländer.

<sup>260</sup> Die folgenden Zahlen zwischen Anfang 1950 und Ende 1970 basieren auf den Aufsatz von Cho, Y. J. (2001), *The International Environment and Korea's Economic Development during 1950s-1970s*, S. 116f.

<sup>261</sup> Zum versteckten Dollarisierungsprozess in Südkorea in den 90er Jahren, siehe Kapitel II.C.1.

<sup>262</sup> Dagegen resümiert Cho (2001) im Vergleich zu den Kriegsjahren als Hauptgrund für die gemilderte Inflationsrate den Kapitalimport, was sich jedoch im meinem Kontext als *petitio principii* erweist.

wiederum von „attraktiven“ Massnahmen für ausländisches Kapital durch gesetzliche Lockerungen im Jahr 1966 begleitet wurden. Dennoch gelang Südkorea seitdem eine sichtbare nominale Einkommenszuwachsrate und folglich des Pro-Kopf-Einkommens. (Siehe dazu Kapitel II.B.) Das spezifisch südkoreanische Unternehmertum *Chaebol* taucht in dieser Anfangszeit auf, als die Gewährung hoher Subventionen, sowohl direkt finanzieller als auch steuerlicher Natur, festzustellen ist. Ab Mitte der 60er Jahre fand ein Grossteil des Kapitalimportes aus Japan statt. Die Reparationsleistungen, die im Zuge der diplomatischen Normalisierung im Verhältnis zu dem ehemaligen Kolonialherrn von diesem an Korea gezahlt wurden, spielten hierbei eine wichtige Rolle. So wurden im Jahr 1965 die garantierten Kredite in Höhe von 300 Mio. US-Dollar und die öffentlichen Kredite in Höhe von 200 Mio. US-Dollar durch die Übersee-Organisationen empfangen. Diese Kredite sollten mit einem Zinssatz in Höhe von 3,5% nach sieben tilgungsfreien Jahren innerhalb von 20 Jahren zurückgezahlt werden. Daneben flossen kommerzielle Kredite in Höhe von 300 Mio. US-Dollar ein, für die ebenfalls eine lange Rückzahlungsperiode von 10 Jahren vereinbart wurde. Die gesamte Kreditsumme aus Japan scheint zwar mit der Höhe von 800 Mio. US-Dollar vergleichsweise gering zu sein. Vergleicht man sie aber mit dem damaligen südkoreanischen Exportvolumen, stellt sie eine enorme Summe dar. Allein zwischen 1967-1971 floss aus Japan Kapital in Höhe von 760 Mio. US-Dollar nach Korea, was circa 23% des gesamten südkoreanischen Exportvolumens in dieser Periode entsprach. Daneben wurde für die inländische Kapitalmobilisierung im Jahr 1965 eine Zinssatzreform erlassen. So stieg in diesem Jahr beispielsweise der Depositenzinssatz von 15 auf 30%, was den Anreiz für private Ersparnisse erhöhte und damit wiederum eine finanzielle Quelle für Investitionsprojekte schuf. Dabei darf diese Zinssatzanhebung nicht als eine Hochzinspolitik angesehen werden, sondern als eine Realisierungsmassnahme des Marktzinssatzes, welcher bis dahin unterdrückt wurde.

Auch der Vietnam-Krieg wirkte sich als Sondereffekt sowohl auf Seiten der südkoreanischen Nachfrage als auch auf Seiten der Kapitalzuflüsse aus. Im ersten Fall induzierte ein Auftrag der US-Regierung, der aus dem Bedarf an Kriegsmaterial resultierte, einen Exportboom. Im zweiten Fall flossen zwischen 1965 und 1970 zusätzliche Finanzhilfen im Rahmen des *Brown Memorandums* in Höhe von über 1 Mrd. US-Dollar. Der Anteil innerhalb des Exportvolumens betrug circa 50%, was jährlich ca. eine Höhe von 6% des BSPs ausmachte. Unterstützt wurde dabei auch der Exportboom durch zusätzliche Auslandsnachfragen von Südostasien wie beispielsweise das thailändische *Narathivat Highway* Projekt.<sup>263</sup>

In den 70er Jahren setzten sich die durch die US-amerikanische Währung finanzierten grossen Schwerindustrieprojekte fort, die seitens des damaligen Park-Regimes neben der Exportorientierung mit einer Aufrüstungspolitik der militärischen Industrien als Reaktion auf die Konfrontation mit Nordkorea in der Kaltkriegsära in Zusammenhang standen. Diese Industriepolitik stellte jedoch einen Gegenbeleg des Ricardo'schen komparativen Vorteils dar, weil zu diesem Zeitpunkt laut des komparativen Vorteils die sogenannten Leichtindustrien in die Industriepolitik passten und aufgrund der billigeren Arbeitskräfte

---

<sup>263</sup> Siehe Cho, Y. J. (2001), a.a.O., S. 124ff.

die Leichtindustrien konkurrenzfähiger als Schwerindustrien sein müssten. Dies führte dazu, dass die dauerhaft erhöhten Investitionsausgaben eine aus dem Einkommenszuwachs resultierende einheimische Ersparnisquote überstiegen. So betrug die Ersparnisquote 1974 und 1975 20,6% bzw. 20,2%, während die gesamte Investitionsquote in beiden Jahren die Höhe von 31,6% bzw. 30,2% erreichte, was auch mit einer dauerhaften extraboomenden Phase vereinbar ist.<sup>264</sup>

Zwischen 1976-1979 stellte Südkorea neben Mexiko und Brasilien bereits das dritt wichtigste Empfängerland im Finanzmarkt des Eurodollarraumes dar, wobei die Auslandsverschuldung zwischen 1967-1978 das 15fache der ursprünglichen Summe ausmachte, im Vergleich zu Mexiko und der gesamten EL jeweils das 7-fache bzw. das 10-fache der Summe. (Siehe dazu Tab. 4) Zwischen 1973-1978 nahmen insbesondere die vom privaten Finanzmarkt aufgenommenen Auslandschulden (Kredite aus dem Euromarkt) um das 6,7-fache drastisch zu. Dies macht beispielsweise bei den gesamten EL das 5fache, bei Mexiko ebenfalls das 5fache und bei Brasilien das 6,4fache aus. Zu bemerken ist dabei, dass in der wirtschaftlich schwierigen Periode Südkoreas die USA *Rollover*-Kredite gewährten: Zwischen 1974-1975 (nach der ersten weltweiten Ölkrise) nahm in Südkorea die Skepsis der ausländischen Gläubiger über die Zahlungsfähigkeit der Auslandsschulden zu. Die erste mögliche Währungskrise konnte damals deshalb abgewendet werden, weil die als Hauptgläubiger fungierenden US-amerikanischen Banken, die 80% der südkoreanischen Schuldensumme hielten, sich darauf stützten, dass die damalige US-Regierung im Fall der Zahlungsunfähigkeit Südkoreas mit einem *bail-out* reagiere als *Lender of Last Resort* fungieren würde: Nach 1976, als die südkoreanische Wirtschaftslage stabiler erschien, stiegen dann wiederum die japanischen und europäischen Gläubigeranteile innerhalb der gesamten privaten Verschuldung auf jeweils 12%, 33% und 70% in den Jahren 1976, 1978 und 1979. Im Rezessionsjahr 1981 stiegen wiederum die Kredite aus den amerikanischen GB auf eine Höhe von 2,3 Mrd. US-Dollar (das entspricht zwei Drittel der gesamten privaten Auslandschulden, die insgesamt 3,4 Mrd. US-Dollar betragen).

Die aus den USA und Japan 'importierten' Kredite wurden neben der Finanzierung der Handelsdefizite vor allem für die Finanzierung der Investitionsprojekte verwendet. So wurde ein wichtiger Teil der Kredite, die nach den Kriegsjahren aus den USA eingeführt wurden, für den Wiederaufbau der Infrastruktur und Bildung und danach für grosse Investitionsprojekte verwendet.<sup>265</sup> Obwohl beispielsweise die damalige Weltbank und die amerikanische Export-Import Bank von der Finanzierung der Stahlindustrie *Pohang Iron & Steel Company* (im folgenden *POSCO* genannt) abgeraten hatten, setzte sich doch die staatliche in US-Dollar finanzierte Industriepolitik für die Durchführung solcher grossen Projekte durch: Beispielsweise gab es in dieser Zeit neben dem Projekt *POSCO*, das durch

---

<sup>264</sup> Dies darf jedoch nicht als Beleg für die Sparlücke missverstanden werden, denn die mit der hegemonialen Währung finanzierte Projektrealisierung produziert lediglich Auslandschulden in der entsprechenden Höhe, die erst durch Produktion bzw. Verkauf der Güter wieder im realisierten Einkommen zuwachsen wird, was eine nicht-konsumierte freiwillige Ersparnisquote darstellt. Deshalb muss das Sparlücken-Argument auf den Kopf gestellt werden. (Zu dem Sparlücken-Argument, siehe beispielsweise Cho, Y. J. (2001), a.a.O., S. 130f.

<sup>265</sup> Streng genommen ist anstelle des importierten Kapitals der Begriff der 'importierten' Kredite eher angemessen, da Kapital während der Einkommensbildung den Wertschöpfungsprozess in früheren Perioden beansprucht.

öffentliche Kredite (insgesamt in Höhe von 120 Mio. US-Dollar) finanziert wurde, eine Reihe der Infrastrukturprogramme wie Bauprojekte von *Soyang River Dam* und *Seoul-Busan Expressway*.<sup>266</sup>

Die auf Kapitalimporten beruhenden Wirkungen lassen sich in dieser Periode wie folgt zusammenfassen:

1) Der permanente Zustand der Kapitalzuflüsse in Form von US-Dollar (neben der Steigerung des Exportvolumens dank der Sondereffekte) ermöglichte auch Importsteigerungen (sei es die Finanzierung von Industrieprojekten, sei es für den konsumtiven Bedarf).

2) Der dadurch entstandene dollarisierte Won-Währungsraum bis Mitte der 80er Jahre ist ein Reflex dafür, dass die an Investitionen und Export orientierte Industrialisierungsstrategie stets durch überschüssige Kapitalzuflüsse begleitet wurde. Ab Mitte der 60er Jahre bedingten neben der früheren Form der US-Hilfeleistungen (*US Aid*) zunehmend Kredite von internationalen Gläubigern die öffentliche Verschuldung in US-Währung. Zwischen den 70er und den 90er Jahren stellte der Charakter der Kapitalimporte hingegen starke Zunahme der privaten Auslandsverschuldung dar. Die Rolle der *Rollover*-Funktionen seitens der US-amerikanischen GB spielte dabei in den 70er Jahren die entscheidende Rolle für die Versorgung der Liquidität in US-Dollar, wovon Südkorea nicht nur während des Kalten Krieges sondern auch danach für den stabilen Einkommensbildungsprozess in den 70er Jahren zum Vertrauen der ausländischen Gläubiger und folglich zur Vermeidung einer Währungskrise profitierte.

In Bezug auf die Kapitalverkehrsbilanz praktizierte die südkoreanische Regierung bis Mitte der 80er Jahre neben der obigen Politik des Kapitalimports eine strenge Kapitalverkehrskontrolle, die wiederum der vom Staat geregelten Politik der Kapitalabflüsse gegenüberstand: Abb. 16 zeigt, dass von Anfang 1979 bis Ende 1985 eine negative Korrelation zwischen dem (realen) effektiven Wechselkurs (*basket currencies/won currency*) und der (realen) Zinssatzdifferenz der betroffenen Länder bestand, was ein starkes Indiz für die Kapitalverkehrskontrolle als Massnahme gegen die mangelnde Verfügung der US-Devisen und gegen die Überbewertung aufwies: Anfang der 80er Jahre wurden zwar die Kapitalimporte zum Zweck der Investitionsausgaben für die Finanzierung der Infrastruktur-Industrie wie beispielsweise *Korea Electric Power Corporation (KEPCO)* und *Pohang Steel Company (POSCO)* zugelassen. Bis Mitte der 80er Jahre wurde jedoch dadurch eine direkte Form des Schuldenaufbaus in hegemonialer Währung vermieden, da sich in dieser Zeit der internationale, hohe Zinssatz auf die Schuldenlage in Südkorea ungünstig ausgewirkt hätte. Es gab auch noch andere, indirekte Wege, Schulden in Form von US-Dollar aufzubauen: So wurde in dieser Zeit eine Möglichkeit bevorzugt, dass sich die südkoreanischen Unternehmen auf dem internationalen Kapitalmarkt durch Emittierung in US-Dollar platzierten. Die südkoreanischen GB erschienen ebenfalls als Kreditnehmer für die Finanzierung inländischer Unternehmen, da die im Vergleich zu der direkten Kreditaufnahme bei den ausländischen Gläubigerbanken zinsgünstiger war.<sup>267</sup>

---

<sup>266</sup> Siehe Cho, Y. J. (2001), a.a.O., S. 126f.

<sup>267</sup> Vgl. Mun, S.-R./ K.-M. Chung (1995), a.a.O., S. 5

Ab 1990 zeigte sich jedoch hinsichtlich der Kapitalzuflüsse und –abflüsse eine Wende, die im Vergleich zu der regulierten Kapitalverkehrspolitik als liberalisierende Kapitalverkehrspolitik zu bezeichnen ist. In Bezug auf die Kapitalimporte wurde insbesondere ab Januar 1993 (neben der Kreditaufnahme in Bargeldform Anfang der 90er Jahre) die kurzfristige Kreditaufnahme für sogenannte Investitionszwecke zugelassen. Ab Januar 1994 wurden solche Kreditaufnahmen auch auf die in Südkorea investierenden ausländischen Unternehmen erweitert, so dass ab Dezember 1994 bereits eine Auslandsfinanzierung in Höhe von 100% im Bereich der Hochtechnologie ermöglicht wurde.<sup>268</sup> Hinsichtlich der Kapitalabflüsse zeigten sich auch ab September 1985 schrittweise Liberalisierungswege, so dass ab September 1987 (neben den Aktienhandelshäuser ab September 1985) zusätzlich Treuhand- und Versicherungsgesellschaften im Ausland ihre Geschäfte tätigen konnten. Ab April 1993 wurden die Auslandsinvestitionstätigkeiten auch auf die Investitionshäuser (*Investment Banks* bzw. *Investment Institutions*), Aussenhandelsagenturen und Rentenfondsverwaltungsgesellschaften erweitert.<sup>269</sup> Die Beschränkungssumme wurde ebenfalls schrittweise aufgehoben, so dass bereits ab September 1992 die Summe an ausländischen Investitionen der oben genannten Gesellschaften bis auf 50 Mio. US-Dollar erweitert wurde. Darüber hinaus wurde die Summe von 100 Mio. US-Dollar bei grossen Firmen, die im ausländischen Zahlungsverkehr tätig sind (Anlagevermögenswerte ab 5 Billionen Won), für Auslandsinvestitionen zugelassen. Ab Februar 1994 wurde die Beschränkungssumme von Aktienhandelshäusern, Treuhand- und Versicherungsgesellschaften aufgehoben, bei Investitionshäusern, Rentenfondsverwaltungsgesellschaften und Exportunternehmen jeweils auf 100 Mio., 50 Mio. und 300 Mio. US-Dollar erweitert, wobei ab Juli 1994 der Besitz von ausländischem Vermögen auch von privaten und Unternehmensanlegern jeweils auf 100 Mio. Won und 300 Mio. Won erweitert wurde.<sup>270</sup>

Bei den Direktinvestitionen ins Ausland zeigte sich ebenfalls ab Mitte der 80er Jahren eine Liberalisierung. Dies geht auf das südkoreanische Unternehmensverhalten zurück, in dem die steigenden Löhne seit 1986 als steigende Lohnkosten betrachtet wurden, wobei die Investitionen im Ausland als (Lohn-)kostenminimierender Ausweg angesehen wurden. Investitionswerte unter 1 Mio. US-Dollar unterlagen früher regulierten Vorschriften, die ab Dezember 1987 durch eine einfache Meldepflicht ersetzt wurden. Die meldepflichtigen Beträge wurden 1988, 1992 und 1994 ebenfalls jeweils um bis zu 2 Mio., 5 Mio. und 10 Mio. US-Dollar erhöht.<sup>271</sup>

Somit weisen die Kapitalab- und zuflüsse in Südkorea eine asymmetrische Form auf. Die in US-Dollar geschuldeten Kapitalimporte stehen den in US-Dollar ausgedrückten Kapitalabflüssen gegenüber, wobei die südkoreanische Währung Won bei dem Kapitalverkehr keinerlei nennenswerte Rolle spielt. Im

---

<sup>268</sup> Siehe Mun, S.-R./ K.-M. Chung (1995), a.a.O., S. 5

<sup>269</sup> Zu den südkoreanischen Investitionshäusern gehören vor allem *Merchant Banking Corporations*, *Investment Trust Companies* und die *Korea Securities Finance Corporation*, die als Finanzier bzw. Broker am kurzfristigen Geldmarkt fungieren.

<sup>270</sup> Siehe Mun, S.-R./ K.-M. Chung (1995), a.a.O., S. 7

<sup>271</sup> Siehe Mun, S.-R./ K.-M. Chung (1995), a.a.O., S. 7

südkoreanischen Bankensystem taucht dabei eine versteckte Form der Dollarisierung auf, weil das aus US-Dollar bestehende Kreditvolumen zwar im Inland in südkoreanischer Währung erscheint, was jedoch im Fall der Rückforderung der ausländischen Gläubiger eine starke finanzielle Hebelwirkung und somit eine grosse Beeinträchtigung der inländischen Kreditgeschäfte zur Folge hat.

Hinsichtlich der Kapitalverkehrsposten sind für die korrekte Erfassung des Verschuldungs- und Dollarisierungsprozesses folgende Bemerkungen notwendig: Die ausländische Nettoverbindlichkeiten ergeben sich zwar rechnerisch aus der Differenz zwischen Bruttoforderungen an das Ausland und den Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland. Dies macht aber nur einen Teil der gesamten Verschuldungssumme in US-Währung aus. Denn zum einen wird die Forderungssumme aufgrund der Unterlegenheit der schwachen Währungskonstellation in Südkorea ausschliesslich in US-Dollar, und nicht in einheimischer Won-Währung ausgewiesen, wobei die Forderungen ans Ausland in der Regel als Devisenreserve hinzugerechnet werden. Zum anderen ist im Fall der Liquidierung der Forderungstitel in der Regel ein gesteigener *Sunk Cost* einzukalkulieren.<sup>272</sup> Diese beiden Faktoren erschweren seitens Aktiva die vollständige Erfassung der (potentiellen) Gesamtverschuldungssumme in Südkorea. Dagegen muss seitens Passiva die gesamte Verschuldungssumme in US-Dollar - sowohl hinsichtlich der Fälligkeit als auch hinsichtlich der Summe - zwingend zum fälligen Datum in vollem Umfang den (ausländischen) Gläubigern zur Verfügung gestellt werden. Es sei denn, das betreffende Verschuldungsland vereinbart mit den ausländischen Gläubigern in hegemonialer Währung einen Zahlungsaufschub oder eine Aussetzung der Zahlung, etwa in Form eines Moratoriums oder einer Entschuldung. Aus diesen Gründe beschreiben die Nettoverbindlichkeiten die Verschuldungslage nicht ausreichend. (Zur Differenz zwischen ausländischen Netto- und Bruttoverbindlichkeiten, siehe Tab. 5)

Wird diese Problematik in Südkorea angewandt, sieht anhand der gesamtwirtschaftlichen Forderungs- und Verbindlichkeitskonten der Dollarisierungsprozess in Südkorea folgendermassen aus:

Ausserhalb der Erfassungen der gesamtwirtschaftlichen Forderungs- und Verbindlichkeitskonten existierten bis 1997 genug Verschuldungsmöglichkeiten in hegemonialer Währung sowohl im Inland als auch im Ausland. Die Tab. 8 zeigt, dass bereits seit Anfang der 90er Jahre nicht nur die kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten sondern bis 1996 auch die gesamte Summe der Auslandsverbindlichkeiten ständig zunahm. Insbesondere ist zu beobachten, dass seit 1994 der Verschuldungsprozess in hegemonialer Währung durch verschiedene Träger beschleunigt wurde, wobei zu den Trägern (bis Krisenjahr 1997) die südkoreanischen Finanzinstitute und Unternehmen gehörten.

Über dies handelt es sich bei den Devisenreserven nicht um eine Devisenanhäufung aufgrund von Leistungsbilanzüberschüssen, zeigen die Devisenreserven doch lediglich ein transferierendes Moment für

---

<sup>272</sup> Der *Sunk Cost* besagt, dass bei der Liquidierung des investierten Sachkapitals (wie beispielsweise Anlagenbau im Ausland) sowohl zeitliche Probleme auftauchen, als auch ein erheblich gesunkener Verkaufspreis hinzunehmen ist.

die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite. Aufgrund des (vor allem aus Leistungsbilanzdefiziten resultierenden) Kapitalimportes bedeutet dies eine tendenzielle Annahme des gesamten Nettovermögenswertes. (Zur Devisenreserve, siehe Tab. 5) Andererseits gibt es Komponenten innerhalb der Devisenreserve, die zwar in der ZB-Bilanz als Devisen zurechnet, aber nicht zu den verfügbaren Devisen gehören. Dies sind vor allem BOK-Depositen, die einheimische Banken im Ausland angelegt haben, so dass die Zentralbank kein Zugriff auf diese Devisenkonto hatten. (Tab. 6)

Bei den übrigen Bilanzkomponenten der Auslandsforderung geht es vor allem um Direktinvestition ins Ausland in hegemonialen Währungseinheiten, bei denen es sich jedoch lediglich um den Buchwert handelt, nicht um verfügbare hegemoniale Währungseinheiten. Hinzu kommt die Finanzierung der Investitionsprojekte aus den hegemonialen Währungen, die über das Bankensystem finanziert wurden (zu den Auslandsforderungen, siehe Tab. 5) Es gibt zwar in Südkorea auch Direktinvestitionen aus dem Ausland, die Summe war bis zur Währungskrise 1997 aber relativ gering. Direktinvestitionen aus dem Ausland können nur dann zur Minderung der Nettoauslandsverschuldung beitragen, wenn daraus eine Exporterhöhung (nicht eine verstärkte Importerhöhung) resultiert, was bis zur Währungskrise 1997 nicht der Fall war.

Es gibt zusätzlich eine Vorsichtskassenhaltung in hegemonialem Währungsvermögen durch Haushalte und Unternehmen, die zur Auslandsforderungsseite gerechnet wird. Jedoch liegt die Summe der Vorsichtskassenhaltung ausserhalb des Einflussbereiches der inländischen Geld- und Währungspolitik.

Aus den oben genannten Gründen stellten auch die südkoreanischen Entwicklungen der Nettoverbindlichkeiten im Buchwert keine ausreichende Erfassung der Verschuldungslage in hegemonialer Währung dar. Für die korrekte Erfassung muss der Dollarisierungsprozesses deshalb durch die Stromgrösse ergänzt werden, die dem tatsächlichen Verschuldungsprozess in hegemonialer Währung gedient wird. Die Tab. 8 zeigt aus diesem Grund neben der Bestandsgrösse auch die Veränderungen der Verschuldungssumme: Der Dauerzustand der Kreditaufnahme im Ausland in hegemonialer Währung, die zu hoher Auslandsverschuldung führte, bedingte eine überbewertete Währung mit tendenziell steigendem Abwertungsdruck, welcher jedoch zunächst keine massiven Abwertungen sondern eher eine steigende Aufwertung zur Folge hatte. (Siehe Abb. 17 und 18) Dies lag vor allem an den geschickten Wechselkursystemveränderungen je nach taktischen Überlegungen, was jedoch de facto die überbewertete Fixierung gegenüber dem US-Dollar zur Folge hatte. (Siehe dazu darauf folgenden Abschnitt) So waren die mehrfachen Abwertungen so geschickt bzw. moderat, dass die negativen Abwertungswirkungen die hohe Auslandsverschuldung und die Zinszahlung ausblendeten. Zu bemerken ist jedoch dabei, dass sich durch die Abwertung im Zuge der Anbindung des Won an den US-Dollar keine automatische Abwertung gegenüber anderen Schlüsselwährungen (vor allem gegenüber dem japanischen Yen) ergab. Das Gegenteil war die Folge: Mit den USA gab es bis Anfang der 90er Jahre einen kontinuierlichen Handelsüberschuss.



Mit Japan jedoch, welches als Gläubiger und auch als Handelspartner ebenfalls wichtig ist, gab (und gibt) es kontinuierliche Kapitalimporte und Handelsdefizite.<sup>273</sup> (Zu den Handelsdefiziten mit Japan, siehe Tab. 7)

Gemessen am BIP schienen die Auslandsschulden in Südkorea zwar nicht dramatisch zu sein, aber sie stiegen kontinuierlich bis 1986; so lag das Auslandsschuldenverhältnis zu dem BIP (die sogenannte *'debt to GDP' Quote*) während der ersten Ölkrise bei 32%, im Rezessionsjahr 1980 bei 44%. Dies spiegelt wider, dass im gleichen Jahr Leistungsbilanzdefizite über 8% vom BIP, im Jahre 1982 als Spitzenjahr sogar 52% auftraten. Zwischen 1983-1984, wurde eine Realabwertungspolitik mit Unterstützung der strengen Geld- und Fiskalpolitik und strukturellen Reformen durchgeführt, so dass im Jahre 1984 neben der Inflationsreduzierung und fiskalischen Stabilisierung die Leistungsbilanzdefizite in Höhe von 2% des BIP begrenzt werden konnten.<sup>274</sup> Zwischen 1986 und 1989 zeichnete sich ab, dass die Verschuldungssumme aufgrund der Entschuldungsstrategie, die sich aus dem starken Anstieg der Leistungsbilanzüberschüsse zustande entwickelte, rapide sank. (Siehe Abb. 17)

Vom Anfang der 90er Jahre bis zur Währungskrise wies die Nettoverschuldungslage in Südkorea eine deutlich steigende Tendenz auf, wobei die Bruttosumme noch deutlicher angestiegen ist. Innerhalb der Komponenten der Verschuldungssumme stieg der Anteil der kurzfristig fälligen Verschuldung von 1994 bis zum Ausbruch der Währungskrise ebenfalls ständig an, wobei die südkoreanischen Finanzinstitute und Unternehmen (vor allem *Chaebol*) nicht nur in einheimischen Geschäften, sondern auch in sogenannten *Offshore*-Geschäften im Sinne der *Overseas-Branches* als Hauptakteure auftraten. Dies spiegelt sich in der gesamtwirtschaftlichen Finanzposition durch den Umstand wider, dass zwar auf der Bruttoforderungsseite die Summe gestiegen war, jedoch die Verbindlichkeitsseite weitaus stärker, was sich insgesamt im Druck auf den aktuellen Wechselkurs niederschlug. (Vgl. Tab. 8) Dabei zeichnete sich der kurzfristige und spekulative Charakter der Nettokapitalimporte dadurch aus, dass der Anteil der sogenannten *Hedge-Fonds* zunahm, die die Gewinne aus der Differenz zwischen dem überbewerteten festen Wechselkurs und der künftigen hohen Wechselkurs erzielen. Der starke Anstieg der *Hedge-Fonds* war deshalb auf dem Devisenmarkt problematisch, weil dadurch besonders starke Abwertungserwartungen hervorgerufen wurden. Folgendes Zitat von Amelung (2000) macht dies deutlich: „...*(Diese Fonds) können am Kapitalmarkt Mittel aufbringen und damit Währungen angreifen.... Diese Fonds entwickeln dabei eine derartige Hebelwirkung, dass die Devisenreserven einer Zentralbank kaum ausreichen, um sich diesem Erwartungsdruck entgegenzustellen.*“ (Amelung, T. (2000), a.a.O., 2000, S.137, Klammer von M.B. zugefügt)

Folgendes Merkmal zeichnete sich vor der Wirtschaftskrise Ende 1997 ab: Die Auslandsschulden stiegen im Vergleich zu dem BIP nicht stärker an als in den 80er Jahren, gemessen an der gesamten Summe stiegen sie jedoch rapide an. So stiegen gemessen an den gesamtwirtschaftlichen Forderungs- und

---

<sup>273</sup> Vgl. Hannig, A. (1989), Südkorea nach 1980 – Modellfall der IWF-Anpassungspolitik?, S. 275

<sup>274</sup> Siehe dazu, Milesi-Ferretti, G. M./ A. Razin (1999), a.a.O., S. 74f.

Verbindlichkeitskonten die ausländischen Bruttoverbindlichkeiten von 96,93 auf 164,34 Mrd. US-Dollar zwischen 1994 und 1996 und die Nettoverbindlichkeiten von 23,7 auf 52,7 Mrd. US-Dollar.<sup>275</sup> (Siehe Tab. 5) Der Anteil der kurzfristigen Auslandsschulden innerhalb der gesamten Auslandsschulden stieg ebenfalls kontinuierlich, so dass der kurzfristige Anteil im Jahr 1996 56,6% ausmachte. Bei diesem kurzfristigen Anteil handelte es sich nicht nur um die von inländischen GB und NFBIs angehäuften Auslandsschulden. Die Rolle der Unternehmen als selbstständige Verschuldungsträger in US-Dollarformen nahm in dieser Periode ebenfalls zu. Dabei stieg die Belastung durch kurzfristige Auslandsschulden, gemessen an der Devisenreserve und der Zahlungsfähigkeit, bereits im Jahre 1996 jeweils um 203,23% und 243,31%. Wird dabei die Liquiditätslage durch die tatsächlich verfügbare Devisenreserve gemessen, stellte sich ein noch dramatischerer Mangel der liquiden Lage in US-Dollar dar. (Siehe Tab. 6 und 8)

Die Gründe des rapiden Anstiegs der Auslandsschulden sind im folgenden kurz zusammenzufassen: Wird dies aus dem Aspekt der Stromgrösse betrachtet, wurden hinsichtlich der Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite die steigenden kumulativen Leistungsbilanzdefizite, in denen neben den Handelsdefiziten als Hauptkomponente auch andere Komponente, wie Zahlungstransfer und Devisenabfluss, durch Auslandsreisen der einheimischen Bürger eine Rolle spielten, durch Kapitalimporte geschlossen, um die Zahlungsbilanz stabil zu halten. Dies ist wiederum ein Rückspiel des Verschuldungsprozesses durch die verschiedene Träger (vor allem Banken und Unternehmen), indem sich die Verschuldungsbestände kontinuierlich erhöhten (Vgl. Tab. 8)

Der unaufhaltsame Expansionskurs der *Chaebol* hat neben der schleppenden Industriepolitik (*Stop* und *Go* hinsichtlich der Einschränkung von *Chaebol* und des Bankensektors) seitens des Staates seit Anfang der 90er Jahre dazu geführt, dass *Chaebol* in der Lage war, die Kredite über das Bankensystem und demzufolge durch den niedrigeren Zinssatz im Vergleich zu dem einheimischen Marktzins über zu versorgen, wobei die Kreditinstitute (einschl. *Non Bank Financial Institutions*, NBFIs) neben der inländischen Depositenversorgung zunehmend durch hegemoniale US-Währung über das Ausland (bzw. über Interbankfinanzierung in hegemonialer Währung durch inländische Filialen der Auslandsbanken) finanziert wurden. (Siehe Tab. 9)

Die starke Zunahme der Auslandsschulden entstand dabei zusätzlich dadurch, dass der südkoreanische Staat einerseits seit Mitte der 80er Jahre die Kapitalverkehrskontrolle aufhob und dass sich andererseits die Überwachungsmaßnahmen auf die Bankengeschäfte in den GB, jedoch nicht auf die Bankengeschäfte der NBFIs konzentrierten, so dass diese institutionelle Lücke vor allem durch die Finanzierung über NBFIs geschlossen wurde. Da der inländische Zinssatz trotz der niedrigen Zinspolitik

---

<sup>275</sup> Laut Corsetti, Pesenti und Roubini (1998) sollen Anfang der 90er Jahren, d.h. zwischen 1990 und 1995, die Auslandsschulden auf ca. 14% des BIPs gesunken sein. Werden die Auslandsschulden aus den im Ausland tätigen Firmen mitgerechnet, zeigt sich ein anderes Bild, so dass die Differenz einen versteckten Dollarisierungsgrad aufweist. Demgegenüber lag es in selbiger Periode bei Indonesien, das ebenfalls von Asienkrise betroffen war, bei 68% des BIPs (Vgl. Corsetti, G./ P. Pesenti /N. Roubini (1998), a.a.O., S. 30)

höher lag als der Zinssatz im Ausland, konnte die Lücke hinsichtlich des Investitions- und Konsumbedarfs durch die Kreditaufnahme aus dem Ausland mit der hegemonialen Währung (US-Dollar) geschlossen werden.

4) Die Zinssatzdifferenz zwischen dem südkoreanischen Währungs- und Dollarmarkt führte zu einer weiteren Komponente des Kapitalimportes, die vor allem als Portfolioinvestition bezeichnet wurde, deren Charakter spekulativ und höchst beweglich war, wie es bei den *Hedge-Fonds* der Fall war.

## 2. *Entwicklung der Währungs- und Wechselkurspolitik*

An der südkoreanischen Wechselkurspolitik bis Anfang der 90er Jahre lässt sich erkennen, dass der südkoreanische Staat versuchte, die Tendenz der Überbewertung zu verhindern. Dies geschah mit folgenden Mechanismen: Bis Anfang der 60er Jahre, bevor statt eine exportorientierten Wachstumsstrategie eine Importsubstitutionsstrategie verfolgt wurde, ergab sich die Überbewertung vor allem durch den Kapitalimport von *US Aid* u.a. nach dem Koreakrieg, wobei die chronischen Handelsdefizite wiederum die Überbewertung des Won manifestierten. Andererseits existierten bis Anfang 1961 duale Wechselkurse, in denen neben dem vom Devisenmarkt bestimmten Wechselkurs auch ein vom Staat verwendeter Wechselkurs zum Zweck der Güterimporte (damals vor allem Baumwollimporte aus den USA) genutzt wurde. Dieser Wechselkurs betrug in der Regel die Hälfte des auf dem Devisenmarkt gültigen Wertes.<sup>276</sup>

Die Tab. 11 stellt die Entwicklungen des Wechselkurssystems (1961-2000) und Wechselkursschwankungen in Südkorea dar: Im Jahr 1961 fiel der südkoreanische Wechselkurs von 62,5 auf 127,5 Won pro US-Dollar, was einer Abwertung in Höhe von 104% entspricht. Diese hohe Abwertungsrate muss als Angleichung zwischen dem offiziellen und dem auf dem Devisenmarkt bestimmte, inoffiziellen Wechselkurs angesehen werden. Dies konnte jedoch den Druck auf den Won nicht verhindern, da die expansive Geld- und Finanzpolitik zu einer beschleunigten (*accelerated*) Inflation führte. So wurde 1964 die südkoreanische Währung ein zweites Mal von 130 auf 256 Won pro US-Dollar abgewertet, wobei eine Finanz- und eine monetäre Reform die exportorientierte Wirtschaftspolitik unterstützen sollte. Bis März 1965 führte der Staat eine (einheitliche) flexible Wechselkurspolitik (*a floating, unified exchange-rate policy*) durch, wobei der Wechselkurs bis 1968 bei etwa 271 Won pro US-Dollar blieb. Bis Juni 1971 wurde der Wechselkurs unter dem Aspekt der Kaufkraftparität wieder abgewertet, wobei die gewichtigen Inflationsdifferenzen mit wichtigen Handelspartnerländern berücksichtigt wurden. Zwischen Mitte 1971 und Dezember 1974 zeichnete sich eine wiederholte Wechselkurspolitik ab, weil

---

<sup>276</sup> Siehe Chung, I.-Y. (1987), a.a.O., S. 108f.

sich zunächst die zulässige flexible Bewegung nach oben und unten erweiterte und dann ein *Pegging*-System zum US-Dollar zurückkehrte.<sup>277</sup>

Von 1974 bis 1979 wurde der Wechselkurs auf 484 Won pro US-Dollar festgelegt.<sup>278</sup> In dieser Phase zeichnete sich ab, dass die südkoreanische Währung ebenfalls überbewertet war, da zum einen binnenwirtschaftlich die Inflationsrate bei durchschnittlich 17,64% lag und zum anderen der Kapitalimport und dadurch die Auslandsverschuldung stieg. (Zu den Entwicklungen von Zinssätzen und Inflationsraten, siehe Tab. 10)

Im März 1980 wurde das Wechselkurssystem vom US-Dollar-*Peg* zu einem *'basket'* System geändert, indem der Wechselkurs einerseits gegenüber dem US-Dollar um ca. 20% abgewertet und andererseits neben der Ankerwährung auch andere Schlüsselwährungen wie der japanische Yen mitberücksichtigt wurden. In diesem *'multiple currency basket peg'* System (MCBP) wurde der Wechselkurs pro US-Dollar zusätzlich mit Wechselkursveränderungen der anderen wichtigen Handelspartnerländer und mit den Faktoren der Aussenhandelspositionen bestimmt. Allerdings trat der US-Dollar nach wie vor als Ankerwährung auf, was auch de facto als US-Dollar-*Pegging* bezeichnet wurde. Dieses System ist somit als eine lockere Form des früheren, strikten, festen Wechselkurssystems anzusehen, indem an Stelle einer einmaligen starken Abwertung innerhalb des Wechselkurssystems eine allmähliche Abwertung stattfindet. Diese Veränderung war deshalb notwendig, da der tiefen Wirtschaftsrezession im Jahr 1980 zum Zweck der Exportstimulierung einer flexibleren und abwertenden Wechselkurspolitik begegnet werden musste. Die positive Wirkung durch die Wechselkurswirkung konnte erst zwischen 1986-1989 erreicht werden.

Ab 1990 folgten dann zunehmende Kapitalzuflüsse der steigenden Leistungsbilanzdefizite: Von März 1990 bis Dezember 1997 wurde in Südkorea zwar ein sogenanntes marktdurchschnittliches Wechselkurssystem (*'Market Average Exchange Rate System'*: MAR-System) durchgeführt, bei dem als Referenzkurs ausser dem US-Dollar auch andere Schlüsselwährungen wie Yen und ehemalige DM noch flexibler berücksichtigt wurden. Faktisch jedoch wurde die südkoreanische Währung Won an den US-Dollar gebunden. Denn unter dem MAR-System wurde der Wechselkurs durch den US-Dollar über den Interbanken-Devisenmarkt (genauer gesagt Seoul Foreign Exchange Market) bestimmt. Dabei bezweckte die südkoreanische monetäre Behörde, anstelle der monopolen Devisenkonzentration, durch Devisenregulierung eine Entwicklung des Interbank-Devisenmarktes.<sup>279</sup> Die südkoreanische Währung Won wurde zwischen 1990 und 1993 nominal gesehen von 700 auf ca. 800 Won pro US-Dollar abgewertet. Zwischen 1993 und Mitte 1996 hatte sich der Wechselkurs kaum verändert, er blieb zwischen 800 und 700 Won pro US-Dollar. Bis Ende 1996 erreichte der Won einen Kurs von 860 pro US-Dollar. So wird auch hier deutlich, dass aufgrund des enormen Kapitalimportes die Währung nur *'äusserlich'*

---

<sup>277</sup> Siehe Park, W. A. (1989), Korea's Exchange Policy: Determinants of the Won/Dollar Exchange Rate, S. 4

<sup>278</sup> Siehe Stern, J. J./ J.-H. Kim/ D. H. Perkins/ J.-H. Yoo, (1995), Industrialization and the State, S. 83

<sup>279</sup> Siehe dazu Rhee, Y./ C.-Y. Song (1999), Exchange Policy and Effectiveness of Intervention, The Case of South Korea, S. 73

stabil gehalten wurde. Sie hatte jedoch einerseits mit der steigenden Volatilität zu kämpfen. (Zu der steigenden Volatilität siehe die Entwicklungen der Standardabweichungen in Tab. 11) Andererseits hat die schnelle Aufwertung des US-Dollars gegenüber dem japanischen Yen und den europäischen Währungen auch dazu beigetragen, dass sich die Wettbewerbsfähigkeit der mit US-Dollar verbundenen asiatischen Länder (wozu auch Südkorea gehört) verschlechterte, da die Währungen dieser Länder de facto aufgrund von *Pegging* zum US-Dollar überbewertet waren.<sup>280</sup> So können diese formalen Häufungen der variierenden Wechselkurssystemänderungen nicht als eine an der Exportsteigerung orientierte Abwertungspolitik sondern eher als dessen Scheitern angesehen werden, in dem der südkoreanische Won allmählich von internationalen konkurrierenden Währungsmärkten verdrängt wurde.

Insbesondere ab Anfang der 90er Jahre ist zu beobachten, dass die Einschränkung der täglichen Wechselkursschwankungen (sprich Bandbreite) zwischen März 1990 und September 1991 bei  $\pm 0,4\%$  lag. Nach mehrmaligen Anhebungen wurde die Bandbreite von 1995 bis Ende 1997 auf  $\pm 2,25\%$  angehoben. Die Gründe für diese stufenweise Erweiterung sind darin zu sehen, 1) dass die *Stop* und *Go*-Politik bezüglich der Devisenmarktliberalisierung und –intervention die zugeflossenen Kapitalimporte nicht behinderte, 2) dass die rapide Veränderungsrate des Wechselkurses verhindert werden sollte und 3) dass die bereits ab Anfang der 90er Jahre zugenommenen Kapitalimporte zu erhöhten Wechselkursschwankungen führten, die eine weite Bandbreite erzwangen. Diese Wechselkursvolatilität ab 1995 zeigt sich anhand der GARCH-Varianz Analyse, die dies im Vergleich zwischen MCBP- und MAR-System eindrucksvoll bestätigt. (Siehe Abb. 20)

Von den 80er Jahren bis zur Währungskrise 1997 kann man die auf den Wechselkursen beruhenden Entwicklungen wie folgt zusammenfassen: 1) Die südkoreanischen Wechselkursbewegungen wiesen durch die mehrfachen Systemveränderungen eine zunehmende Volatilität (d.h. stark zunehmende Wechselkursschwankungen) auf, obwohl sie bis zur Währungskrise 1997 keine rapide, sondern eine steigende, volatile Wechselkursänderung zeigten und dennoch gegenüber den lateinamerikanischen Ländern relativ niedrigere Wechselkursfluktuationen aufwiesen.<sup>281</sup>

2) Die Leistungsbilanzdefizite stellten (ausgenommen 1986-1989 und 1993) ebenfalls einen Dauerzustand dar, unterlagen jedoch ab 1995 starken Wechselkursschwankungen.

3) Die Verankerung (*Pegging*) mit dem US-Dollar hat dazu geführt, dass eine ständig überbewertete Währungskonstellation im Vergleich zu dem japanischen Yen resultierte. Während der Abwertungsphase des Yen gegenüber dem US-Dollar stiegen die Handelsdefizite mit Japan deutlich, was in der Regel eine Überbewertungsphase des Won gegenüber dem Yen darstellt, in der der US-Dollarkurs stark gegenüber dem Yen ansteigt (Siehe beispielsweise die Periode zwischen 1982 und 1986 in Abb. 19) Nur während der

---

<sup>280</sup> Siehe Corsetti, G/ P. Pesenti/ N. Roubini (1998), a.a.O., S. 5ff.

<sup>281</sup> Siehe Park, W. A. (1989), a.a.O., S. 5f.

Aufwertungsphase des Yen gegenüber dem US-Dollar konnten drastische Handelsdefizite verhindert werden, wobei Südkorea gegenüber Japan seit Beginn des Industrialisierungsprozesses kein einziges Mal einen Handelsüberschuss erzielen konnte. Dies führte zum weiteren Anstieg der Verschuldung gegenüber Japan. Insbesondere in den 90er Jahren zeichnet sich ab Mitte 1991 eine Umkehrung der Wechselkurskonstellation ab, in der der Won/US-Dollar-Wechselkurs gegenüber dem Yen/US-Dollar-Wechselkurs sank. (Siehe Abb. 19) Diese Überbewertung des Won führte zu ständigen Handelsdefiziten mit Japan, was ohne ausreichende Unterstützung der Einkommensbildung (Sprich: Unterstützung durch Arbeitsproduktivität) die Überbewertung des Won gegenüber dem US-Dollar manifestiert hatte. Dabei zeigte die Wechselkurssystemänderung im Jahr 1990 eine Reaktion der Marktkonstellation, in der die zunehmenden Kapitalzuflüsse zu Wechselkurskursschwankungen führten. Das währungspolitische Instrument in den 80er Jahren konnte in dieser Zeit jedoch nicht weiterhin angewandt werden, da der wirtschaftspolitische Druck aus dem Ausland aufgrund des internationalen Abkommens und Verhandlungen (z. B. GATT- und WTO-Verhandlungen) zur Aufgabe der strengen Kapitalverkehrskontrolle führte.<sup>282</sup> Um diesen zunehmenden Kapitalverkehrsschwankungen entgegenzuwirken, benutzte die südkoreanische ZB eine aktive Sterilisierungs- und Deviseninterventionpolitik: In einem Zeitraum zwischen 1990 und 1996 liegt das Volumen der Sterilisierungspolitik durch die südkoreanische ZB bei 11,8 Billionen Won. Die inländische Geldmenge war in dem gleichen Zeitraum auf 4,8 Billionen Won geschrumpft. Dies spricht dafür, dass die Geldmenge aufgrund des Kapitalimportes aus dem Ausland zunahm, was wiederum das Geldangebot durch die Sterilisierungspolitik (sprich Verkauf der *Monetary Stabilization Bonds*) gedrosselt hat. Im Jahr der Wirtschaftskrise 1997 war das Gegenteil der Fall: Mit einer Kapitalflucht in Höhe von 12,9 Billionen Won reduzierte sich das gesamte Geldangebot. (Vgl. Abb. 25) Die Sterilisierungspolitik der südkoreanischen ZB (BOK) wurde sowohl gegen als auch mit den Strömen der Marktbewegung praktiziert (die sogenannte *leaning with or against the wind*): Aufgrund der Tatsache, dass in Südkorea der Bondmarkt im Vergleich zu den IL noch nicht entwickelt war (und ist), da neben der nicht einheitlichen Clearingstelle keine Markttablierung der staatlichen Bonds im Sekundärmarkt erzielt werden konnte, entwickelte sich im Fall des überschüssigen Kapitalzuflusses bzw. des Kapitalimportes (im Fall des Kapitalabflusses) die Sterilisierungspolitik durch den Verkauf (Abkauf) des sogenannten *Monetary Stabilization Bonds*, die auf der Bilanzseite der südkoreanischen ZB als eine Veränderung der Verbindlichkeiten auftrat. (Siehe Kapitel II.C.2.)<sup>283</sup>

Die Wechselwirkung zwischen Geld- und Devisenmarkt ist hierbei sehr gross, da das Volumen des Devisenmarktes ebenfalls im Vergleich zu anderen IL klein und dadurch die Interventionsgrösse seitens der BOK grösser war. Dabei sind für die Erklärung der Devisenintervention und die dadurch entstehende

---

<sup>282</sup> Gerade eine der Bedingungen für den Beitritt der internationalen Handelsorganisationen Anfang 90er Jahre war die deutliche Reduzierung der Zollsätze. Darüber hinaus war eine der Bedingungen für OECD-Mitglieder Ende 1996 die Liberalisierung des Kapitalmarktes.

<sup>283</sup> Der Unterschied zwischen *Monetary Stabilization Bonds* und den herkömmlichen Bonds bestand darin, dass beim An- und Verkauf erstere obligatorisch waren.

Sterilisierungspolitik folgende zusätzliche Betrachtungen notwendig: Die gesamte Zahlungsbilanzposition ist dann positiv, wenn die überschüssige Kapitalverkehrsbilanz die Leistungsbilanzdefizite übersteigt. Bleibt dabei der Wechselkurs konstant (sei es ein festes oder flexibles Wechselkurssystem) ist dieses Ergebnis ein starkes Indiz für die Politik *leaning against the wind*, denn durch den Kapitalimport entsteht ein tendenzieller Abwertungsdruck auf die einheimische Währung (der EL).<sup>284</sup> Um den Druck zu neutralisieren und einen konstanten Wechselkurs zu halten, werden US-Dollar auf dem Devisenmarkt verkauft. Um dabei zu verhindern, dass diese Zunahme der Forderungstitel in US-Dollar zur Erhöhung der gesamten Geldmenge führt, verkauft die BOK *Monetary Stabilization Bonds*. Ein Beispiel macht dies deutlich: Im 4. Quartal 1994 betrug das Handelsdefizit 0,1 Mrd. US-Dollar, der Kapitalverkehrsüberschuss 4,04 Mrd. US-Dollar. Daraus ergab sich ein Nettokapitalimport von etwa 3,94 Mrd. US-Dollar, wobei das emittierte Nettovolumen der *Monetary Stabilization Bonds* etwa 4,32 Mrd. US-Dollar betrug.<sup>285</sup> (Siehe Tab. 12) Zu bemerken ist auch, dass nach der Einführung des flexiblen Wechselkurssystems am 16.12.1997 bis zum ersten Quartal 1998 eine Standardabweichung von 4,720 also eine höhere Volatilität als vor der Währungskrise zu verzeichnen ist. Dies liegt an den mit der Währungskrise verbundenen höheren Kapitalabflüssen und dann später an den mit dem internationalen *Bail-out*-Programm verbundenen Kapitalzuflüssen. Die Aufhebung der beschränkenden Bandbreite (aufgrund des vollständigen flexiblen Wechselkurssystems) und die damalige noch unsichere südkoreanische Währungslage führten zu schwankenden Wechselkursentwicklungen. Erst ab dem 2. Quartal 1998 (bis 30.11.2000) zeigen sich tendenziell stabilere Wechselkursschwankungen als in früheren Krisenperioden, die auf der schnellen Erholung der südkoreanischen Wirtschaft (vor allem seitens der hohen Leistungsbilanz) beruhen.

So zeichnet sich in Südkorea hinsichtlich der Währungskontrolle seit Ende der 80er Jahre, parallel zu der Wechselkurspolitik, eine kontinuierliche Liberalisierungspolitik ab: 1) Insbesondere ab März 1990 wird den Unternehmen, die sich im Aussenhandel betätigen, erlaubt, einen bestimmten Umfang an Devisen zu besitzen, so dass grosse Unternehmen, deren Auslandsumsatz die Höhe von 100 Mio. US-Dollar überschreitet, einen Devisenbesitz in hegemonialer Währungsform bis 1 Mio. US-Dollar bei den inländischen GB anlegen dürfen (bei den Aussenhandelsagenturen sind es bis zu 5 Mio. US-Dollar). Ab Februar 1994 wurde diese Grenze bis auf 30% vom Auslandsumsatz erweitert. Ab Juni 1994 wurde der ausländische Währungsbesitz von Einheimischen zugelassen, wenn der Besitz den Betrag 50.000 US-Dollar nicht überstieg.<sup>286</sup>

2) Auch bei Bilanzpositionen von Devisen der GB zeigt sich, dass ab September 1989 innerhalb der sogenannten konsolidierten O/B (*Over-bought*)-Position, der Durchschnittswert in Höhe von 20-150%

<sup>284</sup> So blieb der Wechselkurs beispielsweise zwischen 1990 und 1997 durchschnittlich bei 800 Won je ein US-Dollar p.a..

<sup>285</sup> Das emittierte Nettovolumen der *Monetary Stabilization Bonds* ergibt sich aus der Differenz zwischen dem Emittierungsvolumen im aktuellen Jahr und dem Emittierungsvolumen im Vorjahr.

<sup>286</sup> Siehe hierzu Mun, S.-R./K.-M. Chung (1995), a.a.O., S. 3f.

vom Vormonat (bei GB, regionalen Banken und Spezialbanken, *Merchant* Banken sowie Auslandsfilialen im Inland jeweils 20%, 50%, 100% und 150%) auf 200% vom Vormonat unabhängig von den Bankentypen erweitert wurde.<sup>287</sup> Ab April 1993 gab es die Möglichkeit, zwischen 200% oder 20 Mio. US-Dollar zu wählen. Ab Oktober desselben Jahres wurde in den Bilanzposten das Eigenkapital mitberücksichtigt, so dass die GB über Devisen verfügen konnten, wobei sie auch hier wählen konnten zwischen 200% des Eigenkapitals vom Vormonat oder bis 15 Mio. US-Dollar. Bei den sogenannten konsolidierten O/S (*Over-sold*)-Bilanzposition fand ebenfalls ab September 1992 eine Erweiterung von 5 Mio. US-Dollar auf entweder 20% vom Vormonat oder auf 10 Mio. US-Dollar statt. Ab Juli 1993 wiederum auf 30% vom Vormonat oder auf die Höhe von 20 Mio. US-Dollar. Ebenfalls wurde ab April 1993 das Eigenkapital in der O/S-Bilanzposition mitberücksichtigt (in Höhe von 10% des Eigenkapitals im Vergleich zu dem Wert vom Vormonat) Auch wurde die Grenze des Spotmarktes in O/S Bilanzposition ab Oktober 1993 auf 1% des durchschnittlichen Eigenkapitals vom Vormonat bzw. auf 2 Mio. US-Dollar angehoben. Ab November wurde sie entweder auf 2% des durchschnittlichen Eigenkapitals vom Vormonat oder auf 3 Mio. US-Dollar erweitert.<sup>288</sup> Diese ganzen Reihe von Liberalisierungsmassnahmen bei GB trugen zur erhöhten Verschuldungen in US-Dollar bei.

### 3. *Zinsparität und Kapitalmobilität in Südkorea und ausgewählten asiatischen Nachbarländern im Vergleich*

Empirisch gesehen gibt es zahlreiche Studien bezüglich der Kapitalimporte und der Zinssatzdifferenz in Asien. Eine Studie von Min (2000) zeigt beispielsweise, dass in den Süd- und Ostasienländern (Hongkong, Malaysia, Südkorea, Philippinen und Thailand) seit den 90er Jahren eine stark gestiegene Kapitalmobilität zu beobachten ist. Er wies darauf hin, dass in den betreffenden asiatischen Ländern insbesondere ab 1994 die Zinssatzdifferenz zu Japan grösser als die zu den USA ist. Eine Trennung zwischen den von Währungskrisen betroffenen Ländern (Südkorea, Malaysia, Philippinen, Thailand und Indonesien) einerseits und den weniger betroffenen Ländern (Singapur und Taiwan) andererseits bleibt dennoch in seiner Untersuchung ausser acht.<sup>289</sup>

---

<sup>287</sup> Bei der sogenannten O/B (*Over-bought*)-Position handelt es sich um die Posten der Bankbilanz, in der die in Auslandswährung ausgedrückten Auslandsforderungen die Auslandsverbindlichkeiten überschreiten. Bei der sogenannten O/S (*Over-sold*)-Position gilt es umgekehrt. Dabei tauchen im Fall der überbewerteten einheimischen Währungslage die Werte der O/S (*Over-sold*)-Position zu niedrig auf.

<sup>288</sup> Siehe Mun, S.-R./K.-M. Chung (1995), a.a.O., S. 3f.

<sup>289</sup> Min, H. G, (2000), Dynamic Capital Mobility, Capital Market Risk and Exchange Rate Misalignment: Evidence from Seven Asian Countries, S. 13ff.



Die Tab. 13 zeigt zwischen den ausgewählten Süd- und Ostasienländern (Indonesien, Südkorea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan und Thailand) und einem hegemonialen Land (USA) sowie einem subhegemonialen Land (Japan) folgende Zinssatz-Kapitalverkehrsposition: Die USA als Hegemonialland hatte gegenüber dem Subhegemonialland Japan in den 80er Jahren eine positive Zinssatzdifferenz, wenn man bei USA *'Treasury Bill Rates'* und bei Japan *'Government Bonds Yields'* als vertretbare nominale Markzinssätze annimmt. Vergleicht man diese Zinssatzdifferenz mit anderem vertretbaren internationalen Zinssatz wie LIBOR, zeigt sich innerhalb des relevanten Zeitraumes zwischen 1980 und 2000 eine hohe Zinsphase zwischen 1981-1982 und eine andere hohe Zinsphase im Jahr 1984. Bis 1989 gibt es eine sinkende Tendenz, zwischen 1989-1991 wieder eine relativ hohe Zinsphase und zwischen 1991-1994 eine sinkende Zinsphase und zwischen 1995-2000 wiederum eine steigende Zinsphase. Dabei wirkte sich insbesondere die steigende Phase ab 1995 eine steigende Volatilität auf die asiatischen Währungen aus.<sup>290</sup>

In der Anfangsphase der Rezession in den USA zu Beginn der 90er Jahre (1991-1993) ist der amerikanische Zinssatz niedriger als in Japan. Dies lässt vermuten, dass in den USA (als ein ungleichgewichtiges Moment des Zinssatzes zwischen beiden Ländern) der Kapitalimport im eigenen Währungsvermögen ohne Einbusse der Liquiditätspräferenz des US-Dollars geschaffen wurde. Dabei mussten die subhegemonialen Länder, wie beispielsweise Japan, passiv auf solch Niedrigzinspolitik der USA reagieren.<sup>291</sup> Ab Ende 1994 wurde dann der amerikanische Zinssatz höher als der japanische. Dies hängt damit zusammen, dass zum einen die amerikanische Wirtschaft in der Anfangsphase des Aufschwungs aussenwirtschaftlich den anhaltenden aktiven zinssatzpolitischen Spielraum wahrnimmt, so dass die Lücke der Aufbringungsseite durch in US-Dollar notierte Schulden finanziert wird. Binnenwirtschaftlich versuchte man durch den relativ hohen Zinssatz, der Gefahr der Lohn-Preis-Spirale entgegenzuwirken. Diese Hochzinspolitik der USA musste gegenüber der verschuldeten Ökonomie in Südkorea als steigender Druck auf die südkoreanische Währung ausgeübt haben. Zum anderen zeichnete sich ein neue *key currency* in Japan dadurch ab, dass eine Niedrigzinspolitik (ab 1994) eingesetzt wurde, um anhaltende Rezession entgegenzuwirken. Der Erfolg dieser Niedrigzinspolitik in Japan, die sich positiv auf das japanische Realeinkommen auswirken sollte, blieb allerdings bis heute aus. Dabei spiegelte sich die aussenwirtschaftliche Bilanzkomponente Japans wider, in der permanente Leistungsbilanzüberschüsse dem permanenten Kapitalexport in US-Dollar (nicht in Yen) gegenüberstehen. (Siehe negative Kapitalkehrsbilanz in Japan in Tab. 1) So geschah (und geschieht) dieser Kapitalexport in der Regel durch in US-Dollar notiertes Guthaben, welches in der Regel die Devisenreserve in US-Dollar darstellte. Die Studie von Min (2000) bestreitet zwar, dass die japanische Währung als langfristige Kapitalgeberwährung

---

<sup>290</sup> Siehe Kim, J. I. (2000), Eine Analyse des Integrationsgrades vom in- und ausländischen Kapitalmarkt (koreanisch), S. 372

<sup>291</sup> Im marktlogischen Kontext bedeutet dies, dass im Gleichgewicht die hegemoniale Währung aufgrund der höchsten Liquidität den niedrigsten Zinssatz zu den konkurrierenden Länder aufweist.

zwischen 1991-1995 zugenommen haben soll.<sup>292,293</sup> Entscheidend ist jedoch, dass für die Etablierung der hegemonialen Währungsposition die Anforderung als Zahlungsmittel- und Wertaufbewahrungsfunktion erfüllt werden muss. Die japanische Währung erfüllt dieses Kriterium bis heute nicht. Hingegen wird in der Regel am Zahltag in US-Dollar ausgeglichen, der darüber hinaus von Einzelpersonen ausserhalb der USA als „bestes“ Werthortungsmittel betrachtet wird.

Vergleicht man die nominalen Zinssätze anderer asiatischer Länder zwischen den 80er und 90er Jahren (d.h. ohne den Preiseffekt zu berücksichtigen), sieht die Zinssatzdifferenz wie folgt aus: 1) Südkorea, Malaysia und Thailand repräsentieren die Länder, in denen die Zinssatzdifferenz mit dem hegemonialen Land (d.h. mit den USA) in den 90er Jahren (vor allem bis 1994) im Vergleich zu den späten 80er Jahren gestiegen sind. 2) Indonesien und die Philippinen weisen in den 90er Jahren ähnlich wie in den 80er Jahren eine erhebliche positive Zinssatzdifferenz auf. 3) Singapur und Taiwan sind die Länder, in denen die Zinssatzdifferenz mit dem hegemonialen Land in den 90er Jahren im Vergleich zu den 80er Jahren eher gesunken ist. Demgegenüber spiegelt der Kapitalimport die folgende Situation der Kapitalverkehrsposition wider (Siehe Tab.1): 1) In folgenden Ländern ist das Volumen des Kapitalimportes in den 90er Jahren (bis 1997) im Vergleich zu den späten 80er Jahren gestiegen: VR China (1993-1997), Indonesien (1990-1996), Malaysia (1990-1997), die Philippinen (1990-1997), Südkorea (1991-1996) und Thailand (1990-1996). 2) Die Länder, in denen das Volumen in dieser Periode eher gesunken oder umgekehrt ein Kapitalexport zu verzeichnen ist, sind Singapur (1993-2000) und Taiwan (sogar von 1988-1997). Somit stellen die von der Asienkrise betroffenen Länder eine positive Kapitalverkehrsbilanzposition dar, die sich in den 90er Jahren im Vergleich zu den 80er Jahren aus einer höheren Zinssatzdifferenz zu dem hegemonialen Land (hier USA) ergibt.

Laut einer Studie von López-Mejía (1999) sind sowohl der Anteil der privaten Kapitalverkehrsvolumina an EL innerhalb der gesamten Kapitalbewegung als auch an deren gesamtes Volumen in den 90er Jahren im Vergleich zu den 80er Jahren ständig gestiegen. So betrug im Jahr 1996 das Volumen der Nettokapitalbewegungen 190 Billionen US-Dollar, was mehr als 100% des gesamten Kapitalverkehrsvolumens ausmacht.<sup>294</sup> Dabei stieg die Bedeutung der Privatbanken innerhalb des gesamten Kapitalverkehrsvolumens stetig an, was auch im Fall Südkoreas zutrifft. Dies spiegelt sich in der Bereitschaft und Durchführung bezüglich der Kreditbereitschaft des Kapitalgebers und -nehmers in hegemonialer Währung, die aus der Liberalisierungspolitik des Bankensektors in Asienländern resultiert. Dabei macht der asiatische Anteil zwischen 1990–1997 mit durchschnittlich 52,2% der gesamten Kapitalbewegungen den Löwenanteil aus. (Siehe Tab. 14) In gleicher Studie von López-Mejía (1999) zeichneten sich auch, neben China, den lateinamerikanischen und den ehemaligen Ostblock-Ländern, die

---

<sup>292</sup> Min, H. G. (2000), a.a.O., Table 2, S. 29

<sup>293</sup> In dieser Arbeit bleibt die Analyse über die bipolare Währungskonkurrenz zwischen Euro und US-Dollar aus.

<sup>294</sup> Siehe López-Mejía, A. (1999), Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses, S. 5

von der Asienkrise Ende 1997 betroffenen Länder (Thailand, Indonesien, Südkorea und Malaysia) durch den hohen Anteil des Nettokapitalimportes aus, der bis 1997 kontinuierlich anstieg. Dagegen bestand der Anteil des Kapitalzuflusses der restlichen 140 von insgesamt 160 EL aus weniger als 5% der Nettokapitalimportsumme.<sup>295</sup> Dies ist ein Beleg dafür, dass die asiatischen Länder als *Emerging Market* in den 90er Jahren bis zur Währungskrise im Vergleich zu den restlichen EL für die internationalen Kapitalgeber als besonders risikoarm und/oder ertragsreich eingestuft wurden.<sup>296</sup>

Beschränkt man den Fall auf Südkorea, ist innerhalb des beobachteten Zeitraums 1980-2000 ein kontinuierliches Zinssatzgefälle von den offiziellen Marktzinssätzen (zu denen *Call*-Zinssätze und die Rendite der Unternehmensanleihe gehören) und dem LIBOR-Satz zu beobachten. Dies kommt daher zustande, dass insbesondere zwischen Anfang 1991 und Ende 1994 eine sinkende Tendenz des LIBOR-Satzes (durchschnittlich in Höhe von 5%) der wenig sinkenden Bewegung der südkoreanischen Marktzinssätze (durchschnittlich über 10%) gegenüberstand. (Siehe Abb. 21) Die Niedrigzinspolitik in Südkorea wurde zwar benötigt, um die aussenwirtschaftlichen Fehlentwicklungen der dauerhaften Leistungsbilanzdefizite zum Zweck der Investitions- und Exportdynamik zu korrigieren, in der gleichzeitig ein binnenwirtschaftlicher Nachfrageschub erzielt wird. Dies gelang jedoch ab Anfang 1995 nicht, weil die Kapitalzuflüsse aus dem Ausland einen Druck auf den steigenden Zinssatz ausübten und der Druck trotz der Interventions- und Sterilisierungspolitik nicht mehr neutralisiert werden konnte. Bezüglich des Zusammenhanges zwischen Zinssatz, Kapitalimport und Wechselkursentwicklung zeichnet sich auch laut der Studie von Seungho Lee (1997) in Südkorea zwischen März 1992 und Dezember 1996 anhand des nach monatlich analysierten Granger-Kausalität-Testes folgendes ab:<sup>297</sup> In- und ausländischer Zinssatz sowie die Wechselkursveränderung des Won dienten als drei exogene Variable. Durch das Vektor-Autoregressionsmodell (VAR-Modell) wurden dann sowohl der Granger-Kausal-Zusammenhang als auch die *'impulse response'* untersucht. Dabei besteht zunächst ein positiver Zusammenhang zwischen dem inländischen Zinssatz und der Wechselkursentwicklung. Daraus schliesst er, dass eine positive Korrelation zwischen den beiden Variablen seit der Kapitalmarktliberalisierung (Anfang der 90er Jahre) existiert.<sup>298</sup> Die Studie zeigt auch, dass nicht nur die Zinssatzdifferenz nach Ablauf von 3 bis 4 Tagen tatsächlich den Kapitalimport und dadurch die Won-Aufwertung beeinflusst, sondern auch dass die Wechselkurswirkung auf den inländischen Zinssatz als positiv bewertet wurde. Dies scheint empirisch zu belegen, dass ein Anstieg des Wechselkurses einen Anstieg des Zinssatzes zur Folge hat. Im Erwartungskontext argumentiert er wie folgt: Erwartet der Marktteilnehmer einen Anstieg des Wechselkurses, soll dies eine Zunahme der einheimischen Geldnachfrage via Kassenhaltungsverhalten (bzw. Liquiditätsverhalten) zur Folge haben. Dies soll wiederum dann den Anstieg des Zinssatzes

---

<sup>295</sup> Darauf wurde auch bereits in verschiedenen Stellen in Wirtschaftsmagazinen Anfang der 90er Jahre hingewiesen. Siehe beispielsweise Business Week, „Financing World Growth“ (1994), October 3th, S. 43

<sup>296</sup> Siehe López-Mejía, A. (1999), a.a.O., S. 7

<sup>297</sup> Lee, S. (1997), Capital Mobility in Korea: Empirical Evidence from the Correlation between Interest Rate and Exchange Rate, S. 13ff.

<sup>298</sup> Siehe Lee, S. (1997), a.a.O., S. 14

verursachen, indem sich wiederum ein profitsuchender spekulativer Währungsumtausch widerspiegelt.<sup>299</sup> Dieses Argument übersieht jedoch den Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Zinssatz im krisentheoretischen Kontext, da der aktuelle Wechselkurs nicht dem gleichgewichtigen Wechselkurs im Sinne des Vermögensmarktes entspricht. Versteht man unter dem gleichgewichtigen Wechselkurs im Sinne des Vermögensmarktes laut Schelkle-Definition, dass sich der Wechselkurs aus der ausgeglichenen Kapitalverkehrsbilanz ergibt, muss dadurch der aktuelle Wechselkurs viel niedriger als der gleichgewichtige gewesen sein.<sup>300</sup> Das Krisenmoment in der hegemonialen Währung im Jahr 1997 zeigt einen Rückfluss des Auslandskapitals, was in Südkorea und auch in anderen von den Krisen betroffenen Ländern der Fall war. (Siehe Abb. 23) Somit muss eine Rückwirkung der Kapitalbewegung auf den inländischen Zinssatz mitberücksichtigt werden, um den steigenden Druck auf die inländische Währung einzuschätzen.

Eine Rückwirkung der Kapitalbewegung auf den Zinssatz in Südkorea zeichnet sich in den 90er Jahren laut einer Studie von Jong-Suk Park (1999) (anhand des statistischen VAR-Modells mit zwei Variablen) mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung (*time lag*) folgendes ab. Der Verzögerungszeitraum dauerte vom ersten bis zum vierten Quartal.<sup>301</sup> Die Zunahme des Kapitalimportes führte zwar laut der empirischen Untersuchung in kurzer Zeit eine Senkung des Marktzinssatzes herbei, woraus man schliessen kann, dass die überschüssige Kreditnachfrage in Südkorea durch Kredite in hegemonialer Währung gestillt wurde. Der Effekt der Kapitalbewegung auf den Marktzinssatz wirkte sich jedoch ab dem vierten Quartal aufgrund der Liquiditätszunahme in US-Dollar mildernd aus. Dies liefert einen Indiz dafür, dass auf Dauer der Zinssatzeffekt durch die Sterilisierungspolitik seitens der südkoreanischen ZB ebenfalls beeinflusst wurde. Auf längere Sicht konnte sie jedoch den Effekt aus dem steigenden Zinssatz nicht neutralisieren.<sup>302</sup> Zwischen dem Zinssatz und dem Wechselkurs der 90er Jahren zeichnet sich ebenfalls laut seiner Studie anhand der Granger-Kausalitätsüberprüfung zwar ein gewisser Kausalitätszusammenhang mit dem *time lag* von 2 bis 8 Monaten ab. Jedoch fehlte bei der Überprüfung eine eindeutige Validität bezüglich der ökonometrischen Untersuchung. Die Gründe liegen m.E. darin, 1) dass Südkorea nicht zum etablierten Währungsraum gehörte und damit einen relativ zinsunelastischen Wechselkurs aufwies. Dies rührt daher, weil hier der Bankzinssatz ausschliesslich als Marktzinssatz angenommen wird, wobei innerhalb des Marktzinssatzes der *Curb*-Marktzinssatz nicht berücksichtigt wurde. Die Notwendigkeit der Berücksichtigung des *Curb*-Marktzinssatzes besteht darin, dass der angesichts der permanenten Überschussnachfrage nach Krediten, in denen die Kreditvergabe an inländische Unternehmen (neben Bankzinssatz und Unternehmensanleihen) selektiert wurde, als zusätzliche Finanzierungsquelle dient. Somit finanziert der *Curb*-Markt den Bereich, der nicht von der GB

---

<sup>299</sup> Siehe Lee, S. (1997), a.a.O., S. 15

<sup>300</sup> Siehe Schelke, W. (2001), Monetäre Integration, a.a.O., S. 97

<sup>301</sup> Siehe Park, J.-S. (1999), Analyse des Einflusses der steigenden Kapitalbewegung auf die Geldpolitik (koreanisch), S. 3ff.

<sup>302</sup> Vgl. Park, J.-S. (1999), a.a.O., 31f.

gedeckt wird. (Zur Entwicklung des *Curb*-Marktzinssatzes, siehe Abb. 24) und 2) dass die Berücksichtigung der Liquiditätspräferenz in hegemonialer Währung in dem betrachteten Modell ausser Acht gelassen wird, so dass ausschliesslich der Faktor Risiko in Betracht kommt.

Daraus kann man schliessen, dass in Südkorea zwischen der Kapitalbewegung und Wechselkursvolatilität ein eindeutiger positiver Zusammenhang existierte. Hingegen zeigte sich zwischen der Kapital- und Wechselkursbewegung einerseits und der Zinssatzbewegung andererseits zunächst eine negative dann im Laufe der Perioden aufgrund der Verschiebung der Währungspräferenz eine positive Steigung auf, was eine eventuelle Zinsinirreagibilität im vorher entwickelten theoretischen Teil zu verifizieren scheint.

#### 4. *Die Subsumtion der südkoreanischen Währung Won innerhalb des Weltwährungssystems*

In asiatischen Ländern (*NIE*, *ASEAN 4* und VR China) herrschen besondere Marktkonstellationen, in denen neben der eigenen Landeswährung der US-Dollar als unilaterale Ankerwährung und gleichzeitig der japanische Yen aufgrund der japanischen bilateralen Handelsdominanz als ergänzende Schlüsselwährung fungieren.<sup>303</sup> Dabei zeigt sich, dass einerseits der japanische Yen in diesen Ländern nicht als Zahlungsmittel akzeptiert wird und dass andererseits die jeweilige Landeswährung innerhalb der Währungshierarchie das schwächste Glied in der Kette darstellt. Somit ist die Rolle des Yen untergeordnet, da diese Asienländer in der Regel den US-Dollar als internationales Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel bevorzugen, unterstützt mit dem *Peg*-System, obwohl das Handelsvolumen mit Japan genauso bedeutend ist wie das mit den USA. Dadurch herrscht de facto, trotz der jeweiligen Variante des Länderwechselkurssystems, ein *US-Peg*-System. Für Südkorea trifft dies auch zu, wobei die damit verbundene länderspezifische Marktanalyse notwendig ist. Hier ist lediglich zu untersuchen, in welcher Auf- bzw. Abwertungsphase die untergeordnete Währungslage eine binnen- und aussenwirtschaftliche Marktkonstellation jeweils besonderer Art herstellt.

Es gibt jeweils 2 Phasen der Hauptschlüsselwährung (Ankerwährung): Aufwertungs- und Abwertungsphasen des US-Dollars, 2 Phasen der ergänzenden Schlüsselwährung des japanischen Yen, und 2 Phasen der jeweiligen Landeswährung (hier die südkoreanische Währung Won): Damit ergeben sich formal acht (= 2x2x2) Phasen-Währungskonstellationen. Sie lassen sich jedoch aufgrund der Fixierung der japanischen Währungskonstellation (Yen) auf vier beschränken, in denen der Yen lediglich eine ergänzende Rolle spielt: Die Aufwertungsphase des US-Dollars steht der Abwertungsphase des Won

---

<sup>303</sup> Zu den New Industrialized Economies (NIE) gehören Südkorea, das ehemalige Hongkong, Taiwan und Singapur und zu den ASEAN 4 Thailand, Malaysia, Philippinen und Indonesien

gegenüber, wenn der Wechselkurs von der Leistungsbilanz absieht. Zeichnet sich eine ausgeglichene bzw. überschüssige Leistungsbilanz ab, bleibt der zusätzliche Abwertungsdruck auf den Wechselkurs erspart. Dies gilt jedoch nicht für Südkorea. Gibt es eine kumulative defizitäre Leistungsbilanz, entsteht im Laufe der Perioden ein zunehmender Abwertungsdruck. Denn die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite durch den Dollarimport auf der überschüssigen Kapitalverkehrsbilanzseite sorgt auf dem Markt für zunehmende Skepsis, ob das jeweilige Wechselkurssystem stabil bleibt (wie zwischen 1989-1996 in Südkorea in Abb. 19). Eine zusätzliche Rolle der Marktkonstellationen zwischen US-Dollar und japanischem Yen einerseits und Yen und Won andererseits besteht darin, dass sie die Leistungsbilanz zugunsten oder zuungunsten der schwächsten Währung Won beeinflusst: 1) Eine mögliche Phasenkombination ist, dass sich die Aufwertungsphase des US-Dollars gegenüber dem Yen in der Abwertungsphase des Yen gegenüber Won befindet (wie beispielsweise zwischen Dezember 1980 – Juli 1981; November 1981 - Oktober 1982; April 1995 – April 1997; Oktober 1999 – Dezember 2001) (Siehe Abb. 19). In diesen Phasen traten zweifache Schwierigkeiten der südkoreanischen Währung Won auf, um eine positive Leistungsbilanzposition zu erzielen: Einmal gegenüber dem US-Dollar und einmal gegenüber dem Yen. Denn die Ankoppelung an den US-Dollar bedeutet, dass mit der Aufwertung der eigenen Landeswährung eine Überbewertung gegenüber der zweiten Schlüsselwährung Yen in Kauf genommen werden muss. In diesen Phasen sind deshalb wirtschaftspolitische Einschränkungen (z. B. Beschäftigungs-, Fiskal- und Geldpolitik) die Folge, da hier das einzige gültige Mittel gegen den Abwertungsdruck des Won eine überschüssige Leistungsbilanz ist, die jedoch in dieser Konstellation äusserst schwierig zu erlangen ist. Denn im de facto *Peg*-System unterdrückt die Aufwertung des US-Dollars und demzufolge die Aufwertung der eigenen Landeswährung ohne Abwertungskorrektur des Won die bisherige Leistungsbilanzposition, aufgrund des durch die Abwertung des Yen gegenüber Won auftretenden Effektes. Dies war z.B. von 1980-1985 und von 1995-1997 der Fall. Wenn es dennoch eine überschüssige Leistungsbilanzposition gibt (wie es zwischen Oktober 1999 - Dezember 2001 der Fall war), stellt dies den Moment dar, in dem sich der südkoreanische Won in der internationalen Währungshierarchie etabliert. Dies geschieht erst nach der Währungskrise, was durch die konsequent positiven Leistungsbilanzüberschüsse ermöglicht wird.

2) Befindet sich der US-Dollar in einer Aufwertungsphase gegenüber dem Yen und der Yen in einer Aufwertungsphase gegenüber dem Won (zwischen Juli 1981 - November 1981; zwischen Oktober 1982 und Juni 1985; zwischen Januar 1995 - April 1995; zwischen April 1997 – Dezember 1997), ist die südkoreanische Leistungsbilanz davon abhängig, ob die an den US-Dollar angekoppelte einheimische Währung mit der zweiten Schlüsselwährung konkurrieren bzw. sich ihr gegenüber behaupten kann. Dies ist jedoch aufgrund der Schwäche der Landeswährung schwierig. Dabei sind ausser dem Wechselkurs andere Wirtschaftsfaktoren relevant, die ebenfalls die Konkurrenzfähigkeit der eigenen Währung beeinflussen. Dazu gehören vor allem die Inflationsrate und die Wertschöpfungsrate (vor allem die Arbeitsproduktivität). Im Vergleich zu USA und Japan war die Inflationsrate in Südkorea höher und die

Wertschöpfungsrate niedriger. Die Schwierigkeit, die Leistungsbilanz anhand dieser Faktoren positiv zu beeinflussen, zeigt sich an der kumulativ defizitären Leistungsbilanzposition und positiven Kapitalverkehrsüberschüsse (wie es in Südkorea in dieser Periode der Fall war). Dies bedeutet, dass der Abwertungseffekt der eigenen Landeswährung (hier Won) auf die Leistungsbilanz wirkungslos bleibt. Mit anderen Worten bedeutet dies, dass die südkoreanische Währung Won bereits in der vorherigen Periode (d.h. vor Juli 1987; Oktober 1982; April 1995; April 1997) überbewertet war und weiterhin in den Abwertungsverdacht geriet.

3) Befindet sich der US-Dollar in der Abwertungsphase gegenüber dem Yen und der Yen in einer Aufwertungsphase gegenüber dem Won (zwischen Januar 1985 – April 1989; September 1990 - Mai 1995), hat der südkoreanische Won die einfache Möglichkeit, die Leistungsbilanzseite zu verbessern, wobei je nach Wirkungsgrad des Yen auf den Won dieser Effekt gemildert oder gestärkt wird. So wies Südkorea zwischen 1986-1989 stabile Leistungsbilanzüberschüsse auf. Bereits 1990 gab es jedoch steigende Leistungsbilanzdefizite. Gerade zwischen 1990-1995 ist deshalb ein Reflex auf die Lage der überbewerteten Währung Won sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem Yen zu verzeichnen, da diese Möglichkeit in Südkorea nicht umgesetzt werden konnte: In dieser Phase konnte Südkorea ihre Vorteile gegenüber den beiden Währungen nicht dazu nutzen, Leistungsbilanzüberschüsse zu erwirtschaften. Dies ist der Unterschied zu der taiwanesischen Währung NT-Dollar. (Siehe, taiwanische Leistungsüberschüsse in Tab 1) Ein Grund dafür ist, dass sich die Überkompensationsmöglichkeit aus der Stärke des Yen ergibt, dessen Übermachtstellung gegenüber dem Won dazu führte, die südkoreanischen Leistungsbilanzdefizite aufgrund der verteuerten Importsumme aus Japan zu festigen, oder anders ausgedrückt, im Vergleich zu Japan, in dem der Yen einen niedrigen Wechselkurs aufwies, konnte Südkorea einen Exportüberschuss trotz des erhöhten südkoreanischen Wechselkurses nicht aufweisen. Ein anderer Grund mag darin liegen, dass durch die relative Schwäche des Dollars ein weiterer Importsog von dem peripheren Währungsraum (hier Südkorea) in den Dollarraum ausbleibt.

4) Befindet sich der US-Dollar in einer Abwertungsphase gegenüber dem Yen und der Yen in einer Abwertungsphase gegenüber dem Won (zwischen April 1989 und September 1990 und zwischen Mai 1990 und Dezember 1990), hängt die Leistungsbilanzposition ebenfalls davon ab, inwieweit sich die südkoreanische Währung gegenüber den beiden Währungen behaupten kann. Wird die einheimische Währung nicht durch die anderen Faktoren, wie Beschäftigungs-, Fiskal- und Geldpolitik, unterstützt und besteht gleichzeitig eine höhere Inflationsrate und niedrigere Wertschöpfungsrate (Lohnproduktivität) als in den USA und Japan, zeichnet sich eine schwächer werdende Landeswährung ab, deren Auswirkungen sich in den Leistungsbilanzdefiziten wiederfinden.

Somit weist das Ergebnis der kumulativen defizitären (überschüssigen) Leistungsbilanzposition, auch unter Berücksichtigung der zusätzlichen Schlüsselwährung (hier Yen), eine sich abschwächende

(etablierende) Marktposition der eigenen Landeswährung (hier südkoreanische Währung Won) auf. Dies lässt sich auch als überbewertete (unterbewertete) Währung mit Abwertungsverdacht (Aufwertungsverdacht) bezeichnen.

##### 5. *Einzelne Kapitalverkehrsposten und Leistungsbilanzposten Südkoreas*

Wird der Fall Südkorea untersucht, taucht zwar hier die Kapitalverkehrsbilanzseite in der Regel als Kehrseite der Leistungsbilanzseite auf, d.h. weist sie eine positive (negative) Leistungsbilanzposition auf, dann zeigt sich umgekehrt eine negative (positive) Kapitalverkehrsbilanzposition, wie beispielsweise zwischen 1971-1973; 1980-1982; 1990-1993; 1996-1997 und im Jahr 1998). (Siehe dazu Abb. 18) Es existieren jedoch Phasen, die eine korrelative Richtung aufweisen, in der z.B. der Fall der positiven Leistungsbilanz mit der positiven Kapitalverkehrsbilanz einhergeht (1977-1979; 1986-1989; 1993; 1999-2000) und im Fall der negativen Leistungsbilanz mit der negativen Kapitalverkehrsbilanz (1982-1985; 1994-1996). Daraus ergeben sich ebenfalls die Schwankungen der Zahlungsbilanzposition, in der die Summe der beiden Positionen nicht Null ergibt, wie beispielsweise eine positive Zahlungsbilanzposition in den Perioden 1976-1978; 1986-1990; 1993-1996; 1999-2000 und eine negative in den Perioden 1979-1983; 1985; 1990-1992 und 1997.

In der Kapitalverkehrsbilanz zeichnet sich Südkorea dadurch aus, dass es in der betrachteten Periode meistens einen Überschuss gab. Dabei ist zu bemerken, dass in der Phase, in der die hohe Zinssatzdifferenz zwischen dem Inland und den ausländischen Gläubigerländern blieb, der Kapitalimport und demzufolge der Kapitalverkehrsüberschuss ebenfalls konstant blieb. Betrachtet man die einzelnen Komponenten innerhalb der Kapitalverkehrsposition, wie Tab. 9 zeigt, teilt sich die Kapitalverkehrsbilanzposition in Finanzkonten (*Financial Account*) und Auslandskreditaufnahmen. Dabei ist zu beobachten, dass in der Kapitalverkehrsbilanzposition ausserhalb der Deckung der Leistungsbilanzdefizite auch eine Reihe zusätzlicher Komponenten existierten, so dass einerseits innerhalb der Finanzkonten die sogenannten Portfolioinvestitionen von 1990 bis 1997 ständig zunahmen. Andererseits treten innerhalb der Auslandskreditaufnahme als Kreditnehmer in hegemonialer Währung neben den Depositenbanken auch andere Kreditinstitute wie *'Korea Development Bank'* und *'Investment Trust Companies'* auf, was einen koreaspezifischen Charakter darstellt.<sup>304</sup> Demgegenüber spielten Direktinvestitionen aus dem Ausland bis zur Währungskrise 1997 eine relativ geringe Rolle, obwohl seit Januar 1992 die behindernden Vorschriften für ausländische Direktinvestitionen kontinuierlich abgebaut wurden. Erst nach der Währungskrise 1997 zeichnete sich eine steigende Direktinvestitionsquote ab.

---

<sup>304</sup> Demgegenüber treten in den anderen von Asienkrisen betroffenen Ländern wie Thailand und Indonesien bei der Kreditaufnahmen in US-Dollar die Form der Direktfinanzierung von Unternehmen stärker auf.



(Siehe Direktinvestition im Jahr 1999 in Abb. 9) Dies ist ein Unterschied zu den asiatischen Nachbarländern, bei denen in Währungskrisen die mit den Direktinvestitionen verbundenen Kapitalzuflüsse eine starke Rolle spielten, so dass laut Nunnenkamp (1998) zwischen 1995-1996 ausländische Direktinvestitionen mehr als die Hälfte der gesamten Nettokapitalzuflüsse ausmachten.<sup>305</sup> Dagegen stiegen die südkoreanischen Direktinvestitionen im Ausland zwischen 1994 und 1997 von 19,4 Mrd. auf 37,8 Mrd. US-Dollar. Dieser Anstieg lag vor allem daran, dass die mit hegemonialer Währung finanzierten Investitionen der südkoreanischen Unternehmen im Ausland im Vergleich zum Inland stärker stiegen.<sup>306</sup> So spielte der inländische Anteil in der gesamten Kapitalverkehrsbilanz keine grosse Rolle (129,3 zu -37,8 Mrd. US-Dollar).<sup>307</sup> Dies lässt vermuten, dass südkoreanische Konzerne (*Chaebol*) ausserhalb des Zahlungsverkehrs zwischen In- und Ausland als eigenständige Finanziere im Ausland tätig waren. Der Kauf der inländischen Wertpapiere vom Ausland (138,7 Mrd. US-Dollar) und die Kreditaufnahme aus dem Ausland (125,5 Mrd. US-Dollar) machten einen höheren Anteil aus als die Hauptkomponente des Kapitalimportes. Dies lag an dem Verhalten der Kapitalgeber, in dem der südkoreanische Kapitalmarkt im Zuge der Liberalisierungspolitik (wie in anderen asiatischen Ländern) als 'attraktive' Wertschöpfungsquelle und folglich als Rentierquelle dient. Ein ständig steigender Kapitalzufluss auf der Kapitalverkehrsbilanzseite seit Anfang der 90er Jahre ist neben der Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite auf die Existenz der Zinssatzdifferenz zwischen dem südkoreanischen und dem hegemonialen Währungsraum zurückzuführen, indem die Zinssätze im Inland trotz der Liberalisierung höher als die Zinssätze der Geberländer blieben und die Zinssätze der kapitalgebenden Industrienationen (insbesondere in Japan) sanken.<sup>308</sup>

Der sich aus dem Kapitalimport ergebende Dauerzustand der Überbewertung der südkoreanischen Währung Won spiegelt sich ebenfalls auf der Leistungsbilanzseite wider. So stiegen die Leistungsbilanzdefizite seit Anfang der 90er kontinuierlich: Zwischen 1994 und 1996 stiegen die Handelsdefizite besonders stark, dementsprechend auch die Leistungsbilanzdefizite. Zwischen 1996 und 1997 verschlechterte sich die Leistungsbilanz so deutlich, dass in den beiden Jahre die *Terms of Trade* (hier die Veränderungsraten der Exportquote geteilt durch die Importquote) kumulativ um mehr als 20% sanken, was wiederum eine Zunahme der Gesamtschulden von 96 Mrd. auf 164 Mrd. US-Dollar in diesem Zeitraum bedeutet. (Siehe Tab. 1 und Tab. 5) Hinzu kommt der Preisverfall der wichtigsten Exportartikel im Ausland. Misst man die Leistungsbilanzdefizite am BIP, so stiegen diese zwischen 1994 und 1996 von 1,5 auf 4,8%. Der Grund ist vor allem darin zu sehen, dass die Überbewertung des südkoreanischen Won zur Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit von südkoreanischen Exportgütern führte, die jedoch nicht durch Steigerung von Arbeitsproduktivität kompensiert werden

---

<sup>305</sup> Siehe Nunnenkamp, P. (1998), *Dealing with the Asian Crisis*, in: *Economics*, S. 34

<sup>306</sup> Siehe beispielsweise „Domestic Corporations Free to Invest in Overseas Real Estate“, In: *Business Korea*, June 1996, S.16

<sup>307</sup> Siehe dazu Park, J.-S. (1999), a.a.O., S. 14

<sup>308</sup> Dabei betont das *Mainstream* das Fehlverhalten und somit das *Moral-Hazard*-Problem. (Siehe Corsetti, G./ P. Pesenti/ N. Rubini (1998), a.a.O., S. 3)

konnte. Dieser Sachverhalt macht einen Unterschied zu Horn's und Schrooten's Analyse aus, nach der ein Anstieg der Lohnerhöhung zur realen Aufwertung des einheimischen Won geführt haben soll.<sup>309</sup> Denn das Lohnniveau (und folglich die Lohnstückkosten) ist ein Marktergebnis innerhalb des Einkommensprozesses. Die Arbeitsproduktivität hingegen ist die einzig übrig gebliebene strategische Variable seitens der Einkommensbildungskomponente, die zur Unterbewertungsstrategie beiträgt.

Wird der Effekt der Kapitalverkehrsbilanz auf den 'offiziellen' Marktzinssatz betrachtet, ist dies nicht eindeutig zu belegen: Im Fall des *Call*-Zinssatzes zeichnet der Zeitraum zwischen 1992 und 1999 mit dem Vertrauensintervall von 5% eine starke Kausalität mit dem Wert 36,08 ab. Dagegen zeichnet sich der kausale Wert (1,58) im Fall der Umlaufrendite der Unternehmensanleihen wenig ab. Die Gründe liegen darin, 1) dass im Bereich des südkoreanischen Bondmarktes eine langsamere Liberalisierung vollzog und somit wenig offen gegenüber dem ausländischen Kreditgeber waren als im Bereich des Aktienmarkts. und 2) dass dies ein Indiz dafür ist, dass seit der Liberalisierung des Kapitalmarktes die Differenz des Zinssatzes und der Profitrate vor allem durch den Kapitalimport geschlossen wurde. Dies wurde sowohl durch das vorhandene Bankensystem als auch durch den Aktienmarkt finanziert.<sup>310</sup>

## 6. *Geld- und Kreditmarkt*

Wie Tab. 15 zeigt, wachsen der Geld- und der Kreditmarkt in Südkorea seit den 80er Jahren rapide, wobei zwischen 1980-1995 eine jährliche durchschnittliche Zuwachsrate von 31,42% (von 1,5 Billionen Won auf 118,8 Billionen Won) zu verzeichnen ist.<sup>311</sup> Wird der Kapitalmarkt mitberücksichtigt und der Zeitraum von 1980 auf Juni 2001 erweitert, vergrößert sich der Geld- und Kapitalmarkt von 6,6 Billionen Won auf 874,4 Billionen Won, was einer jährlichen Zuwachsrate in Höhe von 25,52% entspricht. Dabei zeigte sich auch, dass die Grösse des Geld- und Kapitalmarktes im Vergleich zu den sogenannten M3 und der gesamten Kreditmenge zwischen 1980 und Juni 2001 jeweils von 36,9% und 27,2% auf 90,9% und 126,1% gewachsen ist.<sup>312</sup> Innerhalb des inländischen Kapitalmarktes machten die Grösse des Bond- und Aktienmarktes Juni 2001 im Vergleich zu 1980 jeweils das 167 und 112fache aus, wobei der Geldmarkt im gleichen Zeitraum das 107fache beträgt. Dies zeigt, dass sich einerseits der Einkommensbildungsprozess trotz des wirtschaftlichen Rückschlages im Währungskrisenjahr 1997 schnell wieder stabilisiert hat. Das lässt sich auch durch die stabile Ersparnisquote auf der Aufteilungsseite bestätigen. Andererseits ist es auch plausibel, dass die Hebelwirkung des Aussenbeitrages (vor allem aus

---

<sup>309</sup> Vgl. Horn, G. A/ M. Schrooten (1999), *Twin Crisis in Asia: The Failure of Fixed Exchange Rate Regimes and Delayed Institutional Adjustment*, S. 10 f.

<sup>310</sup> Vgl. Park, J. S. (1999), a.a.O., S. 28

<sup>311</sup> Siehe „Financial Markets in Korea (koreanisch, 2001)“, Bank of Korea, (December), S. 13

<sup>312</sup> M3 = M2 + Depositen bei NBFi

dem Kapitalimport in US-Dollar) einen wichtigen Beitrag zum steigenden Kapitalmarkt leistete, wobei die Liberalisierungspolitik des Geld- und Kapitalmarktes dies begünstigte. Zu bemerken ist auch, dass trotz des starken Wachstums die Grösse des Geldmarktes im Vergleich zum BIP von 27,0% im Vergleich zu den Industrienationen wie beispielsweise in Japan (35,3%) und USA (45,6%) einen geringen Anteil ausmacht. Zieht man davon ein bisher für die Liquiditätskontrolle verwendetes Hauptinstrument *Monetary Stabilization Bonds* ab, beträgt die Geldmarktgrösse 21,8% vom BIP-Wert. Somit zeigt sich, dass - im Sinne der *Financial Deepening*<sup>313</sup> - der Geldmarkt als ein Reflex der niedrigeren Liquiditätspräferenz einen unterentwickelten Status im Vergleich zu den währungsstarken Ländern darstellt.

Als Teilmarkt innerhalb des südkoreanischen Geldmarktes sind neben den herkömmlichen Bankdepósitos insbesondere sowohl der *Call*-Markt als auch der *CD* (*negotiable certificates of deposit*) sowie die *Monetary Stabilization Bonds* zu erwähnen: 1) der *Call*-Markt spielte innerhalb der Kreditinstitute für die Schliessung der Liquiditätslücken eine wichtige Rolle, wobei solche Transaktionen in der Regel einen sehr kurzfristigen Charakter (beispielsweise ein Tag) aufwiesen. Insofern stellte für die Beurteilung der Liquiditätsslage des südkoreanischen Geldmarktes die *Call Rate* eine hervorragende Messgrösse dar. (Zur *Call Rate*, siehe Abb.21) Dabei standen sich die Investitionshäuser als Anbieter von *Call Money* den Wertpapierhandelshäusern und in Südkorea ansässigen ausländischen Bank-Filialen als Käufer gegenüber. Die Funktion der Wertpapierhandelshäuser bestand darin, die Liquiditätslücke solcher kurzfristigen Kredite zu schliessen. Auch in den in Südkorea ansässigen ausländischen Filialen spielte der *Call*-Markt eine wichtige Rolle für den Won Währungsbedarf. Dabei wurde der ausländische Währungsverkaufsübergang im Fall der starken Zinssatzdifferenz (zwischen in- und ausländischen einerseits und zwischen kurz- und langfristigen andererseits) bzw. im Fall des erhöhten Verkaufs von ausländischen NDF (*Non-deliverable forward*) durch die erhöhte Nachfrage der *Call rates* geschlossen. Dies führte zur Erweiterung der Won-Basisgeldmenge. Ab Juli 1984 lag die Beschlusskompetenz über die *Call Rate* in der Hand der südkoreanischen ZB, wobei neben der Begrenzung der höchsten *Call Rate* auch die Bandbreite der *Call Rate* erweitert wurde. Ab Oktober 1989 wurden die Beschränkungen über Transaktionen zwischen in- und ausländischen Filialen aufgehoben. Ab Mai 1991 wies die *Call Rate* gegenüber den Depositenbanken und auch NBFIs einen umfassenden Zinssatzcharakter auf. Das Phänomen des steigenden *Call*-Marktes setzt sich in Südkorea auch nach der Währungskrise fort, so dass in der ersten Jahreshälfte 2001 dessen Kreditanteil zwischen ausländischen Filialen, Wertpapierhäusern und inländischen Banken jeweils 37,8, und 27,7 und 26,5% beitrug. Dabei spielt die Fortsetzung der gesetzlichen Liberalisierung eine Rolle, so dass ab Februar 2001 auch inländische *Call*-Brokergeschäfte

---

<sup>313</sup> *Financial Deepening* gibt den Grad der Monetarisierung der ökonomischen Beziehung eines Währungsraums zwischen Einkommensbildung und Geldvermögenswachstumsrate an. Vgl. auch Hauskrecht, A. (1998), Monetäre Aspekte des Transformationsprozesses: Eine Fallstudie Vietnams, S. 112

zugelassen wurden. Diese Geschäfte waren früher ausschliesslich den zuständigen Brokerfirmen, die für fremde Währungsvermögensgeschäfte zuständig waren, vorbehalten.<sup>314</sup>

2) Das Depositenzertifikat (*negotiable certificate of deposit*; im folgende CD genannt) stellt als eine Mischform aus Bankdepositen und verkäuflichem Wertpapier eine Komponente der Mindestreserveverpflichtung von ZB dar, in der die betroffenen Kreditinstitute in der Regel zur kurzfristigen Liquiditätsüberhangsnutzung emittierten.<sup>315</sup> Dabei stellten in Südkorea die Rendite der CD (wie beispielsweise CD mit einer Laufzeit von 91 Tagen) neben der *Call Rate* einen repräsentativen institutionellen Marktzinssatz dar. Insbesondere nach der Währungskrise (ab Mai 1998) wurde im Zuge der radikalen Liberalisierungsmassnahmen - neben der sogenannten *Cover Bill* und *Bills of Merchant Banking Corporations* – auch der Handel für ausländische Investoren zugelassen.<sup>316</sup>

3) Bei den *Monetary Stabilization Bonds* handelt es sich um die von der südkoreanischen ZB emittierten und für Kreditinstitute und private Anleger käufliche Bonds. Sie nehmen für die Geldmengenkontrolle einen dominanten Platz ein. Insbesondere in Bezug auf die auf Kapitalzu- und -abflüssen beruhenden Liquiditätsänderungen des inländischen Geldmarktes spielen sie als Instrument für die Geldmengenkontrolle nach wie vor die wichtigste Rolle: Durch Kapitalimporte (wie aufgrund der Leistungsbilanzdefizite) wird eine Zunahme der gesamten Geld- und Kreditmenge verursacht. In diesem Fall wird durch Emittierung der *Monetary Stabilization Bonds* der Liquiditätsüberhang zu beseitigen versucht, wobei im umgekehrten Fall, nämlich im Fall des Kapitalabflusses durch den Rückkauf der *Monetary Stabilization Bonds*, dem Nachfrageüberhang begegnet wird. Theoretisch besteht eine Nachfrage seitens der Kreditinstitute (einschl. NBFID) nur dann, wenn die Renditedifferenz zwischen dem Geldmarkt und den *Monetary Stabilization Bonds* attraktiv genug erscheint, wobei die Wertpapierhäuser bei deren Vermittlungen dazu verdienen. Trotz der schrittweisen marktverzinslichen Annäherungen wurde praktisch beim Kauf der ausländischen Währungsvermögen bis zur Währungskrise 1997 aufgrund der überwiegenden geldpolitischen Bedeutung eine Form der gewissen Anteilsanweisungspflicht beibehalten. Zu den schrittweise marktverzinslichen Annäherungen gehört, dass seit November 1981 das Emittierungsvolumen unterhalb 10% vom M1 blieb und im August 1988 über verschiedene Änderungsvorschriften das Volumen unterhalb 50% vom M2 begrenzt wurde. So wurde beispielsweise im Oktober 1987 als eine Form der Ankaufspflicht die Kaufquote der *Monetary Stabilization Bonds* von der südkoreanischen ZB an die betroffenen Kreditinstitute verteilt.<sup>317</sup> Somit stellen die Änderungen des *Monetary Stabilization Bonds*-Volumina in Südkorea als Verhältnisindikator zwischen den Kapitalzuflüssen und dem Geldmengeneingriff eine hervorragende Messgrösse dar. Dabei zeichneten sich zwischen 1986-

---

<sup>314</sup> Siehe „Financial Markets in Korea (koreanisch, 2001)“, Bank of Korea, a.a.O., S. 25ff.

<sup>315</sup> Ab 2001 wurde CD in Südkorea von der Depositenschutzeinlage ausgenommen.

<sup>316</sup> Siehe „Financial Markets in Korea (koreanisch, 2001)“, Bank of Korea, a.a.O., S. 73

<sup>317</sup> Vgl. „Financial Markets in Korea (koreanisch, 2001)“, Bank of Korea, a.a.O., S. 120f.

1989 und nach der Überwindung der Währungskrise (nach 1998) durch Leistungsbilanzüberschüsse induzierte Kapitalzuflüsse ab, wobei das dadurch entstandene gesamte Geldmengenwachstum durch erhöhte Emittierungsvolumen von *Monetary Stabilization Bonds* subsumiert wird. Dagegen sank das Volumen zwischen 1994-1997 (also bis zum Währungskrisenjahr), nach der starken Zuwachphase zwischen 1991-1992, durchschnittlich jährlich in Höhe von 182,8 Mrd. Won (etwa 246,8 Mio. EUR mit dem Wechselkurs 1.350 Won pro Euro). Dies darf jedoch nicht als eine durch geringe Kapitalzuflüsse induzierte Interventionsmenge interpretiert werden, sondern steht eher als ein Indiz dafür, 1) dass einerseits ein von der ZB nicht erfasster Anteil der Kapitalzuflüsse in hegemonialer Währungsform existierte, welcher ausserhalb des geldpolitischen Einflussbereiches der ZB lag, und 2) dass andererseits dies eine Strombewegung des ausländischen Kapitals darstellt, in der den verschuldeten Kapitalzuflüssen durch Verwendung des ausländischen Kapitals, nämlich durch die Kapitalabflüsse begegnet wurde, so dass die aktuellen ausländischen Kapitalbestände viel grösser waren.

Seit dem Folgejahr der Währungskrise (1998) steigt die Quote der *Monetary Stabilization Bonds* gegenüber dem M2 kontinuierlich, so dass sie 1997, 1998, 2000 und Juni 2001 jeweils 11,5%, 17,7%, 16,1% und 16,5% aufwies. (Vgl. Tab. 16) Dies spiegelt wiederum einen von der südkoreanischen ZB emittierten zunehmenden Verkauf der *Monetary Stabilization Bonds* mit dem Ankauf der Devisen wider, die sich sowohl aus der Leistungsbilanz als auch aus dem darüber hinaus zusätzlich geflossenen Kapitalimport ergeben. Dabei manifestiert sich die Schwäche der südkoreanischen Währung, denn kurz vor der Währungskrise sind die durch die Leistungsbilanzdefizite importierten Kapitalflüsse zu verzeichnen. Nach der Währungskrise ist eine kontinuierlich steigende Devisenreserve vor allem aufgrund der Leistungsbilanzüberschüsse zu vermerken. Beide Fälle belasten jedoch die Präferenz der einheimischen Won-Währung, in der im ersten Fall eine Ursache der Währungskrise und im zweiten Fall eine Schwäche der einheimische Währung und damit kein steigendes Moment der Währungspräferenz dargestellt wird.

Innerhalb der Bankenkredite betrug der Anteil der Bankforderungen, für die als Sicherheit Immobilien standen, Anfang der 90er Jahre zwischen 42% und 43% von der gesamten Forderungssumme und änderte sich im Jahr 1995, 1996 und 1997 auf jeweils als 38%, 34% und 38%. Dabei zeichneten sich zwischen 1990-1996 die steigenden Bankenkredite gegenüber dem Anteil für die Immobilienwerte ab. Beispielsweise stiegen die als Banksicherheit dienenden Werte der Immobilien in diesem Zeitraum von 26.500 Billionen Won auf 54.600 Billionen Won, was einem Anstieg in diesem Zeitraum in Höhe von 113% entsprach. Dagegen stiegen die offenen Kredite von 57.200 Billionen Won auf 160.600 Billionen Won, was einem Anstieg von 180% entsprach.<sup>318</sup> Somit ist das Argument, dass als direkte Ursache für die Bankenkrise (und demzufolge für die Währungskrise) ähnlich wie in anderen Asienländern (beispielsweise Thailand) der Immobiliensektor verantwortlich zu machen ist, hier abzulehnen, da die Immobilienwerte -

---

<sup>318</sup> Kim, K.-H. (1999), Korea. Could A Real Estate Price Bubble Have Caused the Economic Crisis?, S. 2ff.

anders als in anderen Asienländern - konstant geblieben sind. Dennoch machten die Immobiliengeschäfte, die direkt mit den Kreditgeschäften verbunden waren, aufgrund des Sicherheitswertes innerhalb der Bankengeschäfte einen Löwenanteil aus, so dass die Preisentwicklungen der Immobilien nach der Währungskrise aufgrund der Verflechtung von beiden Geschäften ebenfalls durch die Entwicklungen der auf der Währungskrise beruhenden sinkenden Aktivvermögen von Banken beeinflusst wurden. Zu erwähnen ist auch, dass die uneingeschränkten ausländischen Besitz- bzw. Ankaufsmöglichkeiten von Unternehmens-, Handels- und kommerziellen Wechseln erst nach der Währungskrise (ab Februar 1998) zugelassen wurden, wie beispielsweise die Ankaufsmöglichkeit ab Mai 1998 von CD (Commercial Deposit), RP (Repurchase Paper) und sonstiger Wechsel.<sup>319</sup>

Betrachtet man die Abb. 25, ist innerhalb der Zuwachsrate der Basisgeldmenge ein staatlicher Betrag durch Budgetdefizite, hier von 1971-1975, 1980-1981, 1991-1992 und 1997-1998, zu beobachten. Er war jedoch nicht die Hauptursache dafür. Denn die südkoreanische Regierung praktizierte ausserhalb der Rezessions- und Krisenzeit in der Regel ein konsolidiertes Staatsbudget. Noch deutlicher fiel der Anteil der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland an der Geldmengenwachstumsrate auf: hier 1975-1978, 1987-1989 und 1998-1999. Dabei wurde ein Schuldenaufbau in den Jahren 1975-1978 vor allem durch die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite erzielt. Für die Periode von 1987-1989 sind dagegen Kapitalzuflüsse aufgrund der starken Leistungsbilanzüberschüsse zu verzeichnen. Im Jahr der Währungskrise 1997 und Anfang 1998 war die reduzierte Devisenmenge (als reduzierter Anteil an der gesamten Geldmenge) für die enorm gestiegene Verwendungssumme (also Kapitalabflüsse) verantwortlich. Ab 1998 zeichneten sich wiederum Kapitalzuflüsse aufgrund der Leistungsbilanzüberschüsse ab. Somit wurde der Beitrag für die Geldbasiswachstumsrate in den Perioden der Leistungsbilanzüberschüsse wie beispielsweise 1988 und 1999, jeweils mit 5% und 7% im Vergleich zum BIP beziffert.<sup>320</sup> Trotz des Bemessungseinwandes, dass hier eine Stockgrösse mit einer Stromgrösse verglichen wird, scheint es plausibel zu sein, dass das Geldmengenwachstum aus den Kapitalzuflüssen resultierte, obwohl in den 90er Jahren die Zuwachsrate der Geldmenge seitens der ZB, unabhängig von der konjunkturellen Lage, konstant zu halten versucht wurde: Die Zuwachsrate der Geldmenge ( $M_2$ ) wies in der aufholenden konjunkturellen Phase zwischen 1990 und 1991 jährlich 19,9% auf. Demgegenüber wies die Zuwachsrate der Geldmenge ( $MCT = M_2 + \text{Negotiable Certificate of Deposit} + \text{Money in Trust}$ ) in der abschwächenden konjunkturellen Phase zwischen 1992 und 1993 jährlich 18,5% auf, wobei die Zuwachsrate von 1991 bis 1996 zwischen 21% und 24% lag.<sup>321</sup> Erst im Krisenjahr 1997 fiel die Zuwachsrate, was mit dem durch die Währungskrise verursachten Kreditschrumpfen zusammenhing. Dabei wurde einerseits die überbewertete Währung aufgrund der restriktiven Geldmengenpolitik zugelassen, was eine Möglichkeit darstellte, Güter aus dem Ausland günstig zu importieren. Dies bedeutet auch andererseits, dass die zusätzlich entstandene Geldmenge

---

<sup>319</sup> Siehe „Monthly Bulletin (koreanisch)“, November 1999, Bank of Korea, S.13

<sup>320</sup> Siehe Ko, Y.-S. (2000), a.a.O., S. 253

<sup>321</sup> Seit Mitte der 80er Jahre gilt der  $MCT$  in Südkorea neben  $M_2$  als zusätzlicher Indikator für die Messung der Geldmenge.

aufgrund der durch den Kapitalimport ansteigenden Devisenbestände seitens der südkoreanischen ZB mittels einer Sterilisierungspolitik neutralisiert werden musste.

Dagegen ist der positive Zusammenhang zwischen der Zuwachsrate der Geldmenge und der Steigerung des Preisniveaus in Südkorea nicht eindeutig zu bestätigen, was Zweifel an der empirischen Zuverlässigkeit von Friedmans' Theorie hervorzurufen scheint.<sup>322</sup> Werden in Südkorea ein erhöhtes Realeinkommenswachstum  $\bar{y}$  und eine erhöhte Inflationsrate  $\bar{\pi}$  erwartet, wie eine Reaktionsgleichung der südkoreanischen ZB von Yong Sun Ko (2000),  $\Delta B/B_{-1} = c_0 + c_1 \bar{y} + c_2 \bar{\pi} + c_3 D + c_4 \Delta B^F/B_{-1} + c_5 \Delta B^G/B_{-1} + \varepsilon$  zeigt, dann wird durch die südkoreanische ZB die Geldmenge auf das niedrigere Wachstumsniveau reduziert.<sup>323</sup> Beispielsweise wies Yong Sun Ko in seiner Studie einen direkten Zusammenhang zwischen der erwarteten Inflationsrate und dem Geldmengenwachstum als negativen Wert -1,006 im Zeitraum 1981-1997 nach. Dagegen reagiert die Basisgeldmenge kaum auf die Veränderungsrate der Aussenkomponente und des staatlichen Budgets. Dabei wurde zwar der Anteil aus dem Ausland innerhalb der Basisgeldmenge nebst der konsolidierten Staatshaushaltsdisziplin zum grössten Teil sterilisiert. Der positive Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Konsumentenpreise und der Entwicklung des Indikators M2 ist jedoch sehr umstritten, so dass die Gültigkeit der Quantitätstheorie auch empirisch abzulehnen ist.<sup>324</sup> Festzustellen ist dagegen, dass in Südkorea bis Anfang der 80er Jahre (genauer bis 1983) im Vergleich zu den lateinamerikanischen Ländern geringere Inflationsraten, im Vergleich zu den IL jedoch beachtlich hohe Inflationsraten bestanden, die vor allem aus der Lohn-Preis-Spirale resultierten. (Siehe Tab. 10) Zu erwähnen ist auch, dass der positive Zusammenhang zwischen Rohölpreise und Inflationsrate insofern korrigiert werden muss, als sich der überbewertete Won Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar im Fall der steigenden Ölpreise auf die südkoreanischen Produktions- und Verbraucherpreise enorm niederschlug. Denn erst die Abhängigkeit des Won vom US-Dollar ermöglichte mit Hilfe der Devisenbeschaffung in US-Dollar und der inelastischen Importpreise vom Rohstoff Öl die importierte Inflationsrate. So gesehen, ergibt sich die importierte Inflationsrate aus den doppelten Abhängigkeiten vom überbewerteten südkoreanischen Won und vom internationalen Zahlungsmittel US-Dollar.

In Bezug auf die südkoreanische Geldpolitik sind bis Ende der 80er Jahren folgende Punkte festzustellen: Die Geldpolitik unterstützte bis in die achtziger Jahre den Wirtschaftsjahresplan, so dass sich bis 1980 eine restriktive Finanz- und Kapitalmarktpolitik durchsetzte, was dann einen repressiven Charakter aufwies. Dazu gehörten sowohl eine duale Zinspolitik als auch Kreditmengenrestriktionen. Bei erstere standen die zinsbegünstigenden Finanzierungen der strategischen und Exportindustrien den

---

<sup>322</sup> Siehe dazu auch Ko, Y.-S. (2000), a.a.O., S. 243

<sup>323</sup> Dabei sind  $\bar{y}$ ,  $\bar{\pi}$ , D, B, B<sup>F</sup> und B<sup>G</sup> jeweils das im Vorjahr erwartete Realeinkommenswachstum, die im Vorjahr erwartete Inflationsrate für jetziges Jahr, Dummy-Variable (bis 1980 im Wert 1, danach 0), Basisgeldmenge am Ende der Periode, dessen Anteil aus dem Ausland und Staat. (Siehe Ko, Y.-S. (2000), a.a.O., S. 254)

<sup>324</sup> Siehe beispielsweise Park, W. A. (1989), a.a.O., S. 20

benachteiligten restlichen Industrien bzw. Sektoren gegenüber. Darüber hinaus gab es eine nochmalige Kreditmengenrestriktion, so dass eine hohe kreditäre Hürde für die nichtbegünstigten Sektoren existierte. Im Jahr 1980 zeichnete sich dann eine geldpolitische Wende ab, in der die frühere restriktive Kreditallokationspolitik schrittweise zu den marktüblichen Zinskonditionen überging, obwohl die versteckten kreditären Mengenrestriktionen bis in die 90er Jahre vorhanden waren.<sup>325</sup> Die Gründe für solch einen geldpolitischen Wechsel Anfang der 80er Jahren sind darin zu sehen, dass zunächst die bisherige restriktive allokativen Geldpolitik an die Grenze der ökonomischen Effizienz im Sinne des Einkommensbildungsprozesses stieß. Andererseits setzte sich anstelle der früheren wachstumsorientierten Kreditexpansionspolitik eine stabilitätsbewusste Wirtschaftspolitik durch. Als politische Instrumente für die Geldwertstabilität gehörten dazu die Begrenzung des Geldmengenwachstums, die weitere Ankerung des Wechselkurses an dem US-Dollar, die Intervention der Lohntarifpolitik durch den Staat sowie die staatliche Budgetdisziplin.<sup>326</sup> Nicht zuletzt spiegelte sich auch der geldtheoretische Einfluss von liberalen Geldpolitikern wie McKinnon und Shaw wider, in dem die Finanzintermediäre (vor allem GB) anstelle des repressiven Finanzmarktes über den Anreiz der Mehr-Depositenhaltung für die Investitionsdynamik eine entscheidende Rolle spielen sollten.<sup>327/328</sup> Allerdings übersahen McKinnon und Shaw die mit der Kapitalmarktliberalisierung verbundene Währungsperipherisierung, wie Diaz-Alejandro (1985) dies ironischerweise in „Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash“ ausdrückte.<sup>329</sup>

Werden die Verschuldungssummen in hegemonialer Währung durch GB und das Kreditvolumen (und somit das Geldmengenwachstum) Südkoreas insbesondere in den 90er Jahre verglichen, zeigt sich, dass eine starke Zunahme der Kreditaufnahme in hegemonialer Währung einem relativ konstanten Geldmengenwachstum gegenüberstand, welches jedoch eine starke Wachstumsrate in Höhe von ca. 19%-23% zwischen 1993-1996 ausmachte. (Siehe Abb. 26) Dagegen zeigte sich ein starkes Auseinanderfallen der inländischen und der ausländischen Geldmengenkomponente in der Periode 1988-1997 und ab 1999, in der durch Kapitalimport eine sinkende inländische Geldbasis einer steigenden ausländischen Währungskomponente gegenüberstand. (Siehe Abb. 14) Die südkoreanische Geldpolitik zeichnete sich nach dem Währungskrisenjahr 1997 und weiterhin bis Mai 1999 dadurch aus, dass sie sich bei der Inflationsbekämpfung und bei der Geldstabilisierungspolitik weiterhin am Geldmengenwachstum orientierte. Dabei wurde zur Begrenzung des Geldmengenwachstums der Indikator *M2* als wichtigste

---

<sup>325</sup> Zur versteckten Kreditmengenrestriktion für die Kreditnehmer gehörte vor allem doppelte Kondition sowohl in Passiva als auch in Aktiva, so dass der Kreditnehmer einen bestimmten Anteil auf die Hausbank verpflichtet anlegen musste. Dies führte zwar zur formalen Kreditexpansion, was aber im Kontext der Währungskrise nicht relevant erscheint.

<sup>326</sup> Seit 1960 bis 1979 steht das reale Wachstum des BIP in Höhe von 9% demjenigen der Verbraucherpreisen in Höhe von 14,2% gegenüber. (siehe Lee, C. Y. /C. W. Chung (1999), a.a.O., S. 8)

<sup>327</sup> Der Unterschied zwischen Inside- und Outside-Money spielte für die Messung der Finanzvermögensakkumulation lediglich eine sekundäre Rolle. Vgl. dazu Fry, Maxwell J. (1988), Money, interest, and Banking in economic development, S. 22

<sup>328</sup> Zum McKinnon-Shaw-Modell, siehe Fry, Maxwell J. (1988), a.a.O., S.16ff., zum Gurley-Shaw-Modell, siehe ebenda, S. 240ff.

<sup>329</sup> Siehe Diaz-Alejandro, C. (1985), Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash, S. 1ff.



Messgrösse genutzt, um Begrenzungen der Geldmenge zu realisieren. Ab Mai 1999 ging die Geldpolitik dazu über, sich neben der Geldmengenbeachtung am Zinssatz zu orientieren, indem die *Interbank-Callrate* als Liquiditätsindikator im Sinne der *'benchmark rate'* dient. Seit 2000 wird *MCT* als Geldmengenindikator anstelle des bisherigen Indikators *M2* benutzt, wobei in *MCT* neben *M2*, *CD* (Negotiable Certificate Deposit) und *Money in Trust* eingeschlossen sind.

Wie oben dargestellt, gab es bis Anfang der 90er Jahre in der südkoreanischen ZB gegenüber den inländischen Kreditinstituten eine Anweisungspraxis beim Ver- und Ankauf der *Monetary Stabilization Bonds* und *RP Bonds* (*repurchase agreement bonds*). Ab April 1993 ging zwar Südkorea zu einer marktkonformen Offenmarktpolitik über, so dass im Juli 1997 die Ver- und Ankaufspflicht aufgehoben wurde. Aufgrund des noch unterentwickelten Bondmarktes spielten aber die vorgeschriebenen *Monetary Stabilization Bonds* für das geld- und wechselkurspolitische Instrumentarium eine entscheidene Rolle. Nach der Währungskrise wurden dann die offenmarktfähigen Kreditinstitute neben den bisherigen Depositenbanken auf die *NBFI* erweitert. Dies kann als eine einzelwirtschaftliche Korrektur im Vergleich zu der Periode vor der Währungskrise angesehen werden, da die Finanzprodukte aus den *NBFI* in der vorherigen Periode ausserhalb des Gegenstandes von Offenmarktinstrumenten lagen.<sup>330</sup> Die Geldpolitik war auch in den Periode vor der Währungskrise insofern überfordert, als sie zwischen Preis- und Wechselkursstabilität und Wirtschaftswachstum wählen musste, wobei sie sich zugunsten des letzteren entschieden hatte: Dabei intervenierte der Staat (oder die ZB) am Finanzmarkt, indem er neben der Kapitalmarktliberalisierung innerhalb der vorgegebenen Geldmengenwachstumsrate immer noch die vergangene Kreditallokationspolitik fortsetzte, so dass er zunächst im Rahmen der Kreditallokation Investitionsausgaben finanzierte und dann die restlichen Kredite anderen Kreditnehmer (wie beispielsweise die am Binnenmarkt orientierten *KMU*) auswies.

Wird der südkoreanische Marktzinssatz betrachtet, kann die Zinspolitik in der Regel nur passiv sein, da anhand der wachstums- und exportorientierten Wirtschaftspolitik die Geld- und Währungspolitik der Allokationsaufgabe unterlag und gleichzeitig eine Politik de niedrigen Zinses praktiziert wurde. Betrachtet man den südkoreanischen Marktzinssatz ergab sich Folgendes: Der Zinssatz wies aufgrund der Begünstigungen für die zu der Industriepolitik passenden Unternehmen eine duale Struktur auf, da neben den offiziellen Bankzinssätzen bzw. Renditen von Unternehmensanleihen noch weitere inoffizielle *Curb*-Marktzinssätze existierten (und noch existieren). Dies deutet darauf hin, dass 1) bei der Kreditvergabe (sei es von der Regierungsseite, sei es von den *Chaebol* selbst) zugunsten der *Chaebol* entschieden wurde und die restlichen Unternehmensgruppen (bzw. die restlichen potenziellen Kreditnehmer) benachteiligt wurden und dass 2) der Staat eine Niedrigzinspolitik durchsetzte, was somit eine permanente duale Zinsstruktur zwischen dem Banken- und *Curb*-Marktzens erzeugte.

---

<sup>330</sup> Siehe „Financial Markets in Korea (koreanisch 2001)“, Bank of Korea, a.a.O., S. 21f.

Ausserdem gehören in Südkorea, anders als für die währungsstarken IL die Bankzinssätze und der Satz der unternehmerischen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von drei Jahren zum offiziellen Marktzinssatz, die jedoch im Vergleich zu den langjährigen Staatsanleihen von FRB oder EZB eine besondere kurzfristige Laufzeit und höhere Zinssätze aufweisen:<sup>331</sup> Die Rendite der Unternehmensanleihen sanken im Zuge der Stabilisierungspolitik seit 1982 kontinuierlich, die sich bis 1990 (ausser 1992) durchschnittlich um 15% bewegten. Als Ausnahme gilt die Phase zwischen dem Währungskrisenjahr 1997 und Anfang 1998, in der aufgrund der Währungsabflüsse in US-Dollar eine hohe Zinspolitik seitens der ZB betrieben werden musste. Danach (ab der zweite Hälfte 1998) sanken die Renditen kontinuierlich, ab 1999 unter 10%, und von 2000 bis Ende 2002 lagen sie bei ca. 5%. (Siehe Abb. 21) Dabei wurde die Niedrigzinspolitik seitens der ZB mit der MOFE abgestimmt. Bei der letzteren Institution stand vor allem der Einfluss auf die ZB im Vordergrund, um durch eine Niedrigzinspolitik die Investitions- und Exportdynamik zu steigern, wodurch jedoch die daraus resultierende duale Zinsstruktur in Kauf genommen wurde: Sieht man von der hohen Inflationsphase 1974-1978 ab, in der reale negative Marktzinssätze existierten, galt für die südkoreanischen offiziellen Realzinssätze bis 1997 der Grundsatz  $10 \pm 2\%$ . Dabei unterlagen bis Mitte der 80er Jahre die Kreditzinssätze den staatlichen Anweisungen, die somit einerseits gegenüber den Renditen von Unternehmensanleihen viel niedrigere Zinssätze aufwiesen. Andererseits kamen Immobilien als alternative Vermögensobjekte in Betracht, so dass die Kreditempfänger (einschl. *Chaebol*) gegenüber den Renditen der Immobilienpreise Arbitragegewinne erzielen konnten.<sup>332</sup> Ausserdem produzierte so ein System eine dauerhafte und überschüssige Kreditnachfrage, die vor allem durch die von der institutionellen Kreditvergabe ausgeschlossenen Gruppe entstanden und durch den inoffiziellen Kreditmarkt (hier *Curb*-Markt) geschlossen werden musste. Wie Abb. 24 zeigt, betrug die Zinssatzdifferenz zwischen dem *Curb*-Markt und den Renditen der Unternehmensanleihen in den 70er Jahren etwa 20% und bis Ende der 80er Jahre etwa 10%. Von 1993 bis 1995 betrugen die Differenzen zwischen dem *Curb*-Marktzinssatz und dem institutionellen Zinssatz durchschnittlich 7,87% (20,33% ./ 12,47%). (Siehe Tab. 10) Besonders zu bemerken ist auch, dass die Zinssätze des *Curb*-Marktes nach der Währungskrise rapide gestiegen sind. Im September 2002 wurden die Zinssätze höher als 70% pro Jahr gemessen, die von der Regierungsseite her mit einem Verbot des Wucherzinssatzes durch gesetzliche Beschränkungen des *Curb*-Marktzinssatzes zu begegnen versucht wurden.<sup>333</sup> Die Bankenkreditzinssätze kurz vor der Währungskrise (d.h. zwischen 1993 und 1996) betrugen hingegen durchschnittlich 8,5-12,5%. Im Vergleich dazu lagen die Bankenkreditzinssätze 1988 und 1992 bei durchschnittlich 10,0-16,22%. Die Differenz zwischen beiden Perioden macht zwar 1,5-

<sup>331</sup> In IL stehen die von der ZB gesteuerten kurzfristigen Zinssätzen den langfristigen Bondmarkt-Zinssätzen, die den Vermögensbestand sichern, gegenüber.

<sup>332</sup> Siehe Cho, D. C. (2000), Über die Immobilienpreise in Südkorea (koreanisch), S. 94

<sup>333</sup> Eine ökonomisch begründete Skepsis gegenüber dem wirtschaftspolitischen Erfolg besteht darin, dass Zweifel begründet sind, ob die permanente Lage der überschüssigen Kreditnachfrage allein durch eine solche gesetzliche Obergrenze des *Curb*-Zinssatzes stillgelegt wird. (Siehe dazu, beispielsweise „Fluktuierungserwartung in Bezug auf die *Curb*-Markt-Zinsregulierung“ (koreanisch), am 1. August 2002, In: <http://www.joins.com> heruntergeladen 01.08.2002)

3,72% p.a. aus. Bis vor der Währungskrise induzierte aber die Zinssatzdifferenz aufgrund der südkoreanischen höheren Bankzinssätzen im Vergleich zu den Geberländern nach wie vor Kapitalimport. So spiegelt dies eine Diskrepanz mit der Niedrigzinssatzpolitik des Staates wider, die jedoch aufgrund der Verschuldungszunahme in US-Dollar langfristig nicht haltbar war.

## 7. *Bond- und Sachkapitalmärkte*

Zu dem Kapitalmarkt im Sinne des Bond- und Sachkapitalmarktes gehören vor allem die von öffentlicher Hand und grossen Unternehmen emittierten festverzinslichen und variablen verzinslichen Wertpapiere, die neben der Unsicherheit des Geldwertes auch an die jeweiligen Renditerisiken der Emittenten gebunden sind. Somit stehen die Emittenten als Schuldner dem Besitzer als Gläubiger (bzw. Vermögensbesitzer solcher Titel) gegenüber. Dabei hängt die Entwicklung des Kapitalmarktes zum einen von der staatlichen Geldpolitik von peripherem und hegemonialem Land, in der die Rendite der Wertpapiere beispielsweise durch Veränderungen der *Call Rate* seitens der südkoreanischen ZB oder durch Veränderungen der Pensions- bzw. Lombardsätze des hegemonialen Landes beeinflusst werden. Zum anderen hängt sie auch von der Liberalisierungspolitik sowie von der Angebots- und Nachfrageseite für die jeweiligen Wertpapiere ab, die mit den jeweiligen Renditerisiken verbunden sind. Festverzinsliche Wertpapiere und Unternehmenseigentumsrechte (*Equity*) in Form von Aktien unterscheiden sich auch dadurch, dass letztere den Risiken der Unternehmensgewinnlage ausgesetzt sind und daher erhöhten Wertschwankungen (bzw. Volatilität) unterliegen. Hinzu kommt in Südkorea das Vermögen von Immobilien als eine wichtige Komponente des Sachkapitals, da Immobilien neben der Bauinvestitionsanlage je nach der geldpolitischen Konsequenz als stärker oder weniger substitutive Vermögensart gegenüber dem Geld- und sonstigen Sachkapitalvermögen angesehen wird.

Wird der ausländische Kapitalimport mit dem südkoreanischen Bond- und Sachkapitalmarkt in Verbindung gebracht, zeigt sich eine steigende Zunahme der Portfolioinvestitionen aus dem Ausland in den 90er Jahren: 1) so dass die Existenz des Zinssatzgefälles zwischen Weltmarkt- und südkoreanischem Zinssatz neben der aus der hohen Gewinnerwartung resultierenden Renditenerwartung Hauptgründe für die hohe Nachfrage nach Unternehmenswertpapieren (Aktien und Unternehmensanleihe) lieferten. Diese Finanzierungsquelle zwingt die Unternehmen, der Erwartung entsprechend, zu wirtschaften. Enttäuscht die Gewinnlage (bzw. Profitrate) den Anleger (sei es inländische oder ausländische), droht nicht nur ein Wechsel zu der sicheren Anlage in hegemonialen Währungsvermögenstitel. Darüber hinaus stehen auch die durch das Bankensystem aufgenommenen Gesamtkredite von Unternehmen im Visier, was dazu führen kann, dass der gesamte Währungsumtausch von peripherer auf hegemoniale Währungsvermögenstitel weiterhin als „*Rum*“-Drang den Tauschzwang zwischen beiden Vermögensarten

verursacht. (Siehe über Portfolioinvestitionen: Tab. 9 und über die sinkende Gewinnentwicklung in südkoreanischen Unternehmen 1995-1997: Abb. 27)

2) Im Zuge der Liberalisierungspolitik seit 1991 wurde der südkoreanische Kapitalmarkt gegenüber dem Auslandsmarkt zunächst schrittweise und dann im Krisenjahr 1997 faktisch vollständig geöffnet: So wurde beispielsweise im Januar 1992 die Direktinvestitionssumme aus dem Ausland auf die Höhe von 10% vom gesamten Eigenkapital der notierten Aktiengesellschaften begrenzt. Im Mai 1998 (nach dem Währungskrisenjahr 1997) wurde dann diese Grenze vollständig aufgehoben, wobei seit 1992 eine langsame und schrittweise Aufhebung solcher Begrenzungsvorschriften in Bezug auf ausländische Direktinvestitionen zu beobachten ist.<sup>334</sup>

3) Trotz des kontinuierlichen Abbaus der Behinderungsvorschriften seit Januar 1992 stiegen die ausländischen Direktinvestitionen bis 1997 als eine Kapitalverkehrskomponente nicht erheblich an. Erst nach der Währungskrise stiegen sie zwischen 1998 und 1999 von 0,6 auf 5,2 Mrd. US-Dollar, was die Wiedergewinnung des Vertrauens in die südkoreanische Produktionssphäre und eine steigende Investitionsbereitschaft der ausländischen Unternehmen widerspiegelt.<sup>335</sup> Im Vergleich zu den ausländischen Direktinvestitionen in Südkorea stiegen die südkoreanischen Direktinvestitionen im Ausland zwischen 1994 und 1997 von 19,4 Mrd. auf 37,8 Mrd. US-Dollar. Der Grund solch erheblichen Zunahme bis zur Währungskrise 1997 liegt darin, dass eine Expansionsstrategie der *Chaebol* und mit Hilfe der staatlichen 'Augen-Zu'-Politik zur steigenden Investitionen der südkoreanischen Unternehmen im Ausland führte, deren Projekte allerdings in US-Dollar finanziert wurde.<sup>336</sup> Zu erwähnen ist auch, dass die ostasiatische Region wie beispielsweise Indonesien und Malaysia für die südkoreanischen Unternehmen besonders attraktiv für ihre Standortentscheidungen erschien, so dass innerhalb der Schuldnerländer in Asien Südkorea wieder als Gläubiger in US-Dollar auftrat. Dies macht den Weg für die übergreifende Krisenanfälligkeit in dieser Region frei, so dass diese überkreuzten Gläubiger- und Schuldner-Verhältnisse in US-Dollar innerhalb der verschuldeten Asienländer das ansteckende Phänomen der Währungskrise („*Contagion*“) ermöglichte.<sup>337</sup>

#### a) *Zum Bond- und Aktienmarkt*

Von 1974, als die südkoreanische Industrie- und Handelsbank als eine Form von fixen Renditen der *Swap Bonds* 19 Mio. US-Dollar zum Verkauf ins Ausland emittiert hatte, zeigte sich bis Anfang der 80er Jahren, dass die Volumina der Bonds für die Platzierung im Ausland gering waren. Seit Januar 1983 wurden dann die Erwerbsmöglichkeiten aus dem Ausland dann schrittweise erweitert, so dass ab August

---

<sup>334</sup> Siehe Kim, J. I. (2000), a.a.O., S. 368

<sup>335</sup> Siehe dazu Tab. 9

<sup>336</sup> Siehe dazu beispielsweise „Domestic Corporations Free to Invest in Overseas Real Estate“, in: Business Korea, June 1996, S. 16

<sup>337</sup> In meiner Arbeit wird die Analyse über die „*Contagion*“ ausgelassen.

1983 gesetzlich die Emittierung der öffentlichen Unternehmen zum Zweck der Auslandsplatzierung mit variablen Renditen zugelassen wurde, wobei vor allem die Einrichtung des *Korea Funds* im August 1984 und die erste Emittierung der *Convertible Bonds* in die fremde Währung im Dezember 1985 in Form von *Convertible Bond*, *Bond with Scripion Warrant* und *Despository Receipt* zu erwähnen sind.<sup>338</sup> Ab 1988 werden wiederum zusätzlich Direktinvestitionen aus dem Ausland und der Handel der ausländischen Wertpapierhäuser ermöglicht. In den 90er Jahren wird dieser schrittweise Liberalisierungsweg fortgesetzt, so dass ab September 1992 das Emittierungsrecht von den grossen Konzernen auf die KMU und Individuen erweitert wird. Dennoch blieben die gesetzlichen Beschränkungen bei den im IT-Bereich tätigen Unternehmen und bei Individuen einschränkt. Bei individuellen Anlegern blieb das Emittierungsrecht durch die Eigenkapitalgrenze in Höhe von 20 Mrd. Won mit der zusätzlichen Bedingung (Gewinnaufweisung in den vorangegangenen drei Jahren) beschränkt.

Nach einem dreistufigem Plan für die Liberalisierung des Bankensystems im Juni 1993 wurde deren Öffnung auch im Zuge der Mitgliedschaft der *OECD* im September 1996 weiterhin fortgesetzt: Vor allem wurden im Jahr 1993 die Vorschriften über die Emittenten und die Finanzierungszwecke bei der in fremder Währung (vor allem US-Dollar) gezeichneten Bondemittierung vereinfacht. Im Jahr 1994 wurde dann die Emittierungssumme bis 2,5 Mrd. US-Dollar zugelassen.<sup>339</sup> Im Zuge der Währungskrise im Dezember 1997 wurden dann anhand der Auflage des *IWF-Bail-out*-Programms die Direktinvestitionsmöglichkeiten in den einzelnen Unternehmenseigentumsrechten auf 55% erweitert und ab Mai 1998 solche einschränkende Vorschriften ausser bei staatlichen Unternehmen ganz aufgehoben.<sup>340</sup>

Tab. 17 stellt die Entwicklung der verschiedenen Bondemittierungen im Ausland dar, in der zwischen 1985-1998 das Bondvolumen 11,498 Mio. US-Dollar ausmachte. Dabei stieg das neue Emittierungsvolumen in US-Dollar insbesondere seit Anfang der 90er Jahren an. So taucht es nicht nur in der privaten Vermögensposition als Vermögensposten in US-Dollar, sondern auch in der Nettoverschuldungsposition als Verschuldung in US-Dollar, auf. Somit zeigt sich einerseits der entwicklungsländer-typische währungsschwache Stellenwert, in dem die Bondemittierung in der eigenen Währung aufgrund der Inakzeptanz im Ausland nur eine Nebenrolle spielt.<sup>341</sup> Andererseits besteht die Notwendigkeit der steigenden Rolle der Bonds innerhalb der gesamten einheimischen Vermögensbestände darin, dass sich deren steigende Anteil gerade das Währungsvertrauen in die betroffene Währung zeigt, was dann - wie in währungsstarken Ländern - eine gut funktionierende

---

<sup>338</sup> Siehe Mun, S.-R./ K.-M. Chung (1995), a.a.O., S. 4

<sup>339</sup> Siehe Mun, S.-R./ K.-M. Chung (1995), a.a.O., S. 5

<sup>340</sup> Siehe „Financial Marktes in Korea (koreanisch, 2001)“, a.a.O., S. 138

<sup>341</sup> Im Jahr 1995 wurden mit Hilfe der Asian Development Bank die ersten Bonds in Won-Währung im Ausland emittiert. Siehe „Way Paved for Asian Development Bank (ADB) Korean Won Domestic Public Bond Issue“, News Release, No. 044/95 (3 May 1995), Asian Development Bank, In: <http://www.adb.org> heruntergeladen Juli 2002.

Offenmarktpolitik ermöglicht. Diese Bedingung erfüllt Südkorea bis heute nicht, obwohl der Anteil der Bondvolumen innerhalb der gesamten Vermögensbestände ständig zunimmt. Der Grund solch schwachen Stellung von Bonds ist darin zusehen, dass in der verschuldeten Ökonomie in hegemonialer Währung immer eine restriktive Geldpolitik sein muss, so dass das Vertrauen in die einheimische Währung mit Kosten der höchst vertraulichen Währungshaltungsprämie in US-Dollar verglichen wird. In dieser verdrängten Währungskonkurrenz existiert wenig Vertrauen in die südkoreanische Währung, so dass ein Teufelskreis zwischen dem wenig existierenden Bondmarkt und der geringen zinspolitischen Einfluss über dem Bondmarkt seitens ZB stattfindet.

Obwohl bereits seit Anfang der 80er Jahre die südkoreanische Regierung durch gesetzliche Lockerung und institutionelle Einrichtungen eine Reihe von Vereinfachungen für die Emittierung von Unternehmensanleihen einzuführen versuchte, öffnete sich der Bondmarkt gegenüber den ausländischen Investoren einige Jahre später als der Aktienmarkt, so dass erst im Juli 1994 die direkten Investitionen, d.h. Erwerbsmöglichkeit aus dem Ausland bezüglich der Unternehmensanleihen, genauer *Convertible Bonds* von KMU, zugelassen wurden.<sup>342</sup> Der radikale Öffnungszeitpunkt für ausländische Investoren war am ersten Juli 1998, als wichtige Beschränkungen vollständig aufgehoben wurden. Dies liegt vor allem daran, dass eine Bedingung der Auflage des IWF-Programms die Kapitalmarktöffnung darstellte. So stiegen Ende 2000 die gesamten Bondbestände bereits auf 82,13% vom BIP-Wert, wobei davon allein die staatlichen Bonds 57,4% vom BIP-Wert ausmachten.<sup>343</sup> Ein Grund hierfür war, dass die Umstrukturierung der hoch verschuldeten Banken- und Industriesektoren durch die Emittierung der staatlichen Bonds finanziert wurde.

Innerhalb der in einheimischer Währung notierten Bonds entsprach im Zeitraum von Juli 1994 bis Ende 1999 das gesamte Netto-Bondankaufsvolumen von ausländischen Gläubigern 4 Billionen Won, was 5,4 Mrd. Euro entspricht – (bei einem Wechselkurs von 1.350 Won pro Euro). Davon machte die Besitzquote des ausländischen Anteils nach der Währungskrise 1998-1999 mit 3,8 Billionen Won mehr als 90% aus. Im Vergleich zu den Perioden vor der Währungskrise, in denen der Aktienankauf aus dem Ausland eine wichtige Komponente darstellte, zeigt sich nach der Währungskrise eine neue Tendenz, in der der Bondankauf von ausländischen Gläubigern eine zunehmend grosse Rolle für den Vermögensbesitz darstellt. Trotz der vollständigen gesetzliche Aufhebung im Zuge des IWF-*Bail-out*-Programms machte jedoch der ausländische Besitz aller notierten Unternehmensanleihen Ende 1999 mit ca. 0,32% im Vergleich zu dem Transaktionsvolumenanteil von Aktien und KOSDAQ (*Korea Securities Dealers Automated Quotation*) nur einen geringen Anteil aus.<sup>344</sup> Wird der Zeitraum bis Juni 2001 erweitert, macht die vom ausländischen Kapital gehaltene Bondsumme ebenfalls 0,1% der gesamten Bondsumme

---

<sup>342</sup> Siehe „Financial Marktes in Korea (koreanisch, 2001)“, a.a.O., S. 137

<sup>343</sup> Siehe Harwood, A. (2002), *Building Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries*, S. 8

<sup>344</sup> Siehe Kim, J. I. (2000), a.a.O., S. 368f.

aus, was im Vergleich zu der Summe des ausländischen Aktienbesitzes sehr gering ist.<sup>345</sup> (Siehe Tab. 18) Dies macht wiederum deutlich, dass sich gerade in der geringen Nachfrage nach festverzinslichem Bondbesitz in geringe Vertrauen auf die festverzinslichen Renditen des Bondwertes reflektiert. Zum einen bedeutet dies letzten Endes eine eingeschränkte Geldpolitik seitens der ZB, da die Vermögensbasis für die am Kapital- und Geldmarkt orientierte Zins- und Offenmarktpolitik sehr dünn ist. Zum anderen bedeutet dies eine Marktreaktion, die aus der geringeren Liquiditätsprämie der einheimischen Währung resultiert.<sup>346</sup>

Die Öffnung des südkoreanischen Aktienmarktes hinsichtlich der Erwerbsmöglichkeit durch ausländische Gläubiger war, ähnlich wie der Bondmarkt, bis 1991 streng geregelt, so dass die von ausländischer Hand erworbenen Werte zwischen Oktober 1981 und September 1993 insgesamt 1,248 Mrd. US-Dollar betragen, wobei die Emittierungssortimente wie *Korea Fund* im August 1984, *Korea Europe Fund* im März 1987 und *Korea Asia Fund* im April 1991 besonders zu erwähnen sind. Zusätzlich wurden im Juni 1990 die sogenannten Mischformen des Fonds emittiert, deren Quelle aus in- und ausländischer Herkunft jeweils 40% und 60% der Verwendungsseite der in- und ausländischen Aktieninvestitionen mit jeweils 60-70% und 30-40% gegenüberstand. Ab Januar 1992 gab es jedoch starke Liberalisierungen, so dass die Berechtigung für Direktinvestitionen aus dem Ausland auf Individuen, verschiedene juristische Körperschaften und die ausländische öffentliche Hand erweitert wurden.<sup>347</sup>

Aufgrund des vorhandenen Zinssatzgefälles zwischen Korea und dem internationalen Kapitalmarkt und mit Hilfe der Förderung durch die staatliche Liberalisierungspolitik stieg vor allem die notierte Aktienbesitzquote ausländischer Herkunft zwischen 1992, 1998 und Juni 2001 jeweils auf 4,9, 18,6 und 30,7%. In Bezug auf den Aktienmarkt stiegen zwischen 1990 und 1996 die *Stock*-Preise auf 47%, dann sanken sie sehr stark auf 36% bis Ende 1996, nachdem zwischen 1995 und 1996 eine konjunkturelle Abkühlung bzw. Rezession eingetreten war: Der Kauf inländischer Wertpapiere durch ausländische Gläubiger betrug zwischen 1994 und 1997 138,7 Mrd. US-Dollar. Sie machte neben der Kreditaufnahme aus dem Ausland (125,5 Mrd. US-Dollar) den Löwenanteil des Kapitalimports aus. Die Wertpapierpreise als eine Vermögensart waren vor der Währungskrise deutlich gestiegen, deren Steigerung (ähnlich wie in den von den Krisen betroffenen Ländern) auf die zunehmenden Kapitalimporte zurückzuführen ist: Folgendes macht die auf dem Kapitalimport beruhenden Vermögensmarktstörungen im Fall Südkoreas vor der Asienkrise deutlich: "... *evidence consistent with speculative overinvestment in land and real estate is provided by data on stock market prices, which in many countries rose more rapidly in the property sector than in the other sectors over the 1990-96 period.*" (Corsetti, G./ P. Pesenti/ N. Roubini (1998), a.a.O, S. 15, Hervorhebung von M.B.)

---

<sup>345</sup> Siehe „Financial Marktes in Korea (koreanisch, 2001)“, a.a.O., S. 139

<sup>346</sup> Die Stärke der Währung zeigt sich gerade dadurch, dass trotz der niedrigeren Renditen die staatlichen Bonds gegenüber anderen konkurrierenden ausländischen Bonds eine höhere Nachfrage aufwiesen.

<sup>347</sup> Siehe Mun, S.-R./ K.-M. Chung (1995), a.a.O., S. 6

Wird der durchschnittliche Akteindex KOSDAQ von 1993 bis 1996 verglichen, schwankt er zwischen 782,2 und 195,7. Diese starken Schwankungen der Aktienkurse sind darauf zurückzuführen, dass in den Jahren 1994 und 1995 die Aktienkurse vor allem durch die Ankaufswelle von ausländischen Kapitalgebern angestiegen waren und dass es von 1996 bis zum Krisenjahr umgekehrt eine Kapitalflucht aus dem südkoreanischen Aktienmarkt gab. (Siehe Tab. 18) Nach der Währungskrise zeichnet sich wiederum ein tendenziell steigender Aktienkurs ab, welcher neben ausländischen Anlegern auch eine steigende Inlandsnachfrage nach sich zog. Ende 1999 wurde mit Hilfe der radikalen Liberalisierungspolitik nach der Währungskrise der Anteil des Aktienmarktes innerhalb des gesamten Transaktionsvolumen und des KOSDAQ auf jeweils 21,9 und 7,5% geschätzt, wobei der angelsächsische Anteil mit 48,9% von der gesamten Auslandssumme eine dominante Rolle ausmacht. Innerhalb des Transaktionsvolumens aus dem Ausland betragen Aktieninvestitionen ca. das 12fache der Direktinvestitionen.<sup>348</sup>

Neben der schnellen Erholung der südkoreanischen Wirtschaft seit dem vierten Quartal 1998 ist die gleiche Marktbewegung des US-amerikanischen und südkoreanischen Wertpapiermarktes insbesondere ab 1999 zu beobachten, wenn man den US-amerikanischen Dow Jones Index und NASDAQ mit dem südkoreanischen Index KOSDAQ vergleicht. In der ökonometrischen Untersuchung wurden die Zeitregressionen mit täglichen Änderungsraten gemessen und der Schätzkoeffizient  $\beta_1$  als Integrationsmesswert definiert. Dabei ist eine positive Relation (Kreuz-Korrelation) deutlich zu beobachten.<sup>349</sup> Dies lässt sich so interpretieren, dass ein starker positiver Zusammenhang zwischen dem US-amerikanischen Aktien- und südkoreanischen Aktienmarkt existiert. Das liegt vor allem daran, dass aufgrund der vollständigen Liberalisierungspolitik nach der Währungskrise die Kapitalmarktverflechtung noch enger geworden ist. Dies gilt auch im Fall des südkoreanischen Bondmarktes, obwohl der südkoreanische sekundäre Markt nicht gut entwickelt ist und höhere Risiken gegenüber anderen Unternehmensanleihen in Industrienationen vorhanden sind. Dies deutet wiederum darauf hin, dass zum einen die Lücken der Zinssatzdifferenz zwischen Südkorea und den USA aufgrund der Aufhebungen der gesetzlichen Beschränkungen schneller als vor der Währungskrise geschlossen wurden, wobei die Kapitalimporte als Lückenschliesser zwischen beiden Zinssatzgefällen fungierten.

Zum anderen zeigt sich auch, dass im südkoreanischen Aktienmarkt die Volatilität der Kurse mit steigendem Kapitalimport aus dem Ausland steigt. (Abb. 28) Dies stellt ein typisches Phänomen der sogenannten *Emerging*-Märkte dar, in dem bei dem Erwerb von Wertpapieren (hier in Form von Aktien) die spekulativen Motive stärker als das Sicherheitskalkül (wie beim Erwerb in hegemonialen Währungsvermögenstiteln) sind. Die Erwerbs-, bzw. Haltungsmotive der Vermögenstitel von *Emerging*-Markt halten nur solange an, wie die Renditeerwartung der Aktienbesitzer nicht enttäuscht, bzw. bis die

---

<sup>348</sup> Siehe Kim, J. I. (2000), a.a.O., S. 368f.

<sup>349</sup> Siehe Kim, J. I. (2000), a.a.O., S. 399



Gewinnrealisierungsprognose der betroffenen Unternehmen in peripheren Ländern eingehalten wird. Fällt das Marktergebnis hingegen enttäuschend aus, ist eine Verkaufswelle der betroffenen Vermögenstitel zu erwarten, die im Fall der ausländischen Kapitalherkunft den Wechselkurs nach oben drückt. Zwar ist es auch in den entwickelten Industrienationen nicht ausgeschlossen, dass etwa in einer konjunkturbedingten Rezessionsphase eine Konkurswelle von Unternehmen stattfindet, sofern das Vertrauen in die Währung aber bestehen bleibt, wird dies nicht zu einer Währungskrise führen.

b) *Zum Immobilienmarkt*

Die Schwankungen der Immobilienpreise unterliegen (wie jede andere Vermögenskomponente) der Marktlage, die von der Angebots- und Nachfrageseite her bestimmt wird, wobei dies wiederum vor allem durch die Opportunitäts- und Sicherheitskosten gegenüber den anderen Vermögenskomponenten beeinflusst wird. Ein besonderer Charakter der Immobilienpreise besteht jedoch darin, ob sich der Kauf der Immobilien neben den Nutzenkalkulationsüberlegungen vor allem aus einer Funktion der Wertaufbewahrungsfunktion ergibt. So wurden diese Vermögen von der Käuferseite her häufig gegenüber Geldvermögen (Währungsvermögen) als Substitute angesehen, wenn letztere diese Funktion nicht ausreichend übernehmen konnten. Somit wird diese Vermögensart binnenwirtschaftlich in der Niedrigzinsphase und/oder in einer hohen Inflationsphase stärker nachgefragt. Durch erhöhte Nachfrage steigen dann die Immobilienpreise, vorausgesetzt, die Angebotsseite kann nicht dementsprechend reagieren. (Sprich Betongeld) Aussenwirtschaftlich, d.h. unter Einbeziehung der hegemonialen Währung, kommt eine vergleichende ausländische hegemoniale Währung als Ankerwährung hinzu, die als weitere Alternative gegenüber der vergleichenden Vermögensart dient. Hier gilt: je grösser der hegemoniale Währungsanteil auf dem gesamten Vermögensmarkt der betroffenen Volkswirtschaft ist, desto stärker übt die hegemoniale Währungsfunktion eine anziehende Kraft auf die Immobilienpreise.

So betrug die jährliche Steigerungsrate der Grundstückspreise in Südkorea laut Studie von Dong Chul Cho (2000) zwischen 1974-1991 durchschnittlich über 20%. Von 1992 bis 1993 sanken die Grundstückspreise. Zwischen 1994-1997 blieben sie unverändert.<sup>350</sup> Nach der Währungskrise 1997 sanken sie wiederum um mehr als 10%.<sup>351</sup> Ab 2001 wird ein starker Anstieg verzeichnet. Dabei gehen die steigenden Grundstückspreise in den 70er und 80er Jahren sowohl mit den steigenden Güterpreisen (bzw. mit hoher Inflationsrate), als auch mit den steigenden Kapitalzuflüssen (bzw. mit dem Kapitalimport) einher. Bei letzterem zeigt sich, dass zwischen 1977-1978 das starke Geldmengenwachstum auf dem

---

<sup>350</sup> Anders als in Südkorea zeigten sich in den von Krisen betroffenen anderen Asienländer vorher stark gestiegene Immobilienpreise, beispielsweise in Thailand, wobei der Ursprung für die erhöhten Immobilienpreise jedoch im Kapitalimport gesehen werden musste.

<sup>351</sup> Siehe Cho, D. C. (2000), a.a.O., S. 84

„Nahosteffekt“ beruhen.<sup>352</sup> Im Rezessionsjahr 1980 sind die realen Grundstückspreise gesunken. Erst ab 1982 stiegen wieder die realen Grundstückspreise wie bereits Ende der 70er Jahre. Auch in der Boomphase (1986-1989) und bis 1991 ist ein hoher Preisanstieg zu verzeichnen. So gesehen ist die Steigerungsrate der Grundstückspreise zwischen 1974-1998 zwar im Vergleich zu der Realwachstumsrate (jährlich 7%) niedriger (2%). Diese Berechnung von Cho ist m.E. nicht korrekt, da einerseits die Grundstückspreise je nach der Marktphase starken Schwankungen unterliegen. (Siehe Abb. 29) Andererseits darf der japanische Deflationseinfluss auf die südkoreanischen Grundstückspreise ab 1991 nicht mit der vorherigen Phase gleichgesetzt werden. Denn ab 1991 entwickelten sich die Grundstückspreise sowohl aus der stabilitätspolitischen als auch aus der marktwirtschaftlichen Konstellation heraus anders: Ab 1991 sanken auch die Immobilienpreise des Nachbarlandes Japan im Zuge der Deflationsphase der Vermögenspreise. Die südkoreanische Regierung geht seit Anfang der 90er Jahre von der bisherigen Wirtschaftspolitik, in der das nominale Wirtschaftswachstum mit der Duldung der relativ hohen Inflationsrate einhergeht, zu der strikt an Geldmengen orientierten Stabilitätspolitik über, die wiederum über die Bürgschaftskrediten von Immobilien die Grundstücks- und Immobilienpreise beeinflusste. Hinzu kommt, dass sowohl die steuerlichen Bestimmungen bei dem spekulativen An- und Verkauf der Immobilien als auch gesetzliche Lockerungsmassnahmen in den sogenannten „Green-Belt“ Gebieten zwischen 1987-1991 für die Preisentwicklungen eine wichtige Rolle spielten. Im letzteren Fall bedeutete dies eine Erweiterung des Angebotes.<sup>353</sup> Nach der Währungskrise (ab Ende 1997) entstand dann wiederum eine andere Marktconstellation, in der zunächst aufgrund der Währungskrise eine allgemeine Deflation der inländischen Vermögenspreise zu verzeichnen war. Trotzdem gab es im Vergleich zu anderen IL (wie beispielsweise Japan, England und USA) einen stärkeren Anstieg der Grundstückspreise.<sup>354</sup> Dies gilt auch im Fall der Preisentwicklungen bei Eigentümshäusern (bzw. –wohnungen), bei Kautionsmietwohnungen („*Chonseŏ*“) und bei sonstigen Mietwohnungen.<sup>355</sup> Insbesondere zwischen 1988-1992 sind die von der Regierung initiierten 2 Millionen Neubauten zu berücksichtigen, die das Angebot stark erhöhten. Ab 1992 gab es strikte gesetzliche Vorschriften verbunden mit steuerlichen Massnahmen für den spekulativen An- und Verkauf, was zur Preisstabilisierung beitrug.

---

<sup>352</sup> Unter dem „Nahosteffekt“ Südkoreas versteht man die Devisenzuflüsse aus dem Nahen Osten (wie beispielsweise Barain, Saudi Arabien, Emirate), in denen die südkoreanischen Facharbeiter, die vor allem in dortigen Bauprojekten beschäftigt waren, US-Dollar verdienten und diese dann auf die südkoreanischen Bankkonten überwiesen.

<sup>353</sup> Unter dem „Green Belt“ versteht man bestimmte Gebiete, die Verhinderungsvorschriften des Staates (bzw. der regionalen Verwaltung) bezüglich der An- und Kaufmöglichkeiten unterliegen, wobei sich solche Vorschriften entweder aus den umweltpolitischen (daher „Green“) oder bestimmten stadtentwicklungspolitischen (bzw. regional-) Gründen ergeben.

<sup>354</sup> Cho, D. C. (2000), a.a.O., S. 88

<sup>355</sup> Das „*Chonseŏ*“-System wies einen besonderen Charakter des südkoreanischen Wohnungssystems auf, in dem die Vermieter bei der Miete eine sehr hohe Mietkaution verlangten, die in der Regel 30-60% vom Wohnungspreis betrug. Damit bildete dies eine Art der Geldquelle für die Vermieter, die ihrerseits dieses Geld für diesen bestimmten Zweck weiter verwenden. Dabei unterlagen die „*Chonseŏ*“-Preise auch den Marktpreisen, in denen die Vermieter nach bestimmten Perioden (wie beispielsweise nach einem Jahr oder nach mehreren Jahren) im Vergleich zu den anderen „*Chonseŏ*“-Objekten eine erhöhte zusätzliche Kautionskaution verlangten. Gehen die bisherigen Mieter auf diese Forderungen nicht ein, bekommen die Mieter die bisher abgegebenen alte Mietkaution (in der Regel ohne Zinsen) zurück und ziehen um, wobei die Vermieter neue Mieter suchen, die diesen erhöhten Forderungen nachkommen. Somit stellen die Steigerungen der „*Chonseŏ*“-Preise eine Art der Differentialrente seitens der Vermieter dar.

Nach der Währungskrise fand dann eine starke Senkung der Immobilienpreise statt (Grundstück- und „Chonseŭ“-Preise sowie Preise von Eigentümshäusern bzw. -wohnungen): Die Einkaufspreise von Gebäuden in den Städten fielen beispielsweise im Jahr 1998 um 12,6%, wobei die Chonseŭ-Preise noch stärker um 18,4% fielen. Der Grund der gleich nach der Währungskrise stark gesunkenen Immobilienpreise liegt darin, dass aufgrund der engen Verflechtung zwischen den industriellen Investitionsausgaben und der Baufinanzierung die Entwicklung der Immobilienpreise noch empfindlicher als die fallende Investitionsausgabe waren. Bei der Baufinanzierung lag die durchschnittliche fremde Finanzierungsquote (*debt-equity ratio*) im Jahr 1996 bei 563%. Dagegen lag im Jahr 1996 die industrielle Fremdfinanzierungsquote bei 317%. Hinzu kam eine Hebelwirkung auf die gesunkenen Immobilienpreise, in der die sinkende Nachfrage nach Immobilien die Preise weiterhin nach unten drückte.<sup>356</sup>

Dem wurde nach der Währungskrise im Jahr 1997 vom Staat mit einer Reihe von Lockerungen der bisherigen Vorschriften begegnet: Im Bereich der Nachfrageseite gab es eine steuerliche Erleichterung für Wohnflächen unter 85 qm. Auf der Angebotsseite wurde neben den Kreditbegünstigungen die durch die Weltbank unterstützten Kreditgarantiefonds (*Korea Credit Guaranty Fund*) für die Neubau- und Installationsfinanzierung mit günstigen Zinssätzen gewährt. Darüber hinaus wurden 155,4 Mrd. Won seitens der Regierung als Rückzahlungshilfe für die Bauherren im Bereich des Chonseŭ sowie zusätzlich 150 Mrd. Won bereitgestellt. Hinzu kam der Ausfall der Preiskontrolle, um die verschiedenen Wohnungsgrößen in Preisbindung zu stellen.<sup>357</sup> Diese ganze Reihe von Massnahmen führten wiederum - neben den von dauerhaften Leistungsbilanzüberschüssen bedingten massiven Kapitalzuflüssen ab Anfang 2001 - zu steigenden Immobilienpreisen. Insbesondere ab dem 2. Quartal 2001 sind stark steigende Immobilienpreise zu verzeichnen. Dabei sind neben den gesetzlichen Lockerungsmassnahmen die Immobilien als alternative Vermögensart gegenüber anderen attraktiver geworden, deren Kehrseite sich wiederum im niedrigen Zinssatz und in den Kapitalzuflüssen aus dem Ausland widerspiegelt.<sup>358</sup> Somit stellen die aus Kapitalzuflüssen resultierenden Preisschwankungen der Immobilienpreise in Südkorea einen indirekten Zusammenhang dar, in dem die Entwicklung der Immobilienpreise nicht sofort, jedoch später über den Kreditmarkt, einen positiven Zusammenhang darstellt.<sup>359</sup>

---

<sup>356</sup> Kim, K.-H. (1999), Korea: Could A Real Estate Price Bubble Have Caused the Economic Crisis?, S. 3

<sup>357</sup> Kim, K.-H. (1999), a.a.O., S. 10f.

<sup>358</sup> Zu den steigenden Immobilienpreisen vom Anfang 2001 bis Ende 2002, siehe verschiedene Zeitungsartikel wie beispielsweise: „Die steigenden Chonseŭ- und Immobilienpreise“, In: <http://www.chosun.co.kr/.../> am 08.04.2001, „Höchste Steigerungsrate der Chonseŭ- und Immobilienpreise seit IWF-Epoche (koreanisch)“, In: <http://www.chosun.co.kr/.../> am 06.08.2001 sowie verschieden Berichte im Jahr 2002

<sup>359</sup> Hier wird der Kausalzusammenhang anhand der ökonometrischen Untersuchung ausser acht gelassen.

## B. Südkoreanische Wirtschaftsentwicklung und Einkommensbildung im ausenwirtschaftlichen Kontext

Hier werden die südkoreanische Wirtschaftspolitik und die daraus folgende Einkommensentwicklung in der Vergangenheit geschildert. Die Arbeit in diesem Kapitel bezweckt, die historische Entwicklung daraufhin zu analysieren, 1) in welcher Art und Weise Südkorea den bisherigen Erfolgsweg vorweisen konnte. 2) Dabei wird ebenfalls untersucht, ob und inwieweit die Wirtschaftskrise im Jahr 1997 auf die Störungen des Einkommensbildungsprozesses zurückzuführen ist. Und schliesslich 3) inwieweit Südkorea bis heute die Krise bewältigte.

Versteht man unter den gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten das Wachstum des Inlandsproduktes, die private und öffentliche Ersparnisquote, die Inflationsrate im Vergleich zu den anderen EL und die Aussenhandelsquote vom gesamten BIP, so weist Südkorea als ein von Wirtschaftskrisen betroffenes Land einen hervorragenden und 'gesunden' Zustand auf. Versteht man jedoch darunter auch die Verschuldungsquote, die Handelsdefizite und die Inflationsrate im Vergleich zu den IL, ergibt sich ein anderes Bild, das ein solches Erfolgsargument relativieren muss.

Dabei ist es unumstritten, dass die Wirtschaftspolitik in Südkorea eine auf Exportsteigerungen setzende Investitionssteigerungspolitik durchführte, die sich in (seit 1962 existierenden) staatlichen 'Fünfjahrespläne' niederschlug, was im Grossen und Ganzen gelang.<sup>360</sup> Die staatlichen Interventionen spielten dabei eine dominante und sogar 'omnipotente' Rolle bis Anfang der 90er Jahre. Sie erstreckten sich vom Eingriff der Tarifautonomie bis zum monetären Eingriff in die staatliche Lenkung: Diese monetäre und realwirtschaftliche Abschirmung durch die staatlichen Massnahmen erfolgte von der Beschäftigungs-, Geld- und Währungspolitik im gesamtwirtschaftlichen Bereich bis hin zu der sektoralen Wirtschaftspolitik.

### 1. *Einkommensbildungsprozesse im Überblick*

Südkorea erlebte während der 70er Jahre eine hohe reale Zuwachsrates des BIPs, die durchschnittlich 8,6% erreichte.<sup>361</sup> Diese nominale Einkommenszuwachsrate stand einer kräftigen Inflationsrate, gemessen durch BIP-Deflatoren, von 21,0% in der gleichen Periode gegenüber. . Erst ab 1982 zeigte sich durch die gemilderte Inflationsrate eine Konstanz der realen Einkommenszuwachsrate. Die reale Einkommensbildungsrate, d.h. die von Inflation bereinigte Zuwachsrate der Einkommensbildung, betrug

---

<sup>360</sup> Hier wird auf die Diskussionen, ob der Erfolg auf die Investitionsdynamik oder auf die Exportdynamik zurückzuführen ist, nicht eingegangen, dem die Investitions- und Exportdynamiken für die Einkommensbildung gleichermaßen entscheidend sind.

<sup>361</sup> Im folgenden wird der Durchschnittswert nach dem arithmetischen Mittelwert ermittelt.

zwischen 1981 und 1989 dann wiederum durchschnittlich 8,6%. (Siehe Tab. 19) Somit muss die nominale Betrachtung bezüglich des südkoreanischen Wirtschaftswachstums durch die Inflationsbereinigung korrigiert werden, indem die realen Werte wesentlich bescheidener als die nominalen Werte ausgefallen waren. Insbesondere kann man das Jahr 1980 als Rezessionsjahr bezeichnen, wo eine negative reale Zuwachsrate des BIPs in Höhe von -2,1% der hohen BIP-Deflatorate (folglich hohe Inflationsrate) von 24,6% gegenüberstand. Wie Tab. 19 (Volkseinkommenskonto (BIP)) zeigt, weist die durchschnittliche reale Zuwachsrate des Einkommens (bzw. das Wirtschaftswachstum) auch Anfang der 90er Jahre im Vergleich zu den 80er Jahren eine gemilderte, jedoch ununterbrochene Zuwachsrate auf: zwischen 1990 und 1997 durchschnittlich 7,3%, wobei in der gleichen Periode die BIP-Deflatoren abnahmen. Dabei nimmt die Rolle der Investitions- und Exportdynamik einen besonderen Stellenwert für die nominale Einkommensbildung ein. So betrug die Zuwachsrate der Bruttoinvestitionen und der Exporte bereits in den 70er Jahren jeweils 27,3% und 26,2%. Dies hat sicherlich damit zu tun, dass die seit dem Militärputsch 1961 konsequent angewandte und vom Staat gelenkte Industriepolitik neben der stabilen Wechselkurs- und Beschäftigungspolitik sowohl hinsichtlich der Finanzierung der Investitionsausgaben für den Export als auch hinsichtlich der staatlichen Abschirmmassnahmen, wie steuerliche Begünstigungen, Subventionen und selektive Protektion in Form der Zollerhebung eine wichtige Rolle spielten. Solche Formen der offensichtlichen Subventionspolitik wurden im Laufe der Zeit (vor allem durch den Druck von aussen, insbesondere aus den USA) entweder in eine gemilderte Form umgewandelt oder ganz abgeschafft. Dabei spielte die gesamte wirtschaftliche Abschirmpolitik, beispielsweise die Politik der Verhinderung der steigender Nominallöhne, die Wechselkurspolitik und die „offizielle“ Niedrigzinspolitik von Anfang an eine entscheidende Rolle für den Schutz bzw. für die Förderung der Investitions- und Exportdynamik, und demzufolge auch für die Sicherung des Einkommenszuwachses.

a) *Entwicklungen der Preiseffekte und Marktphasen in Südkorea*

Die Entwicklung des Preisniveaus in Südkorea kann wie folgt beschrieben werden: (a) Das *Mark-up* in Südkorea sank 1970-2001 kontinuierlich von 1,46 auf 0,64% (Siehe Tab. 20). D.h. einer deutlich steigenden Summe der Löhne und Gehälter standen wenig steigende Normalprofite gegenüber, obwohl die absolute Summe von beiden jeweils von 928,0 Mrd. Won und 1.352,1 Mrd. Won auf 244.898,2 Mrd. Won und 157.458,2 Mrd. Won stieg. Dabei stand ein deutlich steigende Beschäftigung einer tendenziell sinkenden Profitrate gegenüber, wobei der die Bruttozuwachsrate des Kapitalstocks zwar schwankend, jedoch insgesamt sank, was ein Zeichen dafür ist, dass bei den Unternehmen die Gewinnsicherung im Rahmen der Preisfestsetzung immer schwieriger wurde.

(b) In Bezug auf das Einkommenspreisniveau Südkoreas zeigt sich analog der Entwicklungen der Lohnstückkosten folgendes ab (Siehe Abb.30): Die Zuwachsrate der Lohnstückkosten in der verarbeitenden Industrie hielt sich bis 1980 auf einem hohen Niveau, vor allem zwischen 1974-1980, in

der die Zuwachsrate durchschnittlich 21,4% betrug. Dabei ging im gleichen Zeitraum die Steigerungsrate des Lohnsatzes durchschnittlich in Höhe von 30,3% mit der Steigerungsrate der Arbeitsproduktivität in Höhe von 7,5% einher. Somit ist hauptsächlich die Steigerungsrate des Lohnsatzes für das steigende Einkommenspreisniveau verantwortlich. Vergleichbare Zuwachsraten der Lohnstückkosten gab es nur im Jahr 1989 mit 21,4%, als eine Erhöhung des Lohnsatzes im Vergleich zum Vorjahr in Höhe von 30,0% einer Erhöhung der Arbeitsproduktivität in Höhe von 7,1% gegenüberstand. Mitte der achtziger Jahre (1983-1987) zeigte sich eine niedrige Zuwachsrate der Lohnstückkosten mit gleichzeitiger Schaukelbeziehung zwischen Lohnsatz und Arbeitsproduktivität, allerdings nicht im Jahr 1985. In den beiden Jahren 1988 und 1989 war wiederum eine starke Zuwachsrate der Lohnstückkosten zu verzeichnen, die mit einer starken Zunahme des Lohnsatzes und einer relativ konstanten Zuwachsrate der Arbeitsproduktivität einherging. Dies kann man auf die Tatsache zurückführen, dass ab 1987 eine Forderung nach Lohnerhöhung seitens der Gewerkschaften durchgesetzt wurde, was zum Anstieg des Lohnsatzes führte.

In den 90er Jahren sank einerseits die Steigerungsrate der Nominallöhne ab 1993 (durchschnittlich 12% zwischen 1993 und 1996). Andererseits blieb die Steigerungsrate des Preisniveaus (Verbraucherpreise) relativ konstant (durchschnittlich 5,25% mit sinkender Tendenz innerhalb des gleichen Zeitraumes). Dies lässt darauf schließen, dass die Zuwachsrate des Arbeitseinkommens, d.h. Lohnsteigerungsrate, keinen wesentlichen Einfluss hatte, weder auf die Inflationsrate noch auf den Wechselkurs. Dagegen zeichneten sich ab 1993 stark sinkende Lohnstückkosten ab, was sich bis zum Jahr 2000 fortsetzte, wobei das Jahr 1994 als Ausnahmefall auftrat. Der Grund der sinkenden Lohnstückkosten liegt daran, dass eine sinkende Zuwachsrate des Lohnsatzes in diesem Zeitraum einer konstanten bzw. leicht steigenden Zuwachsrate der Arbeitsproduktivität gegenübersteht. Insbesondere im Jahr der Währungskrise 1997 und im darauffolgenden Jahr betrugen die negativen Zuwachsraten jeweils – 7,3% und –10,1%, weil ein krisenbedingter drastischer Rückgang des Lohnsatzes die hohe Zuwachsrate der Arbeitsproduktivität überstieg.

Die Entwicklungen der Arbeitsproduktivität  $\lambda$  in Südkorea zeichneten sich wie folgt ab: Geht man bei der Arbeitsproduktivität von Arbeitern und Festangestellten aus, steht der Zuwachsrate der verarbeitenden Industrie in den Jahren 1970 bis 2000 von durchschnittlich 9,4% eine Zuwachsrate der gesamten Industrie von 8,4% gegenüber, wobei die Schwankungen in der gesamten Industrie höher als bei der verarbeitenden Industrie sind. (Siehe Tab. 21) Hierbei taucht in den 70er Jahren eine relativ hohe Arbeitsproduktivität in den anderen Industriezweigen im Vergleich zur verarbeitenden Industrie auf. In den 80er Jahren zeigten sich hohe Schwankungen der gesamten Industrie (einschl. der verarbeitenden Industrie). In den 90er Jahren zeichnete sich ab, dass die höhere Arbeitsproduktivität der verarbeitenden Industrie der relativ niedrigeren Arbeitsproduktivität der restlichen Industrie gegenüberstand. Dies darf jedoch nicht als Beleg der Balassa-Samuelson-Hypothese verstanden werden. Vielmehr liegt die Tatsache

zu Grunde, dass zum einen der Zwang zu erhöhter Arbeitsproduktivität in der verarbeitenden Industrie den einzigen sektoral-politisch handelnden Spielraum für die internationale Wettbewerbsfähigkeit darstellte. Es zeigte sich auch, dass die Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit der südkoreanischen Produkte im internationalen Handel bis 1997 durch die Steigerung der Arbeitsproduktivität in den verarbeitenden Industrien gemildert wurde, was bedeutet, dass dem Abwertungsdruck nicht vollständig, sondern lediglich zu einem geringen Teil begegnet wurde. Zum anderen bedeutet dies auch, dass die moderate Entwicklung der Arbeitsproduktivität aus dem Reflex der konstanten Entwicklung vom Arbeitswertkoeffizienten zugunsten des hohen Beschäftigungsniveaus resultierte. Nach der Währungskrise 1997 wurde dann der Steigerung der Produktivität in der verarbeitenden Industrie durch Rationalisierungsmassnahmen begegnet, die von Massenentlassungen und Arbeitszeitverkürzungen begleitet waren.

(c) Wird der Extraprofit  $GQ$  als Differenz zwischen der gesamten Investitionsausgabe und der Ersparnis mit Berücksichtigung der Staatsbudgets und der Aussenkomponente berechnet wie in der Gleichung  $\{[(I-S')+(G-T)+(Ex-Im)]/y$ , zeichnet sich folgendes ab: Von 1970 bis 1985 gab es eine dauerhafte Gewinndeflationslage, wobei zwischen 1978 und 1984 mit durchschnittlich  $-1,21\%$  ein stark sinkendes Gewinnpreisniveau zu beobachten war. Erst zwischen 1986 und 1988 war ein deutlich steigendes Gewinnpreisniveau zu verzeichnen (durchschnittlich  $1,98\%$ ). Von 1989 bis 1997 gab es eine weitere Gewinndeflationslage, wobei insbesondere das im Jahr 1996  $-5,04\%$  ausmachte. (Siehe Tab. 22) Erst nach der Währungskrise im Jahr 1998 gelang es, ein stark steigendes Gewinnpreisniveau (wie beispielsweise im Jahre 1998 in Höhe von  $14,33\%$ ) zu halten, welches jedoch bereits ab dem Jahr 2000 als sinkendes Gewinnpreisniveau zu bezeichnen ist. Dabei stellt sich heraus, dass in Südkorea vor allem die Aussenkomponente ( $Ex-Im$ ) einer begleitenden (bzw. korrelierenden) Bewegung des Gewinnpreisniveaus gegenübersteht, indem die anderen Komponenten wie ( $I-S'$ ) und ( $G-T$ ) keiner eindeutigen Beziehung mit dem Gewinnpreisniveau zuzuordnen sind. (Siehe die Summe von  $I-S'$ ,  $G-T$  und  $Ex-Im$  in Tab. 22) Zu bemerken ist auch, dass seit Mitte der 80er Jahre die staatliche Budgetlage (ohne Nachtragshaushalte) in der Regel Budgetüberschüsse bzw. leichte Budgetdefizite aufwies. Ausnahmeperioden, in denen dauerhafte staatliche Budgetdefizite stattfanden, gab es zwischen 1989-1991 und zwischen 1997-1999, wobei in der ersten Periode die Defizite auf eine konjunkturstützende expansive Fiskalpolitik hindeuteten, und in der zweiten Periode die Defizite im Laufe der Währungskrise aus den Mehr-Staatsausgaben im Vergleich zu den Staatsmindereinnahmen resultierten.

Wird nach der obigen Betrachtung der einzelnen Preisniveauzusammensetzungen zusätzlich die Entwicklung der Marktzinssätze mit den Entwicklungen der anhand der Grafik von Dae-Suh Kim (2000) geschätzten nominalen (Kapital-)Profitraten verglichen, sind folgende Marktphasenbewegungen zu beobachten.<sup>362</sup> (Zur Entwicklung der Marktzinssätze mit Vergleich zu den nominalen (Kapital-

<sup>362</sup> Kim, D.-S. (2000), Eine Analyse der südkoreanischen Kapitalprofirate (koreanisch), S. 1ff.

)Profitraten zwischen 1976-1998, siehe Tab. 23): Im beobachteten Zeitraum (1971-2001) stellte die Periode zwischen 1974 und 1979 eine Inflationsphase dar, wobei die durchschnittliche Zuwachsrate des BIP-Deflators in Höhe von 23,43% als starke Inflationsrate zu verzeichnen ist. In der gleichen Periode stand die Zuwachsrate der Lohnstückkosten in Höhe von 20,7% der Zuwachsrate der Löhne von 32,1% gegenüber. Hingegen zeichnete sich einerseits die reale Zuwachsrate des Volkseinkommens in Höhe von durchschnittlich 8,53% als eine starke Zuwachsrate ab. Andererseits lag die Profitrate in der Periode höher als der Marktzinssatz. Somit kann man die zweite Hälfte der 70er Jahre in Südkorea als Inflationsperiode definieren. (Vgl. Abb.30, Tab 19 und Tab. 23.)

Das Jahr 1980 war ein Rezessionsjahr, da ein Rückgang des Gewinnpreisniveaus (-2,96%) mit einem starken Einkommenspreisniveau, nämlich mit einer starken Steigerung der Lohnstückkosten (25,5%) einherging, wobei einerseits die Zuwachsrate des Realeinkommens im Vergleich zum Vorjahr -2,09% zurückgegangen war. Andererseits stand der hohe Marktzinssatz in Höhe von 30% der niedrigen Kapitalprofitrate in der gesamten Industrie in Höhe von ca. 9,0% gegenüber, was eine Differenz zwischen dem Marktzinssatz und der Profitrate von ca. 21,0% ausmachte. Dabei hielt die Rezessionsphase bis ins Jahr 1982 an, da trotz der starken Zuwachsrate des Realeinkommens im Jahre 1981 und 1982 jeweils 6,47 und 7,25%, die positiven Differenzen zwischen dem Marktzinssatz und der Kapitalprofitrate bestehen blieben. (Vgl. Abb.30, Tab. 22 und Tab. 23)

Die anschließende Periode zwischen 1983 und 1985 kann man als Erholungsphase bezeichnen, in der einerseits die Rückgangsrate des Gewinnpreisniveaus (durchschnittlich -1,19%) stark sank. Andererseits standen steigende Kapitalprofitraten den konstanten Marktzinssätzen gegenüber, wobei die Inflationsraten, gemessen durch den BIP-Deflator, zwischen 4,5 und 5,8% relativ konstant waren. (Siehe Tab. 19, 22 und 23)

Die Periode zwischen 1986-1988 und die Periode zwischen 1999-2000 entsprechen Akkumulationsphasen, da nicht nur die hohen positiven Gewinninflationen den starken Zuwachsraten des Realeinkommens gegenüberstanden, sondern beide Perioden starke Steigerungen der Profitraten durch starke Zunahmen des Gesamtkapitalstocks aufwiesen. In denen relativ niedrige Marktzinssätze zu verzeichnen waren. Dabei wurde im ersten Fall (1986-1988) bereits im Jahr 1988 ein hohes Einkommenspreisniveau in Höhe von 21,4% von einer negativen Gewinninflation in Höhe von -1,1% begleitet, und somit bereits im Jahr 1989 (trotz des starken Zuwachses des Gesamtkapitalstocks) einen Rückgang des GQ-Gewinne in Höhe von -1,10% zu verzeichnen ist. Auch wurde nach dem zweiten Fall (1999-2000) bereits ab 2001 eine tendenzielle Abnahme des Gewinnpreisniveaus von 1,82% auf 1,43% erreicht. (Siehe Abb. 30, und Tab. 20, 22 und 23)

Demgegenüber gab es von 1990 bis 1996 eine dauerhafte Stagnationsphase, in der ein dauerhafter Rückgang des Gewinnpreisniveaus (zwischen -0,77 und -5,04% pro Jahr) mit einer relativ schwachen Realeinkommenszuwachsrate (durchschnittlich in Höhe von 7,39% in der gleichen Periode) einhergeht.



Dabei wiesen die Inflationsraten ein relativ niedriges Niveau (mit der Zuwachsrate des BIP-Deflators in Höhe von 7,89%) auf, in dem die Zuwachsraten der Lohnstückkosten in der gleichen Periode um 5,8% im Vergleich zu den anderen Perioden gesunken waren. (Siehe Abb. 30 und Tab. 19, 22 und 23)

Das Jahr 1997 war - auch im Hinblick auf den Einkommensbildungsprozess betrachtet - ein Jahr der Wirtschaftskrise, in dem die Rückgangsrate des Gesamtkapitalstocks von  $-2,2\%$  der Rückgangsrate der GQ-Gewinne von  $-1,2\%$  gegenüberstand, wobei eine Differenz zwischen dem Marktzinssatz und der Kapitalprofitrate in Höhe von  $-4,9\%$  betrug. Diese tiefe Wirtschaftskrise hält bis zum darauf folgenden Jahr (1998) an, was auch als ein Übergangsjahr zur nächsten Akkumulationsperiode (zwischen 1999-2001) bezeichnet werden kann: Im Jahr 1998 zeichnete sich sowohl eine starke Rückgangsrate des Gesamtkapitals in Höhe von  $-21,2\%$  als auch eine Realeinkommensverlust in Höhe von  $-6,69\%$  ab, obwohl die Realeinkommensverluste durch die starken Handelsüberschüsse eingedämmt wurden. Dabei hielt die positive Differenz zwischen dem Marktzinssatz und der Kapitalprofitrate ebenfalls mit  $8\%$  an. (Siehe Abb. 30, Tab. 20, 22 und 23)

Anhand der obigen Beobachtung bezüglich der Marktphasen ist somit folgendes festzuhalten: 1) Das Jahr 1989 kann man sowohl hinsichtlich der bisherigen Wirtschaftspolitik als auch hinsichtlich der Marktphasen als Wendepunkt betrachten. Denn aussenwirtschaftlich zeichnete sich vom Jahr 1989 bis zum Währungskrisenjahr die aus den Handelsdefiziten getriebenen dauerhaften Leistungsbilanzdefizite auf, wobei Nettokapitalimporte erst ab 1990 zu beobachten sind. (Siehe auch Tab. 1) Dies spiegelt sich auch im Einkommensbildungsprozess wider, so dass die Zuwachsrate des Realeinkommens in Höhe von  $6,08\%$  konstant gehalten wurde. Die GQ-Gewinne zeichneten sich bereits als negative Größe in Höhe von  $-1,10\%$  ab. Dabei steht der starke Rückgang der Kapitalprofitrate der Zunahme des Marktzinssatzes gegenüber, so dass im Jahr 1989 eine geringfügig positive Kapitalprofitrate gegenüber dem Marktzinssatz zu beobachten war. Der Preisdruck seitens der Lohnsteigerungen und demzufolge seitens der stark gestiegenen Lohnstückkosten konnte nicht überkompensiert werden. (Siehe Abb. 30) Dies führte aufgrund der damaligen unflexiblen *Crawling-Peg*-Politik gegenüber dem US-Dollar zur Überbewertung des südkoreanischen Won. Somit erwies sich die Ankerung gegenüber dem US-Dollar als ein an Dogma (d.h. zu fix) gebundener Stabilisierungsglauben an die einheimische Währung. Befestigt wurde dieses Überbewertungsphänomen sowohl durch den Beginn der Abwertungsphase des Yen gegenüber dem US-Dollar als auch durch die starke Zunahme der Kapitalimporte (seien es Investitionszwecke oder Konsumtionszwecke). Dieser währungspolitische Fehler hätte durch die frühzeitige Abwertungspolitik (beispielsweise Anfang 1989) sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem Yen erfolgen müssen, was jedoch nicht geschah.

2) Die Periode zwischen 1989 und 1996 stellte die monetäre Bedingung für die spätere Währungskrise. Dabei ist zu bemerken, dass sich zwar sowohl hinsichtlich des Einkommensbildungsprozesses als auch hinsichtlich der Preisentwicklungen kein dramatischer Rückgang der Einkommenszuwachsrate abzeichnet. Dennoch reduzierte sich die Realeinkommenszuwachsrate um durchschnittlich  $7,39\%$ .

Dagegen lag die vorherige Boomperiode zwischen 1986 und 1988 durchschnittlich bei 10,81%. Dies spiegelt sich in der kontinuierlich sinkenden Kapitalprofitrate mit einer relativ hohen Marktzinslage wider. (Siehe Tab. 23) Dieser Einkommensbildungsmisserfolg ab 1989 lag auch in den vom damaligen Vizepremierminister (Cho Soon) vorangetriebenen, Konjunktur-Unterstützungsprogrammen, deren theoretische Begründung auf post-keynesianische antizyklische Fiskalpolitik ruhte. Dies hat zusätzlich zu dauerhaften Handelsdefiziten beigetragen.<sup>363</sup> Der Grund der sinkenden Profitrate lag dabei nicht an dem sogenannten „Gesetz der sinkenden Profitrate“, sondern an der sich aus den Kapitalimporten ergebenden Überbewertungslage.<sup>364</sup> Somit stellte diese Periode einen Charakter der versteckten Rezession dar, in der zugunsten der inländischen Einkommensbildung die stabile Bedingung des Aussenwertes von südkoreanischer Währung missachtet wurde. Hinzu kommt die veränderte Währungspolitik seitens der südkoreanischen monetären Behörden, in der die Kapitalmarktliberalisierung ohne Überlegung der währungspolitischen Konsequenz getrieben wurde. Dabei spielte auch ab Anfang der 90er Jahren die neue Ordnung mit der WTO für 1995 eine wichtige Rolle, in der über die Uruguay-Runde eine drastische Aufgabe aus der bislang praktizierten Abschottungspolitik seitens der südkoreanischen Handelspolitik zur Folge hatte. Auch trug die mit der Eintrittsvorbereitung für die OECD Ende 1996 verbundene Kapitalmarktliberalisierung dazu bei, die Kapitalimporte aus dem Ausland zu steigern, wobei die Expansionsstrategie der *Chaebol* sowohl hinsichtlich inländischer Investitionen als auch Direktinvestitionen in ostasiatischen Nachbarländern dem Interesse entsprach, in dem die Verschuldungen in US-Dollar als Finanzierungsquelle dienten. All dies trug zur Senkung der Profitrate bei.<sup>365</sup>

3) Sowohl in den 70er Jahren als auch in den 80er Jahren (inklusive der erholenden Phase der ersten Hälfte der 80er Jahre und der Akkumulationsphase 1986-1989) ist eine von dem Inflationsprozess begleitete hohe Einkommensbildung zu beobachten, in der die wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik seitens des Staates der Durchsetzung der Lohnsteigerungen seitens der Gewerkschaften gegenüberstand. Zwischen 1975-1980 kann man aufgrund hoher Relation zwischen der steigenden Lohnstückkosten und der Inflationsrate von einer mit dem Lohnniveauzuwachs gebundenen Inflationsphase sprechen. (Siehe Abb. 30 und Tab. 19) Real gesehen, d.h. unter dem Abzug der BIP-Deflatoren aus den BIP-Zuwachsraten ist sogar eine negative Zuwachsrate der Einkommensbildung in dieser Periode festzustellen. Dagegen hält sich die durch die steigenden Lohnstückkosten verursachte Inflationsrate in der Periode zwischen 1986-1989 in Grenzen. Dies legt die Schlussfolgerung nahe, das Argument, dass die stark steigenden Lohnstückkosten für den Wendepunkt 1989 der Leistungsbilanzdefizite hauptverantwortlich seien, abzulehnen. Denn die Forderung der Lohnsteigerung war in der Regel die Natur der passiven Marktakzeptanz, da die boomende Marktsituation dies zulässt, jedoch keine Ursache

---

<sup>363</sup> Siehe dazu, Kim, C. K. (1996), Theorie über die Wirtschaftspolitik (koreanisch), S. 152

<sup>364</sup> Auf die klassische und neoklassische Erklärung über das Gesetz der sinkenden Profite hat unter anderen Kim, D.-S. (2000) hingewiesen. (Siehe Kim, D.-S. (2000), a.a.O., S. 6ff.

<sup>365</sup> Zu den damals auftauchenden Problemen hinsichtlich der WTO- und der OECD-Mitgliedschaft, siehe Kim, C. K. (1996), a.a.O., S. 307ff.

für den Wendepunkt im Jahr 1989. Vielmehr muss die Ursache neben der unflexiblen Wechselkurs- und Währungspolitik in der zum damaligen Zeitpunkt liegenden Marktsituation, die zwischen 1986-1989 auf drei niedrige Effekte zurückzuführen ist. Ab 1989 existierte diese Marktconstellation nicht mehr.<sup>366</sup>

4) Anhand der statistischen Vollbeschäftigungssituation Südkoreas bis 1997 ist abzusehen, dass die aus den Leistungsbilanzdefiziten resultierende Überbewertung auch mit dem künstlichen Staatsprogramm für die Konjunkturstützung verbunden war, was sich jedoch ab 1995 als konjunkturelle Schwäche abzeichnete. So sank zwischen 1995 und 1996 die nominale Wachstumsrate der BIP von 8,9 auf 6,8% und die reale Wachstumsrate der BIP stieg dagegen von 1,7 auf 2,9%. Diese Realeinkommenszuwachsrate war im Vergleich zu der boomenden Phase der Periode 1986-1989 geringer. Es ist dennoch schwer zu erkennen, dass diese geringe Realeinkommenszuwachsrate für die Währungskrise verantwortlich ist. So ist dies lediglich ein Indiz dafür, dass die Ursache der Währungskrise nicht an dem schwachen Einkommensbildungsprozess, sondern an den aussenwirtschaftlichen Störungen liegen müsste.<sup>367</sup>

5) Die Inflationsrate in Südkorea erwies sich in der Vergangenheit (d.h. von den 70er bis Ende der 80er Jahre) insgesamt als relativ hoch. Erst seit 1982 waren niedrigere Raten zu verzeichnen. (Siehe Tab. 23) Dies lag am Wechsel der binnenwirtschaftlichen Wirtschaftspolitik Anfang der 80er Jahre, die sich von der Wachstumsorientierung zur Stabilitätsorientierung hinbewegte, was auf die Kontrolle des Geldmengenwachstums, auf strenge fiskalpolitische Massnahmen zwischen 1983-1984 und beschleunigte strukturelle Reformen, und darüber hinaus vor allem auf die Realabwertungspolitik des Staates zurückzuführen ist.<sup>368</sup>

6) Die Steigerungsrate der Nominallöhne und folglich auch die Zuwachsrate der Lohnstückkosten sanken zwischen 1989 und 1998 kontinuierlich, wobei ab 1993 die Entwicklung der Arbeitsproduktivität steigend Schwankungen steigend verlief. (Siehe Abb. 30) Vor allem zwischen 1992-1997 betrug die Steigerungsrate des Preisniveaus (gemessen durch BIP-Deflator) durchschnittlich 6,1%. Daraus kann man schliessen, dass die Zuwachsrate der Nominallöhne zwischen 1992 und 1997 keinen wesentlichen Einfluss auf die Inflationsrate hatte, was m.E. das Argument von Horn und Schrooten nur zum Teil bestätigt.<sup>369</sup> Vielmehr muss die erschwerte internationale Wettbewerbsfähigkeit und folglich schwierige Absatzlage an dem unflexiblen *Crawling-Peg*-System und an der gescheiterten Abschottungspolitik gegenüber den amerikanischen und anderen Absatzmärkten (wie beispielsweise in den EU-Ländern) liegen. Dabei konnte die stark überbewertete Währungslage, trotz der steigenden südkoreanischen Arbeitsproduktivität, nicht kompensiert werden, weil die sogenannten drei niedrigen Effekte in den 90er Jahren nicht mehr galten. So wirkten sich ab Anfang der 90er Jahre die drei hohen negativen Effekte auf

---

<sup>366</sup> Zu den drei niedrigen Effekten gehörten der niedrige Yen-Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar, die niedrigen Ölpreise und die niedrigen internationalen Zinssätze.

<sup>367</sup> Vgl. Corsetti, G./ P. Pesenti/ N. Roubini (1998), a.a.O., S. 11

<sup>368</sup> Siehe Milesi-Ferretti, G. M./ A. Razin (1999), Current Account Deficits and Capital Flows, a.a.O., S. 74f.

<sup>369</sup> Laut dem Argument von Horn und Schrooten liegt die wesentliche Ursache für die Währungskrise im unflexiblen Wechselkursregime, das durch die steigenden Lohnstückkosten im Wesentlichen zur realen Aufwertung des südkoreanischen Won beitrugen. (Siehe Horn und Schrooten (1999), Twin Crisis in Asia,..., a.a.O., S. 10ff)

die Leistungsbilanz aus, was das international hohe Zinssatzniveau, die hohen Ölpreise und relativ hohe Yen-Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar zum Ausdruck bringt.

b) *Mengeneffekte in Südkorea*

Tab. 24 stellt die Entwicklungen der Arbeitslosenquoten in verschiedenen Asienländern (inkl. USA) dar. Dabei zeichnet sich bereits ab Ende der 70er Jahre eine niedrige Arbeitslosenquote in diesen Ländern ab. Werden die Entwicklungen bezüglich des Beschäftigungsniveaus in Südkorea beschränkt, ist zu erwähnen, dass diese niedrige Arbeitslosenquote nicht dem Masstab der europäischen Arbeitslosenquote entspricht. Denn neben einer fehlenden Indexierung zwischen Produktivitätsentwicklung und Lohnniveau kommt bis Ende der 80er Jahre das statistische und demographische Problem der Erfassung der Arbeitslosen hinzu: In der Statistik wurden lediglich die sogenannten „vollständigen Arbeitslosen“ erfasst, wobei die geschlechtsbedingte Erwerbsgewohnheit von Frauen im Haushalt und die gelegentliche Ausübung des Erwerbs, gemessen durch den Begriff der europäischen Arbeitslosigkeit, nicht mitberechnet wurden.<sup>370</sup> Hinzu kommt in Asien (auch in Südkorea) die kulturbedingte eigene Angabe der betroffenen Personen hinsichtlich der Arbeitslosigkeit, da aufgrund des schwachen Sozialversicherungssystems im Vergleich zu den reichen europäischen Ländern, die Arbeitslosigkeit mit der Sozialhilfe gleich gesetzt werden kann. Somit liegt die Vermutung nahe, dass ein gewisser Anteil der Beschäftigten in der Vergangenheit, trotz ihrer Beschäftigung, zu „*Working Poor*“ gehörte.

Wird jedoch von solch strukturellen, kulturellen und demographischen Problematik abgesehen, zeigt das südkoreanische Beschäftigungsniveau bereits Anfang der 70er Jahre den Zustand der Vollbeschäftigung, in der sich die Arbeitslosenquote zwischen 4,1 und 4,5% bewegte und sich deren hoher Beschäftigungstrend bis zum Krisenjahr 1997 fortsetzte.<sup>371</sup> Diesen Beschäftigungserfolg kann man damit begründen, dass einerseits die separate Behandlung zwischen den verschiedenen Sektoren hinsichtlich des konstanten Arbeitswertkoeffizienten eine grosse Rolle spielte. Denn die kontinuierliche Steigerung der Arbeitsproduktivität in der verarbeitenden Industrie war die unentbehrliche güterwirtschaftliche Unterstützung für die Minderung der dauerhaften Handelsbilanzdefizite. Das sich aus der Beschäftigungspolitik ergebende hohe Beschäftigungsniveau erfordert aber eine relativ niedrige Arbeitsproduktivitätsentwicklung, so dass beispielsweise in den anderen Industriezweigen wie Banken- und Dienstleistungssektoren eine niedrigere Arbeitswertproduktivität in Kauf genommen wurde.<sup>372</sup> Zu

---

<sup>370</sup> Nach der Berechnungsgrundlage der Bundesrepublik Deutschland gehört im Jahr 2003 die gelegentliche Ausübung des Erwerbs unter 12 Stunde pro Woche ebenfalls zu der Kategorie der Arbeitslosen. Es liegt die Vermutung nahe, dass in Südkorea geringfügig Verdienende und Gelegenheits-Erwerbstätige als Beschäftigte aufgeführt werden.

<sup>371</sup> Vgl. auch Park, D. J. (1987), Über die südkoreanischen Arbeitsproblematik und -struktur (koreanisch), S. 290f.

<sup>372</sup> Vgl. auch Park, S. C. (1998), Arbeitsproduktivität in den verarbeitenden Industrien und ein internationaler Vergleich der Lohnstückkosten (koreanisch), S. 111f.

erwähnen ist auch, dass das Argument, in dem die auf eine Verschuldung in US-Dollar basierten kapitalintensiven, industriellen Förderungen zur hohen Beschäftigung entscheidend beitrugen, insofern abgelehnt werden muss, weil der Beschäftigungseffekt durch fremde Währungsfinanzierung viel niedriger ausfällt als in Taiwan.

Hinzu konnte Südkorea durch die starke Einmischung des Staates hinsichtlich der Bestimmung des Lohnniveaus und der Beschäftigungsstruktur (sprich Teilzeitbeschäftigung) sowohl den Inflationsdruck als auch den Abwertungsdruck umgehen. (Sprich: Lohnanpassung durch Flexibilisierung): Bis 1987 stand die starke Position des Staates bei der Lohnfestlegung der relativ schwachen Position der Gewerkschaften (vornehmlich sind hierunter Betriebsgewerkschaften gemeint) gegenüber.<sup>373</sup> So wurde die Arbeitsmarktpolitik durch die 'eiserne Hand' des Staates so betrieben, dass die Einkommensinflation durch fortwährende Lohnzurückhaltung künstlich bis zu einem gewissen Umfang begrenzt wurde. Dennoch gelang vom Koreakrieg bis Anfang der 80er Jahre keine Preisstabilität.<sup>374</sup> Zu bemerken ist auch, dass während der Krisenperiode zwischen 1997 und 1998 eine hohe Arbeitslosenquote zu verzeichnen war, die auf die Konkurswelle der *Chaebol* und damit verbundenen Zulieferfirmen beruhte. Erst seit 1999 zeichnete sich dann eine Rückkehr zum hohen Beschäftigungsstand ab, wobei sich die Beschäftigungsstruktur nach der Währungskrise veränderte. Dies zeichnete sich vor allem in der steigenden Zahl der geringfügig Verdienenden und Teilzeitbeschäftigten ab. (Siehe Tab. 25) Das liegt vor allem daran, dass sich die Währungskrise auf den Faktor Arbeit so auswirkte, dass die Unternehmen zugunsten der steigenden Arbeitsproduktivität die Rationalisierungsmassnahmen entschieden hatte. Dies bedeutet, dass die Unternehmen im Zuge der Entschuldungs- und Rationalisierungsstrategie zugunsten des Gläubigervertrauens sowohl die Arbeitsmarktflexibilisierung im Sinne der Lockerung des Kündigungsschutzes als auch eine In-Kaufnahme der Reallohnminderung gegenüber den Arbeitern verlangte und sich durchsetzte.<sup>375</sup>

Wird der Einkommensbildungsprozess aus dem Aspekt der Verteilungsseite betrachtet, besteht der Erfolg der südkoreanischen Einkommensbildung darin, dass es Südkorea gelang, das Lohnniveau sukzessiv zu steigern: Das Lohnniveau lag beispielsweise in der verarbeitenden Industrie im Vergleich zu Japan und USA im Jahr 1975 bei jeweils 1/10,2 und 1/20 des Lohnniveaus, wobei es bereits im Jahr 1990 jeweils auf 1/3,36 und 1/3,57 stieg. Zu bemerken ist, dass die Differenz des steigenden Lohnniveaus und des niedrigeren Einkommensniveaus von 1993 bis jetzt (d.h. bis 2001) gegenüber den konkurrierenden Asienländern wie Taiwan, Hongkong und Singapur immer grösser wird. Dabei wird dem Argument, dass die steigenden Lohnkosten die Ursache der Währungskrise sei, deshalb entgegen gesetzt, da beim japanischen Beispiel, in dem das steigende Lohnniveau eher dem steigenden Pro-Kopf-Einkommen entspricht, das steigende Niveau dem sinkenden Einkommensniveau widerspricht. Vielmehr liegt der

---

<sup>373</sup> Vgl. Jerger, J./ M. Piazolo (1992), a.a.O., S. 9 und zu den verschiedenen gesetzlichen Verbote bzw. Unterdrückungsmassnahmen bis Mitte 80er Jahren, siehe beispielsweise Park, D. J. (1987), a.a.O., S. 303f.

<sup>374</sup> Erst ab 1982 gelang es Südkorea eine Preisniveaustabilität zu erreichen. (Siehe Tab. 10)

<sup>375</sup> Siehe Liem, Y. S. (2000), Strukturelle Veränderung des Arbeitsmarktes und deren Folgen (koreanisch), S. 1ff.

Grund des festen Einkommensgefälles zwischen Südkorea und den anderen asiatischen NIE darin, dass durch den aus den steigenden Leistungsbilanzdefizite resultierenden überbewerteten Won die kompensierende Wirkung der steigenden südkoreanischen Arbeitsproduktivität für die Güterexporte ausbleibt. Deshalb kann die an der Differenz zwischen den verschiedenen sektoralen Arbeitsproduktivitäten orientierten Balassa-Samuelson-These nicht zutreffen, da sich der (einheitliche) aktuelle Wechselkurs nicht nur völlig unabhängig von der Güterkaufkraft bewegen kann, sondern sich gerade der aktuelle Wechselkurs als entscheidender Währungspreis auf die Handelsbilanz auswirkt. (Vgl. Tab. 26)<sup>376</sup>

Im Hinblick auf das Wechselkurs- und Beschäftigungsverhältnis zeichnete sich folgende Entwicklung ab. (Siehe Tab. 27): Im beobachteten Zeitraum zwischen 1970 und 2001 führte die Stabilität des Wechselkurses mit Hilfe der Ankerung an US-Dollar zur kontinuierlichen Steigerung der Investitions- und Beschäftigungsvolumina. Die drohende Rezession wie beispielsweise im Jahr 1980 wurde hingegen durch eine starke Abwertung in Höhe von 36,3% zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit in den südkoreanischen Exportwaren begegnet. Dabei nahm Südkorea einerseits die mit einer starken Abwertung gebundenen steigenden Importe und die sinkenden Investitionsvolumina in Kauf. Ab 1982 wurde dann durch die disziplinäre Staatsbudgetbilanz die Währungsstabilität unterstützt. Interessant ist dabei, dass es Südkorea trotz der Rezession im Jahr 1980 gelungen ist, die gesamte Beschäftigungsmenge konstant zu halten. Dies ist damit zu begründen, dass die rechtzeitige, hohe Abwertung das Vertrauen für die Wiederherstellung der Investitionsdynamik verstärkt hat. Anderes Beispiel dafür ist die Boomperiode zwischen 1986 und 1989, in der sinkende Wechselkurse (ergo eine Aufwertungsphase) nicht nur den weiteren Anschluss zu der möglichen Nettogläubigerposition verpassten. Diese Periode stellte auch eine missgelungene Entperipherisierung dar. Denn in der späteren konjunkturellen Abschwungsphase (ab 1990) setzte sich die bisherige an den Mehr-Konsum und Mehr-Investitionen orientierten Politik fort, was schliesslich zu den dauerhaften Leistungsbilanzdefiziten führte. Der makroökonomische Preis, der aus der Wirtschaftspolitik resultiert, ist sehr hoch, zugunsten der Beschäftigungsmenge und zuungunsten des stabilen Wechselkurses, da sie einen Druck auf den aktuellen Wechselkurs (Bedingung für die spätere Währungskrise) darstellt.

Bezüglich der Beschäftigungsmenge und der Arbeitszeit ist festzuhalten, dass neben einem Quasi-Vollbeschäftigungsstand<sup>377</sup> zum einen die südkoreanische durchschnittliche Arbeitszeit als Reflex der niedrigeren Arbeitsproduktivität im Vergleich zu anderen asiatischen NIE höher waren. (Siehe Tab. 28) So ging in Südkorea auch in den 90er Jahren ein hohes Beschäftigungsniveau mit einer geringeren Arbeitsproduktivität im Vergleich zu den konkurrierenden NIE und den IL einher: Umgerechnet in US-Dollar wird Südkoreas durchschnittliche Arbeitsproduktivität zwischen 1995 und 1998 im Vergleich zum Bruttosozialprodukt in Höhe von 12.154 US-Dollar angegeben. Demgegenüber war die

---

<sup>376</sup> Zu den Entwicklungen der Lohnniveau-Indexierungen in den verarbeitenden Industrien von ausgewählten Ländern vgl. Park, D. J. (1987), a.a.O., S. 294

<sup>377</sup> Bereits ab 1984 lag die Arbeitslosigkeit durchschnittlich unterhalb von 4%. (Siehe Tab. 24)

Arbeitsproduktivität in Japan, USA, Taiwan, Singapur, Deutschland jeweils das 3,16fache, 2,43fache, 1,43fache 2,27fache und 2,75fache, obwohl in den verarbeitenden Industrien Südkoreas eine starke Annäherung bezüglich der Steigerungsrate der Arbeitsproduktivität der IL zu verzeichnen ist.<sup>378</sup>

Diese an dem Mehr-Einsatz der Arbeitsmengen orientierte Wirtschaftspolitik lässt nicht darüber hinweg täuschen, dass das stabile Einkommensniveau letzten Endes nicht garantiert werden konnte. Denn im Fall einer Wirtschaftskrise wie beispielsweise im Jahr 1997 wird ein Pro-Kopf-Einkommen um Jahre zurückgeworfen. Das Pro-Kopf-Einkommen im Jahr 2001 in Höhe von 8.900 US-Dollar war niedriger als im Jahr 1994. Auch stellte das an US-Dollar verankerte Wechselkursregime ebenfalls keine ausreichende Garantie für die stabile Einkommenssteigerung dar. Der Kompensierungseffekt gegen den Druck auf den aktuellen Wechselkurs durch die steigende Arbeitsproduktivität gelang daher nur teilweise: Während der festen Wechselkursphase - wie beispielsweise zwischen 1974 und 1979, als der Wechselkurs trotz des hohen Kapitalimportes auf 484 Won pro US-Dollar festgelegt wurde - stieg zwar die Arbeitsproduktivität. In dieser Periode konnte aber durch die steigende Arbeitsproduktivität ein realer Abwertungsdruck - und gleichzeitig über die Minderung der Handelsdefiziten - ein realer Einkommensverlust für die Lohnempfänger verhindert werden.<sup>379</sup> Das Jahr 1980 zeichnete sich dadurch aus, dass die Inflationsrate in Höhe von 28,70% die Steigerung der Arbeitsproduktivität übertraf, was sich vor allem aus den importierten Preissteigerungen ergab. Erst zwischen 1985 und 1987 stieg die Arbeitsproduktivität und der Reallohn parallel an. In dieser Periode ist das mit den Handelsüberschuss verbundene hohe Beschäftigungsniveau dem Umstand zu verdanken, dass der japanische Yen gegenüber dem US-Dollar wesentlich aufgewertet war und somit einen zusätzlichen Exportboom verursachte.<sup>380</sup>

Somit ist festzuhalten dass, die Rolle des südkoreanischen Arbeitsmarktes neben der exportorientierten Investitionspolitik auch als eine wichtige Variable für die Unterstützung des stabilen Einkommenszuwachses anzusehen war (und ist), da der Arbeitsmarkt anhand der an Mengeneffekte orientierten Wirtschaftspolitik nicht ausschliesslich als passive residuale Grösse aus der Einkommensbildung betrachtet wurde, sondern als aktive Pufferfunktion gegen den aus dem Kapitalimport resultierenden Aufwertungsdruck eingesetzt wurde, und zwar: -1) durch Mehrarbeit im Vergleich zu den konkurrierenden Asienländern: Die monatlichen Arbeitstunden betragen zwischen 1992 und 1996 durchschnittlich 211,88 Stunden, wobei die durchschnittliche (offizielle) Wochenarbeitszeit zwar im Laufe der Zeit sank, jedoch im Vergleich zu den anderen NIE höher lag (siehe Tab. 28), und -2) durch sinkende Steigerungsraten der Nominallöhne sowie -3) durch die moderaten Steigerungen der Arbeitsproduktivität: Zwischen 1991 und 1996 lag die Steigerungsrate der gesamten Industrie

---

<sup>378</sup> Siehe dazu „Internationaler Vergleich zur Produktivität 2000 (koreanisch)“, S. 5 und „Produktivität in der verarbeitenden Industrie und Internationaler Vergleich zu Lohnstückkosten 1998 (koreanisch)“, S. 14

<sup>379</sup> Vgl. Park, W. A. (1989), a.a.O., S. 28f.

<sup>380</sup> Siehe Park, W. A. (1989), a.a.O., S. 29

durchschnittlich bei 11%, obwohl diese Wertsteigerungsrate den Druck auf den steigenden Wechselkurs nicht verhindern konnte. (Siehe Abb. 30)

Bezüglich der Lagerbestände und des Wechselkurses innerhalb der Einkommensbildungsprozesse ist folgendes darzustellen: Eine geringfügige Zunahme der Lagerbestände bis Mitte der 80er Jahren stand der stark steigenden Zunahme der Lagerbestände seit Mitte der 80er Jahren gegenüber. Dabei diente die Abwertungsmassnahme dem Abbau der hohen Lagerbestände, so dass beispielsweise im Jahr 1980 eine hohe Abwertung in Höhe von 36,3% dem Lagerbestandsabbau in Höhe von 161,6 Mrd. Won gegenüberstand. Aus der Tatsache, dass in der Boomphase zwischen 1986 und 1989 eine Aufwertungstendenz und steigende Lagerbestände gleichzeitig auftraten, lässt sich daraus schliessen, dass es sich bei den steigenden Güterproduktionen anstelle der hohen Wertschöpfung um die an den Mengenexpansion orientierten Exportmengen handelte. Diese Gütermengenorientierung für die Exporte setzte sich bis zur Währungskrise fort. Seit Mitte der 80er Jahren bis zum Krisenjahr 1997 wies die Steigerungsrate der Lagerbestände zwar keinen dramatischen Charakter auf. Die gesamte Lagerbestandsmenge stieg aber in Südkorea ständig an. (Siehe Tab. 29) Einzige Ausnahme war im Jahr 1993, in dem eine kurzfristige Erholung eintrat. Ab 1994 zeichnete sich keine deutliche Zunahme der Lagerbestände ab. Somit kann man zwischen Mitte der 80er Jahren bis zum Krisenjahr 1997 von keiner dramatischen Zunahme der Lagerbestände sprechen, jedoch von einer kumulativen. So liefern die steigenden Lagerbestände bis zum Krisenjahr 1997 einen Indiz dafür, dass die Beibehaltung der hohen Einkommensbildung auf einer versteckten Rezession beruhe, in der hohe Lagerbestände durch den Einkommensbildungsprozess erzeugt wurden. Erst nach der Währungskrise zeichnete sich ein deutlicher Abbau der Lagerbestände ab. Dies liegt vor allem daran, dass sich die Abwertung des Won auf die Exportpreise auswirkte und somit eine Mengensteigerungen der Exporte ermöglichte. Trotz der niedrigeren Preise der gesamten Exportvolumina (umgerechnet in US-Dollar) hat der radikale Abbau der Lagerbestände nach der Währungskrise einen positiven Effekt zur Folge, in dem der schnelle Güterabbau wieder zu neuen Produktionen und folglich zur schnellen Erholung der gesamten Produktionsprozesse beitrug.

c)

#### *Interaktionsprozess der Einkommenskomponenten in Südkorea*

Werden die Entwicklungen der Profitrate seitens der Unternehmen betrachtet, kann man feststellen, dass während der überbewerteten Phase des südkoreanischen Won zwischen 1973 und 1979 auch die Profitrate der exportorientierten Firmen sank. Dann stieg sie im Laufe der Rezessionsjahre 1980. Besonders anzumerken ist, dass sich die vom Staat durchgeführten Abwertungsmassnahmen auf die Exportpreise niederschlugen, was sich auf die Profitrate steigernd auswirkte. Dies ist auf die Tatsache zurückzuführen, dass einerseits die Abwertungen in südkoreanischer Währung Won zu sinkenden Preisen



der Exportgüter in der hegemonialen Währung (nämlich US-Dollar) führte. Andererseits lag es auch daran, dass die Strategie der Weltmarkterweiterung zur Milderung der Aufwertungstendenz beitrug, wobei in dieser Phase die Niedrigpreispolitik für die Weltmarkterweiterung eine entscheidende Rolle spielte.<sup>381</sup> Zusätzlich festzustellen ist auch, dass im tiefen Rezessionsjahr 1980 und im darauffolgenden Jahr die Profitrate der exportierenden Firmen geringer als die Profitrate der am heimischen Markt orientierten Firmen ausgefallen war, was ebenfalls darauf schliessen lässt, dass es sich dabei um die Erweiterungsstrategie des Weltmarktanteils, jedoch nicht um die an Wertschöpfung orientierte Strategie handelte.

Die südkoreanische Investitionsquote, die zur Einkommensbildung erheblich beitrug, ist besonders hoch zu bewerten, da sie die Exportsteigerung und folglich eine Erhöhung des gesamtwirtschaftlichen Einkommens wesentlich beeinflusste.<sup>382</sup> Die Bruttoinvestitionsquote war in den gesamten Perioden - von den 70er Jahren bis Ende der 90er Jahre - sehr hoch, deren Entwicklung jedoch im Vergleich zu den hegemonialen Ländern schwankend war. Dies zeigt vor allem eine Studie von Kim Y.-C./ H.-C. Choi (2000), dass im Vergleich zu Japan und USA zwischen 1976 und 1996 eine höhere südkoreanische Investitionsquote den stark volatiblen Veränderungen der Investitionsquote gegenüberstand.<sup>383</sup> (Siehe Tab. 30) Dies stellte einen Entwicklungsbedarf dar, in dem die hohen Expansionsinvestitionen nicht nur die Suche nach der Gewinnerorientierung sondern auch eine Unternehmensreaktion auf den Druck für die Rückzahlung der aufgenommenen Auslandskredite darstellten. Dabei hob eine hohe Investitionsquote nicht nur eine essentielle Komponente für die stabile Erhöhung des Volkseinkommens sondern auch einen zwanghaften Charakter hervor, weil die vom Ausland aufgenommenen Kredite nur dann dem Vertrauen der ausländischen Gläubiger entspricht, wenn die Rückzahlungsfähigkeit zumindest aus der Sicht von ausländischen Kreditgebern dem stabilen Wirtschaftswachstum eingesetzt wurde. Dies gilt dann nicht mehr, wenn die auf die kumulativen Leistungsbilanzdefizite beruhende steigende Auslandsverschuldung die Exportfähigkeit des betroffenen Landes mindert. Aus diesem Grund stellt das asiatische Phänomen der *Overinvestment* in den 90er Jahren ein Kausalnexus für die Währungskrise dar, in der das Phänomen der *Overinvestment* nicht als die Ursache für die Währungskrise fungieren kann. Das Unternehmensverhalten zeichnet sich dadurch ab, dass die Auslandskredite als „heisse Kartoffel“ an die ausländischen Gläubiger fristgemäss zurückgezahlt werden müssen. Eine illiquide Situation in fremder Währung entsteht dabei, wenn dieses *Hot Money* die langfristig Investitionsprojekte finanziert, in denen die Marktlage von der früher kalkulierten Gewinnerwartung abweicht. In einer in harter Währung verschuldeten Ökonomie setzt die negative Differenz zwischen der Profitrate und dem Marktzinssatz ein

---

<sup>381</sup> Siehe Park, W. A. (1989), a.a.O., S. 32

<sup>382</sup> Da die südkoreanische Regierung bereits seit Anfang der 80er Jahre die Politik des ausgeglichenen Staatsbudgets praktiziert hat, ist in der Debatte über die Ursachen der Wirtschaftskrise Südkoreas Ende 1997 die Tatsache unumstritten, dass die Störung aus der staatlichen Finanzpolitik nicht als Ursache für die Wirtschaftskrise in Südkorea anzusehen ist. (auch nicht in anderen von der Krise betroffenen asiatischen Ländern)

<sup>383</sup> Kim, Y.-C./ H.C. Choi (2000), Eine Analyse der Wechselkursveränderungseffekte auf die Investitionen in den verarbeitenden Industrien (koreanisch), S. 15

Signal für die Gläubiger, so dass die Zahlungsfähigkeit der bisherigen Auslandskredite ins Visier genommen wird. Die sinkende Kapitalprofitrate ist deshalb auch eine Folge der hohen Auslandsverschuldung, weil die eingesetzte gesamte Währungsmenge grösser ist als die Zuwachsrate des Outputs. (Zu sinkenden Kapitalprofitraten in den 90er Jahren, siehe Tab. 24)

Werden die Entwicklungen der Bruttokapitalbildung und der Brutto-Investitionstätigkeit in den 90er Jahren betrachtet, stellt die gesamte Entwicklung folgendes dar: Zwischen 1990 und 1997 standen die hohen Bauinvestitionen den niedrigen Ausrüstungsinvestitionen gegenüber, obwohl die Ausrüstungsinvestitionen im Vergleich zu den hegemonialen Ländern wie Japan und USA höher lagen: Die konjunkturell abschwächende Phase zwischen 1991 und 1992 wies eine schwache Zuwachsrate der Brutto-Investitionstätigkeit und somit einen gemilderten Beitrag zur Einkommensbildung auf. Insbesondere ab 1992 standen die steigenden Zuwachsraten der staatlichen Bruttoinvestitionsanteile den sinkenden Zuwachsraten der privaten Investitionsausgaben gegenüber, was darauf schliessen lässt, dass die staatlichen antizyklischen Programme sowohl die binnenwirtschaftliche Konjunktur als auch die Bruttoinvestitionen unterstützten. Nach der Währungskrise belasteten solche von staatlicher Seite getragenen Investitionstätigkeiten zwar zunehmend gegenüber dem staatlichen Budget. Mit Hilfe der schnellen Rückkehr der Budgetüberschüsse ab 1999 hielt sich aber die Geldentwertungswirkung durch expansive staatlichen Ausgaben in Grenzen. Der Grund lag vor allem an der Rückkehr des stabilen Wechselkurses gegenüber US-Dollar, in dem der US-Dollar trotz des vollständig flexiblen Wechselkurssystems nach wie vor als Ankerwährung fungierte.

Von 1993 bis 1996 wies die Zuwachsrate der Bruttoinvestitionsvolumina durchschnittlich etwa 18,93% auf. Besonders auffällig ist, dass 1) der Baubereich im Jahre 1996 durch staatliche Aufträge unterstützt wurde; die Aufträge im Maschinenbau stiegen ebenfalls zwischen 1993 und 1996. 2) In den Jahren zwischen 1995 und 1996 war eine starke Abnahme der ausländischen Aufträge zu verzeichnen. Dies deutet darauf hin, dass in den betreffenden Jahren bereits die Preise im Maschinenbau erheblich gestiegen sind, was wiederum auf die Überbewertung des Won zurückzuführen ist. Die sinkenden Auslandsaufträge wurden dabei durch inländische Aufträge kompensiert. Somit hing die hohe Investitionsquote direkt mit der staatlichen Investitionspolitik zusammen, die jedoch gegen den aussenwirtschaftlichen Parameter (steigender Druck auf den Wechselkurs) nicht auf Dauer wirkte. Ende 1998 (nach dem Währungskrisenjahr 1997) wurden die Bauprojekte dabei ebenfalls in hohem Masse von Bankenkrediten in Höhe von 27% finanziert, was 13% des BIP entsprach. Ebenfalls wurde Ende 1998 der Anteil des Bauwesens innerhalb des gesamten Kapitalstocks auf 36% geschätzt.<sup>384</sup> Wird die Netto-Investitionstätigkeit in den 90er Jahren, d.h. die von Abschreibungen und Unternehmer-Gewinnvorbehalt abgezogene Investitionstätigkeit, berücksichtigt, bestand ihre Besonderheit darin, dass die Zuwachsrate der Nettoinvestitionstätigkeiten ab 1992 rapide sank. (Siehe Tab. 27) Insbesondere ab 1996 zeichnete sich

---

<sup>384</sup> Siehe Kim, K.-H. (2002), Korea: Could A Real Estate Price Bubble Have Caused the Economic Crisis?, S. 2

eine leichte positive Zuwachsrate im Vergleich zum Vorjahr ab und in dem Folgejahr der Währungskrise 1998. Dies spiegelte sich darin wider, weil der hohe Wertabschreibungsbedarf aus den bisherigen Investitionsanlagen die negative Zuwachsrate des Sachkapitalstocks zur Folge hatte, was dann zur geringeren Einkommenszuwachsrate bis 1998 in Südkorea führte. (Vgl. Tab. 20 und Tab. 27)

In Bezug auf den Zusammenhang zwischen den Kapitalprofitraten und dem Zinssatz in den 90er Jahren sind folgende Zusammenhänge erkennbar: Die geringe Differenz zwischen Kapitalprofitraten und Marktzinssätzen seit 1992 bezog sich darauf, dass die Unternehmen für die zunehmende Auslandsverschuldung (sei es als direkter Kreditnehmer aus dem Ausland, sei es als indirekter Kreditnehmer über den Hausbanken) als Träger fungierten. Die von Auslandswährung finanzierten Investitionstätigkeiten stossen spätestens ab 1992 auf sinkende Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals, obwohl die Marktzinssätze relativ konstant blieben. (Siehe Tab. 23)

Die staatliche Niedrigzinspolitik wirkte sich auf die Unternehmerverschuldungen aus, weil die Lücke im Investitionsbedarf trotz der kontinuierlich sinkenden Profitrate aus der ausländischen Währung (hier Weltwährung US-Dollar) geschlossen wurde. Somit stimme ich der These von Paul Krugman's Analyse insofern zu, wenn er argumentiert, dass die nicht-finanzierbaren Investitionen (dem höheren Gleichgewicht entsprechend) das Vertrauen der Kreditgeber voraussetzt. So wird hier eine These dargestellt: Wären solch hohe Investitionsausgaben ausschliesslich über eigene Währung finanziert worden, wäre die Rückkehr zu den niedrigeren gleichgewichtigen Investitionskurve zwar nicht vermeidbar, bleibt aber die Rückwirkung auf die hegemoniale Währung aus. Somit wäre die Währungskrise im Jahr 1997 zu vermeiden gewesen.

Betrachtet man die südkoreanischen Konsumausgaben, ist zu bemerken, dass sich bei der Einkommensverwendung der hohe Güterverbrauch in den 90er Jahren ähnlich wie in den 80er Jahren fortsetzte: Durchschnittliche nominale Zuwachsrate von 1980-1989 und 1990-1996 jeweils 15,7% und 16,9%. (Siehe Tab. 32) Zu bemerken ist auch, dass eine hohe Zuwachsrate der südkoreanischen Konsumausgaben ebenfalls einer hohen Veränderungsrate im Vergleich zum hegemonialen Land (USA) gegenüberstand. Ähnliches zeichnete sich in Japan aus, weil die privaten Anteile volatibler als die staatlichen Anteile reagierten. Dieser japanischer Fall kam aber vor allem zustande, weil die anhaltende japanische Wirtschaftsrezession nicht nur die Investitionsausgaben sondern auch die Konsumausgaben drosseln. Dagegen zeigte sich im Fall Südkoreas bis zur Währungskrise eine stabile Zuwachsrate der gesamten Konsumausgaben, wobei die Zuwachsrate der staatlichen Anteile und auch der privaten Anteile in den 90er Jahren stabil war. So zeigte sich dies zum einen, dass die staatliche Ausgabenseite für die Einkommensunterstützung eingesetzt wurde, wobei die Überbewertungslage des einheimischen Won trotz der In-Kaufnahme der dauerhaften Leistungsbilanzdefizite zur Mehr-Konsum in der gesamten Volkswirtschaft geführt haben musste. Zum anderen zeigt sich auch, dass ein von Kapitalimport induzierter Konsum- und Investitionsboom mehrere Jahrzehnte anhielt. Dies liegt daran, dass die überbewertete Währungslage des südkoreanischen Won sich günstig auf die Güterimporte aus dem

Ausland auswirkte, was wiederum den Einkommenszuwachs durch hohe Investitionsausgaben unterstützt hatte. In diesem Zusammenhang sprechen Heine und Herr (2003) auch von einer importorientierten Entwicklungsstrategie.<sup>385</sup> Allerdings nahm Südkorea eine drohende Währungs­krise durch solche Überbewertungsstrategie in Kauf. Im Krisenjahr 1997 und den darauf folgenden Jahren war eine starke Reduzierung der Konsumausgaben zu beobachten, was auf ein mit Einkommensrückgang und Unsicherheit verbundenes Konsumverhalten zurückzuführen ist. Erst nach der Erholung im Jahr 1999 zeichnete sich wieder ein stabile Zuwachsr­ate der Konsumausgaben ab.

---

<sup>385</sup> Siehe Heine, M./ H. Herr (2003), a.a.O., S. 686ff.

Im folgenden Abschnitt wird die aussenwirtschaftliche Politik und deren Auswirkung in Südkorea beschrieben. Der Zweck besteht darin, die Erfolgsgründe, in denen die aussenwirtschaftliche Komponente zur Einkommensbildung besonders beitrug, herauszufinden. Dabei wird mitberücksichtigt, inwieweit diese aussenwirtschaftlichen Entwicklungen aus Sicht der Einkommensbildung sowohl zur Währungskrise als auch zu deren Überwindungen beitrugen.

a) *Entwicklung der Handelspolitik und der Leistungsbilanz*

Die südkoreanische Wirtschaftspolitik zeichnete sich, wie bereits dargestellt, seit Anfang der 60er Jahre durch die gegenseitige Schaukelbeziehung zwischen Aussenhandelsorientierung und Investitionsausgaben aus. Die Aussenbeitragsquote innerhalb der Einkommensquote nahm neben den steigenden Investitionsausgaben ständig zu, wobei die Handelsdefizite bis zur Währungskrise im Jahr 1997 eher die Regel waren. (Siehe Tab. 33) Bis zum Beginn der Boomphase im Jahr 1985 stand ein hoher Exportanteil am Bruttoinlandsprodukt dem noch höheren Importanteil gegenüber.<sup>386</sup> Vor der Währungskrise 1997 zeigten sich lediglich zwischen 1986-1989 solide Handelsüberschüsse, was auf die sogenannten „drei niedrigen externen Faktoren“ zurückzuführen war. Dazu gehörten a) der niedrige Wechselkurs des Yen gegenüber dem US-Dollar und somit auch gegenüber dem südkoreanischen Won aufgrund des *Pegging*, b) niedrigere Ölpreise, die wiederum für die Produktion als wesentliche Rohstoffe und Energiequelle dienten, und schliesslich c) niedrige internationale Zinssätze.<sup>387</sup> Diese Politik des Wirtschaftswachstums mit Koppelung der Aussenhandelspolitik führte somit zur zunehmenden Aussenbeitragsquote. Dabei wurden die auf der Wachstumstheorie beruhenden Preiseffekte auf die Realsphäre in Kauf genommen. Denn durch die zunehmend hohe Beschäftigungssituation verschafften die importierten Kapitalzuflüsse (als Kehrseite der defizitären Leistungsbilanz) die überschüssige Nachfragesituation, die entweder in erhöhte Vermögenspreisen oder in einer Lohn-Preis-Spirale mündete, was wiederum tendenziell den Staat zu einer restriktiven Geldpolitik zwang. Damit muss die Behauptung, dass die Exportorientierung der hauptsächliche Erfolgsgrund für die Wirtschaftsentwicklung sei, relativiert werden, da die Reihenfolge umkehrt war: Auf exportorientierten Erfolg folgte kein Importsog, sondern erst nach dem Import kam die Exportmöglichkeit, so dass sie entwicklungsländer-typische aussenwirtschaftliche Störungen aufwies und dauerhafte Handelsbilanzdefizite manifestierte. Die omnipotente staatliche Politik, in der die

---

<sup>386</sup> Auf den ökonomischen Fakt, dass Südkorea bereits Anfang der 80er Jahre einen Exportanteil von 34% erreichte, wies Senghaas hin. (S. 261 von Senghaas (1982))

<sup>387</sup> Nach der Währungskrise zeichneten sich vor allem dank Reformanstrengungen und der stark gestiegenen Wechselkurse dauerhafte Handelsüberschüsse ab.

staatlichen Behörden von der Wirtschaftsplanung bis zum Eingriff in die Tarifautonomie ihre Interventionspolitik durchsetzten, konnte daran auch nichts ändern.<sup>388</sup>

Bezüglich der Handelspolitik kann die Exportpolitik folgendermassen zusammengefasst werden: Die seit der Industrialisierung praktizierte exportfördernde Politik wurde über die 80er Jahre hinaus bis heute (2002) beibehalten.<sup>389</sup> Die direkten Subventionen - wie beispielsweise steuerliche Begünstigungen, zollfreie Importmöglichkeiten von Rohstoffen und zinsgünstige langfristige Kreditmöglichkeiten – hatten in den 70er und bis Mitte der 80er Jahren eine wichtige Rolle für den Schutz der einheimischen Landwirtschaften und der strategischen Industrien, die im Laufe der Zeit in versteckte Form übergegangen sind. Dabei stellten die Verteidigungsstrategien, in denen hohe Schutzzölle eingerichtet waren, unentbehrliche Bestandteile für den Schutz einheimischer Landwirtschaften und Industrien dar. Diese sektorale Produktionsstrategie reduzierte zwar, wohlfahrtstheoretisch gesehen, in kurzer Zeit die gesamten handelbaren Warenmengen, aber wirkte sich für die Bewahrung der Exportfähigkeit und den Schutz des Einkommens von ländlichen Beschäftigten insgesamt positiv aus. Diese Möglichkeiten der geschickten selektiven protektionistischen Massnahmen stiessen während der WTO-Verhandlungen über die Zollsätze im Aussenhandel und der Eintrittsvorbereitung für OECD seit Anfang der 90er Jahre auf zunehmende Schwierigkeiten, was dann zum Teil zur Aufhebung der bisherigen Abschottungspolitik führte.<sup>390</sup> Die Tab. 34 zeigt, dass zwar die Netto-Exportsubventionen (*net export subsidies*), gemessen in Prozent pro US-Dollar, seit Mitte der 60er Jahre sanken. Diese direkten Subventionen wurden im Laufe der Zeit durch indirekte Steuern und zollfreie Importmöglichkeiten ersetzt. In den 80er Jahren (hier bis 1985) zielte die Exportpolitik vor allem auf den Schutz der einheimischen Industrien, wobei der Staat auf strategisch wichtigen Märkten als Verhandlungspartner mit ausländischen Handelspartnern zugunsten einheimischer Exporteure diente (*negotiator vis-à-vis major markets for access*).<sup>391</sup>

Zu den exportfördernden einzelnen Massnahmen gehörte auch eine unterschiedliche Behandlung der Importartikel, die zur Reduzierung der Importvolumen dienen sollten. Das sogenannte *Case-By-Case-* und *Fixed-Rate-Rabattsystem* für Exportprodukte, welches Südkorea von Taiwan übernahm und für Exportzwecke importierten Gütern den Rabatt gewährte, hat jedoch nicht verhindert, dass Südkorea vor der Währungskrise ausser zwischen 1986-1989 und 1993 einen Dauerzustand der Handelsbilanzdefizite aufweist.<sup>392</sup>

Bezüglich der Importpolitik schränkte die südkoreanische Regierung, nachdem der Staat Ende der 60er Jahre (genauer zwischen 1967 und 1968) die Importbeschränkungen im Wesentlichen aufgehoben

---

<sup>388</sup> Diese Tradition des starken Staates wird zwar im Laufe der Zeit (vor allem seit Mitte 90er Jahre) in einen demokratischen Entscheidungsprozess einbezogen. Dennoch findet man zum jetzigen Zeitpunkt (2003) immer noch einen starken staatlichen Führungsstil.

<sup>389</sup> So wird beispielsweise der einheimische Kreditzugang weiterhin mit der Exportfinanzierung gekoppelt; *'drawback system through the domestic letter of credit and automatic access to low-cost export finance'*. (Siehe Leipziger und Petri (1993), a.a.O., S. 33)

<sup>390</sup> Der Eintritt in die WTO und OECD vollzog sich Januar 1995 und Dezember 1996. Intensive Vorverhandlungen darüber wurden bereits seit Anfang der 90er Jahre geführt.

<sup>391</sup> Siehe Leipziger, D. M./ P. A. Petri (1993), a.a.O., S. 33

<sup>392</sup> Vgl. Wade, R. (1991), How to Protect Exports from Protection: Taiwan's Duty Drawback Scheme, S. 299ff.

hatte, bis Ende der 70er Jahre (genauer zwischen 1970 und 1979) wieder den Güterimport ein. Dann wurden in den 80er Jahren die Handelsbarrieren schrittweise aufgehoben, so dass Anfang der 90er Jahre bereits der Handel mit 95% aller Gütersortimenten (einschliesslich der Güter aus der verarbeitenden Industrie) liberalisiert war. Bei Betrachtung der importierten Güter ist es besonders bemerkenswert, dass der Anteil der sogenannten hochwertigen Güter aus Japan ständig stieg.<sup>393</sup> Dies lag vor allem daran, dass zum einen die Fixierung des Wechselkurses auf den US-Dollar faktisch gegenüber Japan wettbewerbsbenachteiligend bzw. überbewertend gewirkt hatte. Zum anderen zeigte sich dies auch darin, dass die Wirtschaftsverflechtung zwischen Japan und Südkorea asymmetrisch verlaufen war, d.h. dass der erhöhten Nachfrage nach japanischen Güterimporten der konstanten südkoreanischen Güterexporte nach Japan gegenüberstand.

Somit kann man die Handelspolitik seitens der südkoreanischen Regierung wie folgt zusammenfassen:

1) Der Staat setzte gegenüber den hegemonialen Ländern eine an der Einzelwirtschaft orientierte selektive Protektionspolitik durch, deren Durchsetzung jedoch im Lauf der 90er Jahren schwieriger wurde. Für die teilweise Aufhebung der bisherigen Abschottungspolitik spielte ein Druck der hegemonialen Länder auf die Öffnung des südkoreanischen Binnenmarktes im Zuge der GATT- und WTO-Verhandlungen (Anfang der 90er Jahre) und des Eintritts in die OECD (seit Dezember 1996 als Mitglied) eine grosse Rolle.

2) Die zusätzlichen Besonderheiten des Aussenhandels ergeben sich aus der strukturellen Dominanz der US-amerikanischen und der japanischen Gütermärkte. So lag der Anteil der beiden Länder am gesamten Volumen bei mehr als 50%. Genau genommen, erwiesen sich dabei die US-amerikanischen Märkte überwiegend als Absatzmärkte, die japanischen jedoch als Güterimport- und somit Investitionsgüterimportmärkte. Dies ist deshalb im Kontext des Währungswettbewerbs relevant, weil die Kopplung des Won an den US-Dollar (sei es während der Aufwertungsphase des US-Dollars gegenüber dem Yen aufgrund der verteuerten südkoreanischen Exportware, sei es während der Abwertungsphase aufgrund der verteuerten Importe aus Japan) tendenziell wiederum zur Überbewertung des Won gegenüber dem Yen geführt hatte, was neben der Differenz der Arbeitsproduktivität die wichtigste Ursache war, warum die Handelsdefizite gegenüber Japan kontinuierlich stiegen.

3) Besonders zu nennen ist auch, dass es Südkorea, anders als vielfach behauptet wurde, nur in vereinzelt Perioden gelang, einen Handels- und demzufolge Leistungsbilanzüberschuss zu erzielen, nämlich 1986 –1989, im Jahr 1993 und von dem Währungskrisenjahr bis heute. Diese dauerhaften Importüberschüsse in der Vergangenheit gegenüber dem Exportvolumen sind auch ein Ausdruck dafür, dass sich die südkoreanischen Handelsdefizite aufgrund der relativ geringwertigen Güterexporte trotz der mengenmässigen Steigerungen aus den teuer importierten Rohstoffen und aus den für Export notwendigen Investitionsanlagen ergeben. Dies ist in den hegemonialen Währungsländern anders, weil sie durch die hochwertigen Exportwaren gegenüber den billigeren Rohstoffen bzw. importierten Konsum-

---

<sup>393</sup> Siehe Leipziger, D. M./ P. A. Petri (1993), a.a.O., S. 33f.

und landwirtschaftlichen Güter dauerhafte Exportüberschüsse aufweisen. Somit wies die Devisenaufstockung für die Erweiterung des Exportvolumens einen zwanghaften Charakter auf.

b) *Auswirkung des Wechselkurses auf die Einkommensbildung in Südkorea*

Laut der Studie von Choi (1998) zeigten sich deutliche Änderungen des Wechselkurses auf die Einkommensbildung (hier Produktionsbildung) zwischen den 80er und 90er Jahren:<sup>394</sup> Die Abwertung des Won/US-Dollar-Wechselkurses bewirkte zwischen 1980-1989 eine insgesamt steigende Produktionsmenge der südkoreanischen Industrien und Branchen, wobei die Aufwertungen des Yen gegenüber dem US-Dollar in bestimmten südkoreanischen Industrien und Branchen wie beispielsweise in der Kleidungs-, Lederverarbeitungs-, Transport- und Maschinenbaubranchen (bzw. dessen Montierungsbranche) zu erhöhten Produktionsmengen führten. (Siehe Tab. 35) In den 90er Jahren bis zur Währungskrise (d.h. zwischen 1990-1996) zeigte sich ein umgekehrtes Verhältnis, weil die verhinderte Abwertung nicht nur zur abnehmenden Produktionsmenge führte, sondern die Stärkung des Yens gegenüber dem US-Dollar wirkte sich auch schwächend auf die Erhöhung der südkoreanischen Produktionsmenge. (Siehe Tab. 36) Darüber hinaus bewirkte die Abwertung des Won gegenüber dem US-Dollar zwischen 1980-1989 ab dem vierten Quartal eine positive Beschäftigungsmenge, wobei die Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar zu keinem eindeutigen Ergebnis führte. Dagegen zeigte die Abwertung des Won gegenüber dem US-Dollar keine positive Wirkung in Bezug auf die Beschäftigungsmenge.

Diese Ergebnisse bestätigen, dass in den 90er Jahren bis zur Währungskrise die in früheren Perioden praktizierte, moderate nominale Abwertungspolitik keine eindeutige Produktions- und Beschäftigungswirkung hervorrief. Deren Ursache ist auf eine aus dem steigenden Leistungsbilanzdefizit (bzw. steigenden Kapitalimport) resultierende überbewertete Won-Währungslage zurückzuführen, in der durch 'milde' Abwertungen solche Überbewertungen - und folglich deren Rückwirkung auf den Gütermarkt - nicht verhindert werden konnten. Die südkoreanische monetäre Behörde wollte sogar die starken Abwertungen nicht praktizieren, da die damit gebundenen 'billig' importieren Güter zunächst einen positiven Zusammenhang zwischen der Aufwertung und Produktionsmenge erzeugten. Dafür wurden die permanenten Leistungsbilanzdefizite in Kauf genommen.

Wird die Auswirkung der Wechselkursvolatilität auf die Investitionstätigkeit betrachtet, wirkt sich, wie in der Studie von Choi (2001) anhand der Granger-Kausalitätsüberprüfung (X-12, Season bereinigte ARIMA) gezeigt, die Wechselkursvolatilität (im Sinne der Wechselkursschwankungen vom

---

<sup>394</sup> Die vom 1. Quartal 1980 bis zum 4. Quartal 1996 verwendete Schätzgleichung  $q$  stellt sich wie folgt dar:  $q = \alpha REX + \beta Y + \gamma Y^F - \delta DUMMY + \eta E_j + \varepsilon$ . Dabei bezeichnet  $q$  die gleichgewichtige Outputmenge,  $REX$  den in Won ausgedrückten Realwechsellkurs,  $Y$  das durch X-11 ARIMA-Methode verwendete saisonbereinigte und gleichzeitig durch Hodrick-Prescott-Filter verwendete (trendbereinigte) inländische Volkseinkommen,  $Y^F$  deren hegemoniales Volkseinkommen,  $DUMMY$  1/0 eine hohe/niedrige Generalstreiksquote,  $\eta$  den in Yen ausgedrückten Dollarpreis und  $\varepsilon$  die Restgröße. (Siehe Choi, C. (1998), The Effects of Exchange Rate Fluctuations on Production and Employment, S. 19ff.)



Standardabweichungen des täglichen Wechselkurses) im Zeitraum zwischen dem ersten Quartal 1981 und dem zweiten Quartal 1998 negativ nach dem Ablauf des ersten Quartals auf die aus der Investitionstätigkeit resultierende Sachkapitalbildung aus. Dabei wirkt sich der Effekt insbesondere im Bereich des Maschinenbauwesens gegenüber den anderen Komponenten wie Transport-, Maschinen- und Bauwesen noch stärker kontraktiv aus. Auch die Wechselkurse haben sich negativ auf die Investitionstätigkeit ausgewirkt, wie in der gleichen Studie gezeigt, dass der Rückgang der Investitionsausgaben im Bereich von Maschinen- und Maschinenbauwesen noch stärker kontraktiv ausgefallen war. Dies lässt sich damit begründen, dass der starke Abhängigkeitsgrad des Maschinenbauwesens vom Importbedarf, welcher für die Warenproduktion und damit für die Exporte notwendig ist, sich viel empfindlicher auf die Änderungen des Wechselkurses auswirkt als andere Sektoren.<sup>395</sup> Somit zeigte sich anhand einer ökonometrischen Studie ebenfalls, dass seit Anfang der 90er Jahre die Überbewertungslage des südkoreanischen Won sowohl zu den zunehmenden Wechselkursvolatilitäten als auch zur Festigung der Leistungsbilanzdefizite führte, in denen diese Überbewertungslage zwar durch verschiedene sektoralen Industriepolitiken entgegenzuwirken versucht, aber nicht verhindert werden konnten.

### 3. *Rolle des Staates für die Einkommensbildung und Wirtschaftsentwicklung*

Die Rolle des Staates innerhalb der Einkommensbildung in Südkorea nimmt einen besonderen Stellenwert ein, der im folgenden Unterkapitel beschrieben wird.

#### a) *Staatliche Budgetentwicklung*

Zunächst ist die südkoreanische Staatsquote mit knapp über 21%, gemessen am BIP, im Zeitraum 1990-1999 erheblich niedriger als im Vergleich zu anderen OECD-Ländern, wie in Abb. 31 gezeigt. Dies rührt daher, dass in den IL die sozialen Ausgaben (Renten-, Beschäftigungs-, und Krankenversicherungsausgaben) der grösste Anteil sind, deren Ausgabenanteil in Südkorea bislang eine erheblich geringere Rolle gespielt hat. Somit ist anzunehmen, dass ein Anteil innerhalb der hohen Ersparnisquote in Südkorea (vor allem von privaten Lohnempfängern) auch die staatlichen sozialen Ausgaben im Sinne der IL ausmachen, wodurch die Lücke des staatlichen sozialen Ausgabenanteils geschlossen wird.

Die südkoreanische staatliche Budgetentwicklung wird dadurch charakterisiert, dass sie in den meisten Perioden (hier zwischen 1971-1999) entweder relativ geringfügige Staatsdefizite oder leichte Budgetüberschüsse aufweist. Lediglich in den Rezessionsphasen und in den Krisenzeiten werden erhöhte Budgetdefizite zugelassen, die jedoch mit 4 bzw. 5% relativ gering innerhalb der EL erscheinen: In Bezug

---

<sup>395</sup> Siehe Table2, "Correlation Coefficients between Exchange Rates and Investments", In: Choi, C. (2001), a.a.O., S. 183

auf die Einnahmeseite sanken die staatlichen Einnahmen in den Rezessionsphasen zwischen 1971-1974 geringfügig. Zu bemerken ist dabei, dass die Steuereinnahmen in dem Rezessionsjahr 1980 nicht gesunken war, was einen erhöhten Spielraum auf der staatlichen Ausgabeseite ermöglichte, was wiederum mit der damaligen Steuerreform, beispielsweise mit der Einführung der Mehrwertsteuer, zusammenhing.

Dem Aspekt der Ausgabenseite folgend stieg die Quote zwischen 1970-1982 jährlich um 9,2%, die jedoch zwischen 1982-1988 jährlich um 4,2% und im Jahr 1983 sogar um -3,0% sank. In den Rezessionsperioden (im Jahr 1972 und zwischen 1974-1975 sowie 1980-1981) waren dagegen die Budgetdefizite höher als 4%. Das Jahr 1982 kann als ein Wendejahr betrachtet werden, weil ab diesem Zeitpunkt bis zum Jahr 1988 die Staatsausgaben strikt konsolidiert wurden. So wurde, gemessen am BIP, im Jahr 1981 die Ausgabenseite mit 24% und im Jahr 1988 16% angegeben, was in diesem Zeitraum eine Umwandlung von Defiziten auf Überschüsse von 4% auf 1% bedeutete.<sup>396</sup> Zwischen 1986-1989 gab es daher staatliche Budgetüberschüsse, in denen die gestiegenen Steuereinnahmen den gesunkenen Ausgabenseiten gegenüberstanden. Im konjunkturell schwachen Jahr 1991 stiegen dagegen die Budgetdefizite auf unter knapp 2% vom BIP, wobei eine erhöhte Ausgabenseite einer gering gestiegenen Einnahmeseite gegenüberstand. Zwischen 1997-1999 gab es steigende Budgetdefizite, wobei sie im Jahr 1998 (nach der Währungskrise) mit 4% den höchste Stand der 90er Jahre erreichten.

Vom Aspekt der Finanzierungsquellen der Staatsverschuldung her waren sowohl die südkoreanische Staatsverschuldungsquote als auch die Staatsverschuldungssumme bezüglich der Auslandskredite in den 70er Jahren gemessen am BIP sehr hoch. Dabei stieg die Staatsverschuldung bis 1982 auf mehr als 30% vom BIP kontinuierlich an. Der Wendepunkt im Jahr 1982 hing - wie oben dargestellt - von der strengen Staatsbudgetpolitik zusammen. Von 1983 bis 1997 sank dagegen die Staatsverschuldung kontinuierlich, deren Abbau eine dauerhafte staatliche Budgetdisziplin darstellte. Zwischen 1997-1999 (im beobachteten Zeitraum) stieg zwar die Staatsverschuldung. Die Summe der staatlichen Auslandskredite bleibt jedoch konstant. Dagegen stiegen die staatlichen Bondemissionen als Finanzierungsquelle kontinuierlich, die ab dem Währungskrisenjahr 1997 neben der staatlichen Bürgschaftverschuldung eine wichtige Rolle für die Staatsverschuldung spielten.

Insgesamt entwickelte sich in Südkorea eine ausgeglichene Staatsbudgetlage, die vor allem aus der gut dosierten Fiskalpolitik zwischen diskretionäre und built-in Flexibilitätsmassnahmen resultierte: Bei der diskretionären Fiskalpolitik handelte es um eine Steuersatzänderungspolitik, in der sich das einkommensabhängige Steueraufkommen und Ausgaben auf das Volkseinkommen auswirkte. Es gab zwar die Phasen (in den 90er Jahren und Krisen- bzw. Rezessionszeit (1980 und 1997-1998)), in denen die aus den staatlichen Ausgabenprogramme resultierenden diskretionäre Massnahmen die staatliche Budgetlage belastete. Jedoch war die staatliche Budgetlage nach der Einkommensstabilisierung in der folgenden Periode ausgeglichen, ohne dabei die Staatsverschuldung zu erhöhen. Somit spielten die diskretionären Massnahmen in der Vergangenheit (bis Mitte der 90er Jahre) eher eine ergänzende Rolle

---

<sup>396</sup> Siehe auch Ko, Y.-S. (2000), a.a.O., S. 208f.

im Vergleich zur built-in Flexibilität, in der die automatische Reaktion der staatlichen Ein- und Ausgaben auf das Volkseinkommen aufgebaut wurde. Zu bemerken ist auch, dass das hohe Beschäftigungsniveau die antizyklische Wirkung erhöhte, was zu milden Schwankungen des Einkommensniveaus führte. Dennoch war (und ist) der Anteil des Einkommensteueraufkommens in Südkorea im Vergleich zu den IL geringer. Den einkommensstabilisierenden staatlichen Massnahmen entsprechend wirkte sich die staatlichen Ausgaben positiv auf die Einkommenserhöhung aus. Voraussetzung dafür war allerdings die dämpfende Funktion des Multiplikators bei variablem Steueraufkommen, deren Zusammensetzung aus der positiven Konsum- und Investitionsneigung sowie aus dem negativen Wert des Steuersatzes besteht. Dieser Multiplikator bei variablem Steueraufkommen wirkte sich (trotz hohem Beschäftigungsniveau) positiv auf die Einkommensveränderung aus und war höher als die Einkommenswirkung durch exogene Schocks wie beispielsweise erhöhte staatliche Ausgaben. Somit wurde einerseits eine Reduzierung (Erhöhung) der Einnahmeseite in der Regel durch eine Reduzierung (Erhöhung) der Ausgabenseite kompensiert. Andererseits wurden die durch die hohe Ausgabenseite hervorgerufenen Preis- und Wechselkurseffekte vermieden, so dass die staatliche Budgetdisziplin eingehalten wurde, die wiederum im bestimmten Umfang zur Geldwertstabilität der Won-Währung beitrug. Diese südkoreanische Fiskalpolitik war ein an die Wirtschaftsstabilität orientiertes erfolgreiches Beispiel. Dies bestätigt wiederum die herkömmliche Behauptung, dass die südkoreanische Währungskrise im Zuge der Asienkrise nicht auf die undisziplinierten staatlichen Budgeteffekten zurückzuführen ist.

b) *Private Ersparnisbildung und Staatsbudget*

Wird die gesamte Ersparnisquote zwischen 1953 und 1962 an der Sachkapitalbildungsquote gemessen, zeigt sich mit 10,5% ein sehr niedriges Niveau, dessen rein inländischer Anteil sich nach dem Abzug der Kapitalimporte (die sogenannte 'Ersparnisquote aus dem Ausland') in Höhe von 8,1% auf 1,4% belief.<sup>397</sup> Dies spiegelte wiederum ein entwicklungsländer-typisches Merkmal wider, in dem zwar aufgrund des Zuordnungsfehlers, in dem importiertes Kapital zu Sachkapital zugerechnet wurde, eine hohe Sachkapitalbildungszuwachsrates erzielt wurde, aber gerade aufgrund der hohen Verschuldungslage in hegemonialer Währung eine hohe Aufzerrung der Einkommensbildung und folglich ein niedriges Einkommensniveau zu verzeichnen ist. Zwischen 1970 und 1988 stieg die gesamte Ersparnisquote kontinuierlich von 18,2% auf 32,8%, gemessen am BIP. Von 1989 bis zur Währungskrise im Jahr 1997 stabilisiert sich die hohe Ersparnisquote mit durchschnittlich 35,9%. Wird die Nettoersparnisquote im Sinne der freiwilligen Nicht-Konsumausgaben betrachtet, zeigte sich ebenfalls zwischen 1970 und 1988 und zwischen 1989 und 1997 jeweils durchschnittlich mit 18,4% und 25,4%. Dies zeigt eine auf die Export- und Investitionsdynamik basierend steigende Einkommensbildung aus der Sicht der Aufteilungsseite. (Siehe Tab. 37)

---

<sup>397</sup> Chung, I.-Y. (1987), a.a.O., S. 97

Interessant ist dabei, dass sowohl hinsichtlich der gesamten Ersparnis als auch hinsichtlich der Nettoersparnis seit der Währungskrise bis heute (d.h. bis Ende 2001) eine deutliche Reduzierung der Ersparnisquote zu beobachten ist. Dies kommt daher zustande, weil sich die hohe Verschuldungslage neben den Mehr-Konsumausgaben zulasten der privaten Vermögensbildung ausgewirkt hatte. Dies zeigt sich vor allem dadurch, dass eine in inländischer Währung dargestellte stabile Einkommensbildung der Reduzierung des in US-Dollar umgerechneten Einkommensniveaus gegenübersteht. Vergleich man die Entwicklung der privaten Ersparnisquote auch mit der Entwicklung des sogenannten *BIP-Gaps*, weist der *BIP-Gap* laut Studie von Ko (2000) in der ersten Hälfte der 70er Jahre einen ausgeglichenen Wert (d.h. sowohl positiver als auch negativer) auf, in der zweiten Hälfte der 70er Jahre einen positiven und bis zur ersten Hälfte der 80er Jahre wiederum einen negativen sowie bis zum Krisenjahr 1997 wiederum einen positiven Wert auf, wobei insgesamt eine parallele Entwicklung zwischen privater Ersparnisquote und *BIP-Gap* zu beobachten ist.<sup>398</sup> Aufgrund der Tatsache, dass die südkoreanische Ersparnisquote in den 90er Jahren bis zur Währungskrise 1997 sehr hoch gewesen war, kann man daraus schliessen, dass in den 90er Jahren der hohe Beschäftigungs- und stabile Wechselkurseffekt zum steigenden privaten Vermögenszuwachsrate beitrug, wobei sich die Belastung der zunehmenden Verschuldung in US-Dollar ebenfalls in dieser Periode zunächst auf die erhöhten einheimischen Vermögenspreise auswirkte.<sup>399</sup> Nach dem Währungskrisenjahr 1997 ist aufgrund der Folgerezessionen zunächst eine hohe, dann eine sinkende private Ersparnisquote zu beobachten. Dies kann man damit begründen, dass sich aufgrund der Währungskrise die auf der gestiegenen Unsicherheit beruhende Geldhaltungspräferenz in Won-Währung gegenüber der Sachkapitalbildung in der privaten erhöhten Ersparnisquote niederschlug. So standen die sich vor allem aus der Vorsichtskasse ergebenden Geldhaltungspräferenz einer niedrigen Bereitschaft zur Geldaufgabe in den Investitions- und Konsumausgaben gegenüber. Dabei zeigte sich aber auch das Überwindungsmoment der Krise. Denn die relative Stärke der südkoreanischen Wirtschaft bestand gerade darin, dass es trotz der Währungskrise gelungen war, einen Massensexodus der südkoreanischen Währungsvermögen in den US-Dollar zu verhindern, wobei sich die starke Abwertungslage neben den Bestrebungen der jeweiligen Wirtschaftssubjekte, wie beispielsweise der Regierung, der Arbeitnehmer- und -geber letzten Endes auf die starken Handelsüberschüsse ausgewirkt hatte. Dies bedeutet, dass – trotz der Krise- die solide Ersparnisquote als wesentliche Finanzierungsquelle für die Investitions- und Exportstabilisierung letzten Endes zu einer schnellen Aufweisung in den hohen Leistungsbilanzüberschüssen beitrug.

Im Vergleich zwischen der privaten Ersparnis und dem staatlichen Budget in Südkorea das Jahr 1989 ein negativer Wendepunkt, weil die private Ersparnis zu sinken und die staatliche Ausgabenseite zu

---

<sup>398</sup> *BIP-Gap* ergibt sich laut Ko (2000) aus der Differenz zwischen dem realen Sozialinlandsprodukt und dem von Konjunktur bereinigten potenziellen BIP, was im Rahmen der *Life-Cycle*-Hypothese aus einem von der Konsumentenseite her betrachteten vorläufigen Einkommen resultiert. Dabei wird der Hodrick-Prescott Filter verwendet. (Siehe dazu Ko, Y.-S. (2000), a.a.O., S. 212)

<sup>399</sup> Auch die anderen von der Krise betroffenen asiatischen Länder wiesen eine hohe Ersparnisquote auf. (Siehe beispielsweise Corsetti, G./ P. Pesenti / N. Roubini, a.a.O., S. 17)

steigen anfang. Das auf der Feldsteins Analyse (1974) basierende Modell von Ko (2000) zeigt, dass sich ein neues staatliches Rentensystem, welches im Jahr 1989 durch den südkoreanischen Staat eingeführt wurde, auf die private Ersparnisquote ausgewirkt haben musste.<sup>400</sup> So wurde anhand der gleichen Studie von Ko (2000) zwischen 1970 und 1999 der Wirkungsgrad der staatlichen Budgetbilanz auf die private Ersparnis in Höhe von ca. 0,265% gemessen, was jedoch statistisch nicht als signifikant gilt.<sup>401</sup> Dagegen wirkte sich eine Erhöhung der staatlichen Konsumausgaben und der Ausgaben aus den Subventionen und dem Zahlungstransfer auf die sinkende private Ersparnis aus, und zwar um 1,723%.<sup>402</sup> Die obige Auswirkung betrug 1,458%, wenn die staatliche Budgetbilanz um 1% reduziert angenommen wurde. Dies gilt statistisch gesehen als signifikant. Dies führt zu einer Schlussfolgerung, dass sich die staatliche Konsumausgabenerhöhung in Südkorea in diesem Zeitraum für die private Vermögensbildung auch negativ ausgewirkt hat. Auch wirkte sich eine Erhöhung der staatlichen Investitionsausgaben in Südkorea auf die sinkende private Ersparnis aus: Unter der Prämisse einer konstanten Budgetbilanzlage einerseits und eines einprozentigen Budgetüberschusses andererseits betrug die Wirkung jeweils 0,723% und 0,458%. Dies gilt statistisch gesehen als nicht signifikant.

Da laut der Studie von Ko (2000) nach dem statistischen Wert, wie bei der Verzerrungsüberprüfung aufgrund der Einheitswurzel, die Hypothese des positiven Verhältnisses zwischen der privaten Ersparnis und der staatlichen Ausgabenseite nicht abgelehnt werden konnte, kann man darauf schliessen, dass dies bezüglich der Ausgabenseite eine sinkende private Ersparnisquote bewirkte.<sup>403</sup> Somit erwies sich die expansive Fiskalpolitik insbesondere in den Perioden zwischen 1975 und 1982 und zwischen 1989 und 1992 eine auf den *Crowding-out*-Effekt beruhende Verdrängung der privaten durch die staatlichen Aktivitäten, die jedoch insgesamt in der relevanten Periode zwischen 1970 und 2001 nicht essentiell die Einkommensbildung beeinträchtigt hatte.

### c) *Rolle des Staates innerhalb der sektoralen Entwicklungen*

Bis 1962 hatte Südkorea eine auf Importsubstitution basierende Entwicklungsstrategie als Weg zur Industrialisierung gewählt. Diese Strategie erwies sich schnell als nicht erfolgreich, da 1) Südkorea ein rohstoffarmes Land ist, wobei zu diesem Zeitpunkt der Binnenmarkt keine nennenswerte Bedeutung hatte und 2) die explizite Auffassung der auf der Investitionsdynamik basierenden Exportorientierung fehlte.<sup>404</sup> Ab 1962 gab es in der Wirtschaftspolitik einen Wendepunkt, weil das durch den Militärputsch an die Macht gekommene Park-Regime den sogenannten 'Fünfjahresplan' durchzuführen begann. Innerhalb

---

<sup>400</sup> Zu Feldsteins Analyse, siehe Feldstein, M. (1974), *Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation*, S. 905ff.

<sup>401</sup> In der Studie von Ko (2000) wurde die staatliche Ausgabenseite als konstant angenommen. Siehe dazu, Ko, Y.-S. (2000), a.a.O., S. 225

<sup>402</sup> Das staatliche Budget wurde ebenfalls als konstant angenommen. Siehe dazu, Ko, Y.-S. (2000), a.a.O., S. 225

<sup>403</sup> Dabei wurde die Johannsen'sche Kointegrationsgleichung verwendet (Siehe, Ko, Y.-S. (2000), a.a.O., S. 227f)

<sup>404</sup> Vgl. auch Jerger, J./ M. Piazolo (1992), a.a.O., S. 7

der Wirtschaftsplanung nahm dabei das exportorientierte Wachstumsziel einen besonderen Stellenwert ein. In der Wirtschaftstheorie setzte sich innerhalb der Entwicklungsdebatte bis Anfang der 80er Jahre die wachstumsorientierte postkeynesianische Richtung gegenüber der neoklassischen durch: Dabei wurden zugunsten der exportorientierten Wachstumsrate hohe Inflationsraten und Preisverzerrungen sowie strukturelle Verzerrungen in Kauf genommen, was jedoch im Kontext der Währungskrise als nicht relevant erscheinen, da die Währungskrise nicht in den 60er und 70er Jahren, sondern erst im Jahr 1997 auftrat.

Der Staat spielte dabei eine dominante Rolle für den Einkommensbildungsprozess anhand verschiedener Marktinterventionen: 1) Der Staat gab innerhalb der jeweiligen wirtschaftlichen Planperiode den besonderen strukturellen Schwerpunkt vor, welcher wiederum schliesslich dem Wirtschaftswachstum dienen sollte. Bis heute ist jedoch umstritten, ob die selektiven Interventionen zugunsten der Schwer- und Chemieindustrie Mitte der 70er Jahre zur Industrialisierung Südkoreas besonders beitrugen.<sup>405</sup> Unumstritten ist aber, dass die staatliche Interventionspolitik zur Missallokation bezüglich der wirtschaftlichen Strukturen führte, was einen wesentlichen Angriffspunkt neoklassischer Kritik ausmacht. Das bedeutete, dass sowohl der Banken- als auch der Industriesektor der selektiven Förderungsstrategie unterlagen, bei dem der Staat sich nicht nur massgeblich finanziell engagierte, sondern auch unmittelbar lenkend eingriff. Die in Südkorea typischen - den japanischen Konglomeraten *Keiretsu* oder *Kigyō Shudan* ähnelnden - *Chaebol* entstanden dabei im Zuge der Planperiode in den 60er Jahren.<sup>406</sup> Somit ist die Entstehung der südkoreanischen *Chaebol* mit der selektiven strukturellen Wirtschaftspolitik eng verbunden.

Noch relevanter für die Einkommensbildung erscheint mir dabei, dass es Südkorea durch solche industriefördernde Politik trotz der niedrigen Kapitalproduktivität und Wertschöpfung gelang, seinen Marktanteil des Welthandels zu erweitern. Das lag vor allem daran, dass einerseits die Wechselkurspolitik neben der staatlichen massiven Subventionspolitik und andererseits der enorme Arbeitseinsatz durch längere Arbeitszeit, gekoppelt mit einer moderat steigenden Arbeitsproduktivität, es ermöglichten, Exportgüter im Vergleich zu konkurrierenden Produkten aus dem Ausland durch günstige Preise abzusetzen. So ist die aktive Interventionspolitik der Automobilindustrie in Bezug auf die Investitionsprojekte während der Aufbau- und Etablierungsphase auf dem Weltmarkt ein eindrucksvolles Beispiel. Innerhalb der staatlichen Wettbewerbssituation mit dem Nachbarland Taiwan war die Markterweiterung auf Kanada und USA seit 1984 ein entscheidender Vorteil für die südkoreanische Automobilindustrie. Südkorea hat neben vielen einzelwirtschaftlichen Fördermassnahmen ähnlich wie Taiwan durch die unterbewertete Währung die Autoexporte unterstützt. Im Vergleich zu Taiwan war jedoch die kurzfristige Abwertungswirkung stärker, die auf die hohen Expansionsinvestitionen und folglich auf die höhere Hebelwirkung des Wechselkurses in der Autoindustrie zurückzuführen ist.<sup>407</sup>

---

<sup>405</sup> Siehe Leipziger, D. M./ P. A. Petri (1993), a.a.O., S. 13

<sup>406</sup> Siehe Pascha, W. (1997), Nachholende wirtschaftliche Entwicklung in Japan und Südkorea: Die Rolle der Industriepolitik, S. 193

<sup>407</sup> Vgl. Chu, Y.-H. (1994), The State and the Development of the Automobile Industry in South Korea and Taiwan, S. 125ff.

Die damit verbundenen gesamtwirtschaftlichen Kosten waren jedoch sehr hoch. Denn dabei unterlag die Politik der Währungssphäre der Industriepolitik für die Gütersphäre, d.h., dass bis Anfang der 80er Jahre ZB und GB ihre eigenständige Funktionsfähigkeit innerhalb des Wirtschaftssystems nicht bewahrten bzw. zum Teil darauf verzichteten.<sup>408</sup> Stattdessen mussten sowohl die ZB als auch die GB mehr oder weniger als verlängerter Arm der staatlichen Behörden fungieren, um das jeweilige Planziel zu erfüllen. Dabei machte die Finanzmittelbereitstellung für die exportierenden Industrien (bzw. Unternehmen) den Kernpunkt aus. Ein weiteres Merkmal in der Aussenwirtschaft war dabei erstens, dass Südkorea trotz des 'hoch gelobten' Erfolgsbeispiels einen ständigen Kapitalimport nebst andauerndem Leistungsbilanzdefizit aufwies. Schon daraus wird deutlich, dass die südkoreanische Währung Won unter Abwertungsdruck geraten musste. Und zweitens, dass sich der Erfolg solcher Abwertungspolitik der monetären Behörden in Grenzen hält. Denn trotz der Abwertungsmassnahmen gelang es nicht, die Fehlentwicklungen in der Aussenwirtschaft zu korrigieren, ausser zwischen 1986-1988, die jedoch im Wesentlichen auf die externen Faktoren, wie beispielsweise niedrige internationale Zinssätze, starker Yen gegenüber dem US-Dollar und niedrige Ölpreise zurückzuführen sind.

Wird die staatliche Wirtschaftspolitik gegenüber *Chaebol* in den 90er Jahren noch näher betrachtet, ist sie als 'undurchsichtig' und ambivalent zu bezeichnen. Der Staat steckte dabei in einem Dilemma. Denn die Marktanteile waren hinsichtlich des Aussenhandels-, Kredit-, Investitions- und Umsatzanteils so immens gewachsen, dass alle Versuche, mit denen die Übermacht der *Chaebol* eingeschränkt werden sollte, bis zur Wirtschaftskrise als gescheitert anzusehen sind. So sah sich der Staat Mitte der 90er Jahre mit anderen Konstellationen konfrontiert als in den 70er oder 80er Jahren, in denen die Wirtschaftspolitik des Staates insofern von den *Chaebol* abhängig war (und bis heute noch ist), weil sie für die Bildung des Einkommensprozesses im Produktionskontext eine unentbehrliche Rolle spielen: Die Beschränkungsmassnahmen des Eigenkapitalbesitzes und deren Umgang durch die *Chaebol* einerseits und die weitere Fortsetzung einer günstigen Finanzierung der *Chaebol* andererseits sind dafür typische Beispiele. Dabei führte die Industriepolitik seitens des Staates eine Art der *Stop-and-Go*-Politik durch. Die *Go*-Politik zur *Chaebol*-Unterstützung wurde mit dem Argument gerechtfertigt, dass sich im Falle des Konkurses von *Chaebol* der negative *Spillover*-Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Ebene übertragen würde. Und durch eine Einschränkung- bzw. Liberalisierungspolitik wurde die *Go*-Politik durch die *Stop*-Politik ersetzt. Dies führte dazu, dass die *Chaebol* in ihren Geschäftsentscheidungen insbesondere in Bezug auf Investitionsentscheidungen und deren Finanzierung der Maxime "*too big to fail*" folgten.<sup>409</sup> Diese tendenzielle Veränderung (bzw. Verzerrung) der Wirtschaftsstruktur darf m.E. jedoch nicht mit der

---

<sup>408</sup> So gesehen stimme ich zwar dem Argument von McKinnon, Shaw und Gurley insofern zu, als in Südkorea bis Anfang der 80er Jahre ein repressiver Finanzmarkt existierte. (Vgl. Fry, M. J. (1988), a.a.O., S. 16ff. und S. 240ff) Anders als in deren Argumentation wird aber in dieser Arbeit die Funktionsfähigkeit der ZB so aufgefasst, dass das Ziel der internen und externen Stabilität in eigener Währung verfolgt und dementsprechende Politik praktiziert wird, wobei dessen Ziel sich von anderen wirtschaftspolitischen Zielen wie beispielsweise Beschäftigung und Wachstum unterscheidet. Unter Funktionsfähigkeit der GB wird verstanden, dass GB in erster Linie mit der Kreditversorgung und -vernichtung beschäftigt sind, welche im Zusammenhang mit dem Zinssatz und der Profitrate stehen.

<sup>409</sup> Siehe Borenzstein, E./ J.-W. Lee (1999), a.a.O., S. 16

Wirtschaftskrise per se verwechselt werden, da es sich hier lediglich um die einzelwirtschaftliche Verzerrung im Unterschied zu der Währungskrise handelte.

Erst nach der Währungskrise wurde dann zusammen mit der Bankenreform eine Reform der Strukturen bezüglich *Chaebol* durchgeführt, in der einerseits starke finanzielle Beschränkungen der Verflechtungen der verschiedenen Wirtschaftszweige und andererseits durch eine weitere finanzielle Liberalisierungspolitik die einseitige Finanzierungsquelle durch *Chaebol* zu verhindern versucht wurde. Ausserdem wurde eine Eigenkapitalquotenveränderung im Bankengewerbe durchgeführt, was bis heute zur Eindämmung der faulen Kredite und zur positiven Gewinnlage der Geschäftsbanken und der Industrie beitrug.

In Bezug auf die strukturelle Politik gegenüber der Industrie ist der wichtigste Fehler seitens des Staates darin zu sehen, dass bis Ende 1996 (d.h. im Vorjahr der Währungskrise) ein wirtschaftspolitischer Wandel erreicht wurde, in dem eine angemessene Rolle der KMU etabliert worden wäre. Diese Problematik setzt sich bis heute fort. Denn die Rolle der KMU wird hinsichtlich des Wertschöpfungs- und Beschäftigungseffektes zwar seit langem als positiver und unentbehrlicher Beitrag zur Einkommensbildung angesehen. Aufgrund der von *Chaebol* dominanten strukturellen Verzerrungen ist es jedoch bis heute nicht gelungen, den KMU einen hohen Anteil am Investitions- und Exportvolumen zu sichern. Dies macht einen wesentlichen strukturellen Unterschied zur taiwanesischen Strukturpolitik aus, in der die KMU für die Investitions- und Einkommensbildung eine dominante Rolle spielten. Zwar wurde durch den wirtschaftspolitischen Wechsel zur Aufhebung des Schutzes von *Chaebol* die bis dahin geltende und praktizierte finanzielle Hilfe nun im Fall von finanziellen Schwierigkeiten nicht mehr gewährleistet. Dies wurde durch das Argument gerechtfertigt, dass sich die Wettbewerbsfähigkeit durch das Verlassen auf den Markt ohne staatliche Interventionsmassnahmen verbessert. Die steigende Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens kann allerdings nicht allein durch sektorale Wirtschaftspolitik erreicht werden. Ohne Mitberücksichtigung der damit verbundenen gesamtwirtschaftlichen Marktconstellationen (vor allem hier der Währungskonstellation) kann dies dem Staat nicht gelingen. Erst wenn eine Wirtschaftspolitik in Form des globalen und selektiven Protektionismus zugelassen wird, die im ersten Fall eine Unterbewertungsstrategie und im zweiten Fall die ergänzende Rolle der sektoralen Politik darstellt, kann diese Konstellation sich positiv auswirken.<sup>410</sup>

Die schrittweise Liberalisierung der Finanzmärkte seit Anfang der 80er Jahre ging bis in die 90er Jahre, wobei nach der Währungskrise im Jahr 1997 eine Beschleunigung zu beobachten ist: Im Wesentlichen wurden ab 1993 die Zinsbeschränkungen für Kredite und in den darauffolgenden Jahren 1994 und 1995 die für Depositen aufgehoben. Ab Dezember 1998 (nach der Wirtschaftskrise) wurde die staatliche Kontrolle sowohl in Bezug auf die Kreditallokation als auch in Bezug auf die Festsetzung der Kreditzinssätze gegenüber den GB und NBFi sowie in Bezug auf die Festsetzung der langfristigen Depositenzinssätze aufgehoben.<sup>411</sup> Überträgt man diese Bedingung auf den gesamtwirtschaftlichen

---

<sup>410</sup> Zur Unterbewertungsstrategie siehe auch Lüken gen. K. M. (1993), a.a.O., S. 125ff.

<sup>411</sup> Siehe Borenzstein, E./ J.-W. Lee (1999), a.a.O., S. 18



Kontext, bedeutet dies einen induzierten Kapitalimport aus dem Ausland und eine dauerhafte Existenz des *Curb*-Marktes. (Siehe Tab. 10)

Als das wichtigste Instrument für die Lenkung der Industriezweige galt die Allokationspolitik bzw. Verteilung des *'National Investment Fund'*, welcher 1974 eingeführt wurde. Dabei ging es um die selektive Kreditvergabe, mit der die dem jeweiligen periodischen Zweck dienenden Industriezweige besonders gefördert werden sollten. Die meisten GB waren bis 1980 in staatlichem Besitz, so dass der Staat nicht nur die verschiedenen verarbeitenden Industrien gezielt durch günstige Zinssätze förderte, sondern auch über Investitionsprojekte entscheiden konnte. Diese sogenannten „*Policy Loans*“ genossen vor allem die Unternehmen, die sich im Aussenhandel und in Grossprojekten betätigten, denn Erfolge waren hier nach kurzer Zeit – insbesondere in den Augen der Regierung - sichtbar.<sup>412</sup> Die niedrigeren Zinssätze im Vergleich zu den Marktzinssätzen produzierte dann auch eine permanente Überschussnachfrage nach Krediten, was wiederum mit einer dauerhaften Existenz des *Curb*-Marktes verbunden ist. Wird der Zinssatz des *Curb*-Marktes im Marktzinssatz mitgerechnet, ist der Marktzinssatz eine erhebliche Differenz zwischen dem offiziellen Bankzinssatz und dem Marktzinssatz. Bleibt nur der offizielle Marktzinssatz beschränkt, ist auch die Existenz eines geringfügigen Realzinssatzes (d.h. Differenz zwischen dem nominalen Marktzinssatz und der Inflationsrate) während der 70er Jahre sichtbar.<sup>413</sup> Erst ab 1982 gelang Südkorea ein aus der stabilen niedrigen Inflationsraten resultierender, (deutlich) positiver Realzinssatz, der vor allem der ab 1982 praktizierte Stabilitätspolitik zugrunde lag. Hinsichtlich der Bewertung der südkoreanischen Strukturpolitik ist die Tatsache zu beobachten, dass im Zeitraum zwischen 1970 und 1985 die „*Policy Loans*“ als öffentliche Kreditsubventionen innerhalb der gesamten einheimischen Kreditvergabe jahresdurchschnittlich 54,54% ausmachten. (Siehe Tab. 38) Unter besonders günstigen Zinsbedingungen wurden dabei Kredite an die Unternehmen vergeben, die im Aussenhandel – in erster Linie im Export - tätig waren., so dass die vor allem in den im Aussenhandel tätigen Unternehmen den niedrigsten Zinssatz genossen. Der restliche Anteil der „*Policy Loans*“ diente vor allem der Finanzierung der Schwer- und Chemieindustrie, deren öffentlich finanzierte Strukturen zum Teil die gesamte südkoreanische Wirtschaft bis heute beeinflussten, deren Anteil jedoch mit der Zeit sank:<sup>414</sup> Bis Anfang der 80er Jahre stieg der Anteil der „*Policy Loans*“ bis auf ca. 60% des gesamten privaten Kreditvolumens. Bis Mitte der 80er Jahre machte dieser Anteil über 50% aus. So machte bis Mitte der 70er Jahre der Zinsvorteil zwischen 5 und 10% aus. Bis Ende der 70er machte er ca. 3% aus. Ab Ende der 70er Jahren bis Mitte der 90er Jahren genossen die geförderten Industrien trotz des gesunkenen Zinsvorteils immer noch starke finanzielle Vorteile bei Investitionsprojekten. Erst nach der Währungskrise zeichneten sich im Laufe des IWF-Programms die marktüblichen Zinsbedingungen gegenüber den geförderten Industrien ab. Daneben gab es zwar die sogenannten speziellen *'Earmarked'*-Kredite, deren Empfänger KMU und die im Agrarsektor tätigen Unternehmen waren. Diese Kredite spielten jedoch eher eine Nebenrolle, weil

---

<sup>412</sup> Siehe Stern, J. (1995), *Industrialization and the State: The Korean Heavy and Chemical Industry Drive*, S. 66

<sup>413</sup> Siehe auch Milesi-Ferretti, G. M./ A. Razin (1999), *Current Account Deficits and Capital Flows*, a.a.O., S. 74

<sup>414</sup> Siehe Stern, J. (1995), a.a.O., S. 66

die KMU durch die selektive Kreditvergabe unter permanenter überschüssiger Kreditnachfrage litt und noch bis heute leidet.

Die südkoreanische Kreditallokationspolitik ist zu kritisieren, weil solche Kreditallokationen nicht nur zur strukturellen Verzerrung der südkoreanischen Industrien, sondern auch zur schwachen Wahrnehmung der Währungsstabilität führte, die aufgrund der Geldmengenorientierung sowohl nach innen als auch nach aussen schwer zu verteidigen war. Nach innen deshalb, weil die drohenden Preissteigerungen nicht an dem fixierten Geldmengenwachstum gehalten werden können und nach aussen deshalb, weil die aus den Kapitalimporten (bzw. Leistungsbilanzdefiziten) resultierte überbewertete Währungslage nicht durch Kreditallokationspolitik beseitigt werden kann.

Interessant ist dabei, dass in den 90er Jahren aus der Bewegungen der nominalen und realen Zinssätzen kein Zeichen der Instabilität erkennbar ist. Lediglich im Bereich der (Kapital-)Profitraten ist zu erkennen, dass sie ab 1995 rapide sanken. (Siehe Tab. 23) Dabei zeigte sich, dass diese sinkenden (Kapital-)Profitraten, wie oben bereits dargestellt, auf die mit den Kapitalimporten verbundenen, stark zugenommenen Inputs zugrunde lagen, deren Phänomen auch als *Overinvestment* bezeichnet werden können. Dabei standen die sinkenden (Kapital-)Profitraten der dauerhaften Niedrigzinspolitik seitens der südkoreanischen ZB gegenüber, was ein Indiz dafür liefert, dass die an Einkommenszuwachs orientierte Niedrigzinspolitik aufgrund der zunehmenden Kapitalimporte immer schwieriger wurde.

(1) *Die Finanzierung und Entwicklung im Industriesektor*

Innerhalb des verfügbaren Zeitraums zwischen 1970 und 1996 erfolgte die Fremdfinanzierung der Unternehmensgeschäfte (in erster Linie die Erweiterungsinvestitionen) und der (privaten) Investitionsausgaben seit den 70ern bis 1996 zum grossen Teil durch Bank- und Auslandskredite (einschliesslich der NBF). So betrug die Gesamtkreditquote vom Eigenkapital zwischen 1970 und 1984 und zwischen 1985 und 1996 laut der Studien von Borenzstein und Lee (1999) jeweils 35,3% und 28,6%, wovon die Anteile von Bankenkrediten wiederum jeweils 28,3% und 26,8% und die Anteile der direkten Auslandskredite jeweils 7,0% und 1,8% ausmachten.<sup>415</sup> Dabei darf die Reduzierung der direkten Auslandskredite von Unternehmen von 7,0% auf 1,8% nicht als Entdollarisierung interpretiert werden. Denn als Finanzquelle diente den grossen Unternehmen die Bankenkrediten, die im Zuge der Bankliberalisierung zur versteckten Kreditaufnahme der GB in harten Währungen (vor allem US-Dollar) aus dem Ausland führte. Dabei tauchte die Auslandsverschuldung der GB - vor allem aufgrund der bilanztechnischen Auffassung - zwar nicht direkt in der Bankbilanz auf, deren erheblichen Finanzierungsanteile jedoch entweder aus den in Südkorea ansässigen ausländischen Bankfilialen oder aus den im Ausland agierenden *Offshore*-Bankfilialen stammen. Der Grund für die bevorzugte Inanspruchnahme von Bankenkrediten lag, wie oben geschildert, nicht allein in der Niedrigzinspolitik

---

<sup>415</sup> Siehe Borenzstein, E./ J.-W. Lee (1999), a.a.O., S. 20

seitens der Regierung. Vielmehr hat die Beliebtheit der Auslandskredite im Zuge des festen Wechselkurssystems in US-Dollar dazu beigetragen, da dieser ebenfalls als äusserlich 'scheinbar' billiges Finanzmittel für die Unternehmen eine versteckte Dollarisierung zur Folge hatte. Damit musste man annehmen, dass der Kapitalimportüberschuss bereits seit den 70er und während der 80er Jahre die Hauptursache für den tendenziellen Abwertungsdruck war.

In Bezug auf die Entwicklung der *Chaebol* besteht der besondere Charakter darin, dass sich zunächst die Expansionen auf die Produktionsmengen anstatt auf die Wertqualität der Produkte konzentrierte, d.h. dass in der Anfangsphase eine Erweiterungsstrategie des Weltmarktanteils durch die Mengenexpansion anstelle der hohen Wertschöpfung vorantrieb. Dies erweist sich als ein länderspezifisches Erfolgsbeispiel Südkoreas. Im Rahmen einer Abwertungspolitik wurde dann nach der Weltmarkterweiterung die sukzessive Wertschöpfungspolitik ergänzt, wobei die aus der Mengenexpansion resultierenden Produkte zunächst durch eine starke Protektionsmassnahme wie beispielsweise hohe Zollsätze und dann durch eine zeitliche Verzögerung, die ihrerseits wiederum mit der moderaten Produktivitätssteigerung einhergeht, begleitet wurde. Dabei wurde eine strukturelle einzelne Industrieverzerrung in Kauf genommen.

Besonders auffällig sind die sogenannten hohen irrelevanten Diversifikationen der Produkte (*'unrelated Diversification'*) durch *Chaebol* ausserhalb der homogenen Produktionsgruppen im Vergleich zu anderen IL. Die irrelevanten Produkte der grossen Unternehmen betragen im Jahr 1989 57,1%. Dagegen machten beispielsweise die Produkte in Japan (1973) und USA (1969) jeweils 6,8% und 19,4% aus.<sup>416</sup> Dies spiegelt wiederum die einseitige Hilfeleitung für die Dominanz des Unternehmenswachstums seitens Südkoreas wider, indem ein geringfügiger Anreiz für die Spezialisierung der Produkte geschaffen wurde. Die hohe Land- und Immobilienbesitzquote der südkoreanischen Unternehmen im Vergleich zu IL liefert ein typisches Beispiel dafür, dass in der Vergangenheit für die Unternehmensstrategien - neben der unternehmerischen Aufgabe (sprich Produktions- und Wertschöpfungsprozess) - die vermögensorientierte Gewinnmaximierung (sprich: Immobilienspekulationen) auch eine wichtige Rolle spielte.<sup>417</sup> Die Gründe sind vor allem darin zu sehen, dass die an Wachstum orientierte staatliche Industriepolitik dazu führte, solche industriellen Strukturen von binnenwirtschaftlicher Markt-Übermacht der *Chaebol* zu festigen. Dabei spiegelte dieser Vorgang eine Art des marktlogischen Prozesses wider, innerhalb dessen *Chaebol* nicht nur die Kostenminimierung und Gewinnmaximierung anzustreben versuchten. Vielmehr stellten die leicht verfügbaren Kredite (inkl. Auslandskredite) keinen zwangsläufigen Wertschöpfungsprozesse in der Produktionssphäre dar. In diesem Kontext waren die Land- und Immobilienbesitze durch *Chaebol* zu sehen, die jedoch aufgrund ihres unproduktiven Wertschöpfungsverhaltens langfristig weiterhin zur sinkenden Profitrate beitrug. Das folgende Zitat beschreibt eine „positive“ Seite der Expansionspolitik der *Chaebol*, was jedoch im Sinne von

---

<sup>416</sup> Siehe Yoo, S. M. (1995), *Chaebol in Korea: Misconceptions, Realities, and Policies*, S. 18

<sup>417</sup> Nach dem Bericht der südkoreanischen Tageszeitung JoongAngIlbo am 27.02.03 wiesen die südkoreanischen Unternehmen im Vergleich zu Japan (30,7%) und USA (24,9%) bis Ende 2001 innerhalb der unternehmerischen Vermögensbilanzposten viel mehr Immobilienbesitz (45,2%) auf. (Siehe „Hoher Immobilienbesitz der südkoreanischen Unternehmen (koreanisch)“ In: [http://www.joins.com/...](http://www.joins.com/) geladen 27.02.03)

währungsgesteuerter langfristiger Gewährleistung der funktionierenden Produktionsökonomie ein Hindernis darstellte, da der Zinssatz als Steuerungsmechanismus behindert wurde:

“*In a rapidly growing economy, there continue to emerge many new markets which guarantee high rates of return for investments, especially when the markets are protected for foreign as well as domestic competition. Thus, the capital accumulated in the early phase of success combined with preferential supply of loans at the government-controlled credit market, can be easily switched into a new activity. In this process, managerial know-how and technological capability grow and often produce synergy effects, and entry regulations, if any, are often detoured at some costs. Thus, chaebol’s diversification simply reflects the process of rapid industrial restructuring in Korea... (O)perating a financial company significantly reduces the risks of business when financial sector suffers from market imperfections...*” (Yoo, S. M. (1995), a.a.O., S.19f., Klammer von M.B. zugefügt)

Zu bemerken ist, dass der koreanische Marktanteil auf dem Weltmarkt seit der Industrialisierung in den 60er Jahren ständig zunahm. So stiegen die Weltmarktanteile der Güter- und Dienstleistungsexporte zwischen 1970 und 2001 von etwa 0,29% auf 2,36%.<sup>418</sup> (Siehe Tab. 42) Die einzig stagnierende Periode war 1979/1980, was auf die Wirtschaftsrezession zurückzuführen war. Ab 1982 zeichnete sich dann wieder eine weitere Stabilisierung der Exporte ab, wozu neben der starken Abwertungsmassnahmen auch die Strukturreformen beitrugen.<sup>419</sup> Darüber hinaus wirkte die an Mehrarbeit (zunächst jedoch nicht an Mehrwertschöpfung) orientierte Wettbewerbsfähigkeit sich als zusätzlicher Effekt auf die südkoreanischen Produkte aus, die ihrerseits zu sinkenden Preisen auf dem Weltmarkt beitrugen. Die sinkenden Preise der Exportartikel können damit begründet werden,

1) dass es den Unternehmen gelang, die Angebotspreise auf dem Weltmarkt zu senken, die zur mengenmässigen Erhöhung des Exportvolumens beitrugen. Dies gelang dadurch, dass zwar in der gesamten Volkswirtschaft die Lohnzuwachsrate im Vergleich zu den normalen Profitraten stärker anstieg, was tendenziell eine Senkung des *Mark-up* zur Folge hatte. Die steigenden Lohnzuwachsrate der Exportgüter beliefen sich aber unterhalb der steigenden Arbeitsproduktivitäten der Exportgüter, was dann de facto zur relativen Verbilligung der Exportgüter führte. Dabei wurde die zeitweise Verletzung des *Law of one Price* vom Lohnsatzes zugunsten des Exportsektors zugelassen. Dies ist von temporärer Natur, da dank des relativ gut funktionierenden inländischen Geldsystems und folglich mit Hilfe des einheitlichen Effektes durch den gesamtwirtschaftlichen Geldzinssatz ein *Spillover* auf die anderen Industrien stattfand, obwohl selektive Kreditvergaben stattfanden. Dies sorgte dann mit der Zeit für die Angleichung des gesamten Lohnniveaus und somit die langfristige Gültigkeit des *Law of one Price* vom Lohnsatz.

2) dass der Staat durch die globale Protektion mit Hilfe einer Ankerung des heimischen Wechselkurses an den US-Dollar dies ermöglichte, da vor allem dadurch auf gewisse Dauer eine Schutzfunktion gegen die Preisschwankungen der Exportpreise übernommen wurde. Dennoch gelingt diese Unterbewertungsstrategie nur teilweise, da Südkorea in der Regel (ausser 1986-1989 und 1993) dauerhafte

---

<sup>418</sup> Zu dem Wert 0,296% im Jahr 1970, siehe „Table 4-8. Kore’s Market Shares”, In. Stern, J. (1995.), a.a.O., S. 84

<sup>419</sup> Zu den Strukturanpassungsprogrammen nach 1980, siehe auch Hannig, A. (1989), Südkorea nach 1980 – Modellfall der IWF-Anpassungspolitik?, S. 266ff.

Leistungsbilanzdefizite aufwies. Und zusätzlich wurden, je nach Situation der Überwertungslage, mehrmals starke Abwertungen durchgeführt, die gleichzeitig mit einer langsamen Lockerung des strengen festen Wechselkurssystems einhergingen.

3) und schliesslich dass der Staat durch selektive Protektion (einschliesslich der offenen Subvention) es den Unternehmen ermöglichte, den unter dem Punkt 1) beschriebenen Effekt zu verstärken, wobei als Instrumente der selektiven Protektion auch die langsame schrittweise Liberalisierung der Importbeschränkungen und die Zollsatzbehebungen zu zählen sind.<sup>420</sup> Dabei handelt es sich nicht um effiziente Allokation, sondern um den Schutz und die Festigung der einheimischen Industrie. So zeigt zum Beispiel die Entwicklung in der Automobilindustrie besonders deutlich, dass es Südkorea (trotz niedrigerer Produktivität im Vergleich zu den IL) im Anfangsstadium gelang, allmählich den Weltmarktanteil zu erhöhen.<sup>421</sup> Da die Arbeitskosten in Relation zu anderen Komponenten der Herstellungskosten stark sanken, deutet dies darauf hin, dass in der Aufbauphase der strategischen Industrien für die Erhöhung des Weltmarktanteils Lohnerhöhungen zurückgestellt wurden. Ab Mitte der 80er Jahre lag zwar das relativ niedrige Lohnniveau höher im Vergleich zu den anderen asiatischen NIE, wie beispielsweise Hongkong, Taiwan und Singapur. Dies darf aber nicht als komparativer Nachteil angesehen werden, da das hohe Lohnniveau im Bereich der exportierenden bzw. verarbeitenden Industrien als ein Marktergebnis der hohen Leistungsüberschüsse zwischen 1986 und 1989 zur Mehr-Verteilungsquote führte. Problematisch war aber in den 90er Jahren, dass das hohe Lohnniveau keinen Reflex der steigenden Leistungsbilanzdefizite darstellte. Die Ursache der steigenden Exportschwierigkeiten in den 90er Jahren lagen jedoch nicht am hohen Lohnniveau, sondern vielmehr am Verzicht auf die bisher praktizierte und gut dosierte protektionistische Strategie, wobei die Veränderungen der externen Einflüsse weiterhin den Effekt verstärkten. Zu den veränderten externen Einflüssen gehören vor allem die steigenden internationalen Zinssätze und die steigenden Rohölpreise sowie die steigenden Dollarkurse gegenüber dem Yen, was gerade eine umgekehrte (externe) Konstellation von der Periode zwischen 1986 und 1989 darstellte. Der Verzicht auf die bisherige protektionistische Strategie ergab sich aus der starken Reduzierung der Zollsätze und der auf Kapitalimporte beruhende Überbewertungslage.<sup>422</sup> Weil das hohe Lohnniveau nicht auf die o.g. negativen Effekte reagierte, blieb die Polsterfunktion der überbewerteten Währung Won auf die Exportfähigkeit Südkoreas aus.

Seit Anfang der 90er Jahre versuchte die südkoreanische Regierung der Dominanz der *Chaebol* entgegenzuwirken, deren oligopolische bzw. monopolistische Marktposition für die Funktionsfähigkeit

---

<sup>420</sup> Dabei ist zu bemerken, dass sich der südkoreanische Staat innerhalb der Investitionsauswahl in der Regel die Kontrolle vorbehielt, zugunsten der einheimischen Industrie und zuungunsten der konkurrierenden ausländischen Unternehmen zu entscheiden. Siehe Schumacher, D./ H. Willens (1990), Marktabschottungspolitiken wichtiger Schwellenländer und wirtschaftliche Entwicklung, S. 170

<sup>421</sup> Siehe dazu auch, „Tabelle 7: Internationaler Vergleich der Autoproduktionskosten“ und „Tabelle 8: Kosten der Autoproduktion in Korea“, In: Schumacher, D./ H. Willens, (1990), a.a.O., S. 77

<sup>422</sup> Somit ist Steglitz zuzustimmen, wenn er die zu schnelle Liberalisierung der südkoreanischen Märkte gegenüber den ausländischen Märkten in den 90er Jahren als ein Grund der südkoreanischen Wirtschaftskrise im Jahr 1997 diagnostiziert. (Siehe beispielsweise <http://www.chosun.com/w21data/html/news/200302/2000302240348.html> (koreanisch) heruntergeladen 24.02.03.)

des Wirtschaftssystems als hinderlich angesehen wurde, so dass es zu den sogenannten 'Octopus'-Regulierungen mit staatlichen Interventionen gegenüber der *Chaebol* kam.<sup>423 424</sup> Trotz einer ganzen Reihe von Regulierungen (und in den darauf folgenden Jahren weiteren Regulierungen wie beispielsweise der sogenannten 'specialization policy') hielt die dargestellte Struktur faktisch bis zur Wirtschaftskrise Ende 1997 (und sogar bis heute im Jahr 2002) an.<sup>425</sup> Zwar wurden in den 90er Jahren die gesetzlichen Beschränkungen auch auf die Kreditanteile der *Chaebol* angewendet. Jedoch hielten die *Chaebol* diese Vorschriften faktisch nicht ein, so dass beispielsweise die Kreditbeschränkung bezüglich der Eigenkapitalquote (*debt/equity ratios*) vor allem mit Hilfe der überkreuzenden Bürgschaften innerhalb eines *Chaebol* von 500% bis zum Zeitpunkt der Wirtschaftskrise nicht eingehalten wurde. Die Gründe dafür sind einerseits die von der *Chaebol* umgangenen Vorschriften bei der Finanzierung. Andererseits ist auch die inkonsistente strukturelle Wirtschaftspolitik seitens des Staates mit dafür verantwortlich. Diese wechselte von Periode zu Periode zwischen Regulierung und Deregulierung. Deutlich zeigte sich die *Stop* und *Go*-Politik gegenüber einer Liberalisierungspolitik seit Anfang der 90er Jahre: Als Alternative zur Regulierungspolitik traten seit Anfang der 90er Jahre die Politik des von Staat und *Chaebol* unabhängigen Finanzsektors, und somit die Liberalisierung des Finanzsektors, auf den Plan. Dabei stand dem Argument, dass das Investitionsverhalten durch die Liberalisierung 'marktgerecht' korrigiert werden könnte, dem Gegenargument gegenüber, dass zu befürchten sei, die *Chaebol* selbst würden sich im Zuge der Liberalisierung den Finanzsektor aneignen. So besaßen die 'Top'-10 *Chaebol* Ende 1989 offiziell 20% der sechs 'Top'-GB-Anteile. In den NBFi besaßen die *Chaebol* Ende 1989 bereits 31 NBFi. Der Grund bestand darin, dass die NBFi unter dem Einflussbereich der *Chaebol* sowohl aufgrund deren Finanzierungspolitik als auch aufgrund der lockeren gesetzlichen Vorschriften lagen. Dabei unterlagen die GB den strikten Bankenvorschriften, was dazu führte, dass die *Chaebol* hinsichtlich der Unternehmensfinanzierung die Umgangstaktik durch NBFi praktizierte: Der Regulierungsversuch seitens des Staates hatte seit Mitte der 80er Jahre dazu geführt, dass die *Chaebol* durch die Finanzierung von NBFi die finanziellen Beschränkungen im GB-Sektor umgehen konnten, da die Anteilsrechte der NBFi faktisch ausserhalb der Kontrolle der monetären Regulierungsbehörde lagen.<sup>426</sup> So ist es nicht verwunderlich, dass bereits Anfang der 90er Jahre die Forderung aufkam, dass sich die monetäre sektorale Politik anstatt auf

---

<sup>423</sup> In Südkorea wurden *Chaebol* aufgrund ihrer Diversifikationen in verschiedenen Produktionszweigen als 'Octopus' bezeichnet.

<sup>424</sup> Die wichtigsten Massnahmen wurde wie folgt aufgeführt: 1) – Regulierungen im Bereich des Markteintritts einschliesslich Lizenz-, Genehmigungsverfahren und Eigentum (2) – Regulierungen im Sinne eines 'credit control system', indem der Grundstückserwerb und die Investitionsausgaben der *Chaebol* beschränkt wurden, 3) – Koordinierung bezüglich überkreuzender Investitionen, 4) – Regulierung durch die Obergrenze der Kreditaufnahmen, wie beispielsweise durch das sogenannte 'basket control of credit supply', und Regulierung der 'equity investment'. (Über 'basket control' system; "The basket control of credit supply is the core element of the credit control system in Korea, which sets ceilings for bank loans to the 5 largest and 30 largest chaebol." Über die Regulierung der 'equity investment'; "The equity investment regulations based upon the Fair Trade Act prohibit direct cross ownership between a chaebol's subsidiaries, and allow for each subsidiary of a chaebol the equity investment in other domestic companies not exceeding 25% of its net assets." (Yoo, S. M. (1995), a.a.O., Fussnote, S.23) sowie 5)– schützende strukturelle Massnahmen der KMU.

<sup>425</sup> Nach der 'specialization policy' waren die 30 grössten *Chaebol* darauf angewiesen, die sogenannten 'core'-Industrien von ausgewählten Firmen vertreten zu lassen. (Yoo, S. M. (1995), a.a.O., S. 24)

<sup>426</sup> Vgl. Leipziger, D. M./ P. A. Petri (1993), a.a.O., S. 24f.

Beschränkungen der Anteilsrechte auf das Verhalten des Bankensektors konzentrieren solle:<sup>427</sup> Die wichtigsten Forderungen waren: - 1) die Unabhängigkeit der südkoreanischen ZB (BOK) vor allem vom Finanzministerium, wobei die ZB nicht als ein Instrument des *Lender of Last Resort* im Fall des Konkurses der *Chaebol* missbraucht werden sollte, sondern den GB die Geschäfte überlassen sollte, in denen sie eigene Verantwortung trugen. In Bezug auf die Industriepolitik sollte die Zinssatzobergrenze seitens des Staates mindestens zum Teil dereguliert werden. - 2) die einheitliche Kreditüberwachung durch *'Bank Supervision'*: Die Kredite der GB wurden vom *'Office of Bank Supervision'* überwacht. Die Kredite der NBFi wurden dagegen überwacht vom MOFE. Das Argument für ein einheitliches Kontrollorgan - wie etwa für die einheitliche Überwachung durch das *'Office of Bank Supervision'* - war, dass faulen Krediten (*Non Performing Loans*) dadurch effektiv begegnet werden konnte.<sup>428 429</sup>

Die übermächtige Position der *Chaebol* hinsichtlich der Kreditaufnahme setzte sich trotz solcher gesetzlichen Regelungen bis in die Mitte der 90er fort (und bis heute): So machte der Anteil der grössten 30 *Chaebol* innerhalb des gesamten Kreditvolumens (einschliesslich NBFi) im Jahr 1996 mehr als 40% aus. Dabei haben die *Chaebol* insbesondere seit Anfang der 90er Jahre ihre Schuldenquote ständig erhöht. So stieg beispielsweise das Verhältnis zwischen Schulden und Eigenkapital (*debt-equity ratios*) zwischen 1995 und 1997 von 286,6% auf 396,5%. Wird dieser gesamte Verschuldungsprozess mit dem Verschuldungsprozess in US-Dollar verglichen, in der sich Unternehmensfinanzierung sowohl über dem direkten Weg (als selbständige Verschuldungsträger) als auch über dem indirekten Weg (Kreditaufnahme durch die Finanzinstitute) erfolgen wurde, ist die starke zunehmende Verschuldungsquote des südkoreanischen Unternehmertums in US-Dollar zu beobachten. (Siehe Tab. 8) Insbesondere ab 1995 verschlechterte sich die Gewinnlage der Unternehmen nicht nur aus dem Druck der gesamten hohen Verschuldungen. Vielmehr stellte dies negative Hebelwirkungen dar, in der im Fall der negativen Gewinnerwartung die Kredite in US-Dollar zurückgezogen werden. So stand ab 1995 die sinkende Profite aus den investierten Vermögen (*return on assets*) stark gestiegenen Auslandsverschuldungen in US-Dollar gegenüber, was im Vergleich zu anderen Asienländern besonders auffällig war. (Siehe Abb. 32) Genauer betrachtet, ist diese Verschuldungslage deshalb besonders problematisch, da es sich dabei um eine Finanzquelle nicht in der eigenen Währung, sondern in US-Dollar handelt. Wenn man die Tatsache mitberücksichtigt, dass die einzelnen Firmen aufgrund der gegenseitigen Beteiligungen und Verbindlichkeitsbürgschaften (*cross-share holdings and cross-loan guarantees*) innerhalb der *Chaebol* in hohem Grad miteinander verflochten sind, wird nicht nur die Anfälligkeit hinsichtlich der Konkurswelle seit Beginn der 90er Jahren verstärkt, was sich in der sich verengenden Gewinnlage der Unternehmen und

---

<sup>427</sup> Siehe Leipziger, D. M./ P. A. Petri (1993), a.a.O., S.26

<sup>428</sup> Finanzspritzen für notleidende Kredite und damit verbundene Finanzmassnahmen wurden bis Ende der 80er Jahre mehrmals gewährleistet; sie betragen zwischen 1985 und 1988 ca. 9,8 Billionen Won.

<sup>429</sup> Diese Meinung vertritt auch die BIZ, dessen System als CAMEL-System bezeichnet wird. Nach CAMEL werden die Bankenrisiken hinsichtlich des Bankenkaptals, Vermögens, Managements und der Forderung (*equity*) und Liquidität eingestuft und beurteilt. (Siehe Leipziger, D. M./ P. A. Petri (1993), a.a.O., S. 29)

fehlerhaften Investitionspolitik der Business-Klasse deutlich zeigt.<sup>430</sup> Es ergibt sich darüber hinaus ein Bindeglied zwischen den Konkurswellen des Kreditsystems und der Liquiditätskrise in hegemonialer Währung, die sich ihrerseits vor allem aus den in hegemonialer Währung aufgenommenen Krediten ergibt. So wurde in der Berechnung des Kapitals (als Aktiva) und der Gewinnprognose (als zukunfftige Stromgrösse) das Schuldenniveau aus dem Ausland viel niedriger bewertet als dies tatsächlich der Fall war. Hinzu kam der Preisverfall der Exportgüter Mitte der 90er Jahre, welcher die Bilanzposition der *Chaebol* bzw. der Unternehmen in Südkorea weiterhin belastete.

Die zunehmende Schwierigkeit der Unternehmensbilanzseite drückt sich dadurch aus, dass insbesondere von Anfang der 90er Jahre bis zur Währungskrise vor allem die ‘durchschnittliche’ Profitrate (*average return on equity*) des eingesetzten Kapitals, dessen finanzielle Quelle aus dem Ausland stammte, trotz des günstig vergebenen Zinssatzes zu den *Chaebol* ständig sanken, was sich in der sinkenden Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals (*marginal efficiency of capital*) widerspiegelt.<sup>431</sup> Dabei ist in den 90er Jahren eine kontinuierliche Zunahme der Kreditanteile der 30 grössten *Chaebol* innerhalb des gesamten unternehmerischen Kreditvolumen beobachtbar. So nahm deren Kreditquote zwischen 1986 und 1996 von 27,2% auf 40,3% zu, wenn gleich sich die Kreditquote nicht stabil erwies.<sup>432</sup> Der Zusammenhang zwischen der Verschlechterung der Unternehmensbilanzseite und der zunehmenden finanzielle Schwierigkeit in US-Dollar setzte dabei einen Verschuldungsprozess in US-Dollar voraus. Somit muss die These, in der die fehlerhaften Kreditallokation die Ursache der Währungskrise sei, korrigiert werden, da diese strukturelle Kreditallokationsentscheidung seit dem südkoreanischen Industrialisierungsprozess existierte. Vielmehr liegt die Ursache der finanziellen Anfälligkeiten an demverstarken Verschuldungsprozess in US-Dollar in den 90er Jahren, welcher sich sowohl aus der direkten unternehmerischen Kreditaufnahme aus dem Ausland als auch aus der Kreditaufnahme über dem Bankensystem ergab. So stieg innerhalb der Finanzierungen (Bankenkredite, Kredite von NBFIs, Interne Reserve und Bondfinanzierung sowie direkte Auslandsverschuldung) die Verschuldungsquote über den Unternehmensanleihen gegenüber der direkten Auslandsverschuldung und der gesamten Bankenkredite deutlich zu. Aufgrund der Tatsache, dass die Finanzierung der Unternehmensanleihen ebenfalls durch GB und NBFIs versorgt wurde, musste man davon ausgehen, dass der US-Dollar den südkoreanischen Won viel stärker verdrängte.<sup>433</sup> (Vgl. Tab. 8)

## (2) *Entwicklung des Finanzsektors und Auslandsverschuldung*

Die Entwicklung im Finanzsektor war in der Vergangenheit in Südkorea, wie oben geschildert wurde, mit der Entwicklung im Industriesektor gekoppelt. So stammte bis 1988 ca. die Hälfte der finanziellen

---

<sup>430</sup> Siehe Borensztein, E./ J.-W. Lee (1999), a.a.O., S. 16

<sup>431</sup> Siehe dazu Borensztein, E./ J.-W. Lee (1999), a.a.O., S. 22 sowie Corsetti, G./ P. Pesenti/ N. Roubini (1998), a.a.O., S.14

<sup>432</sup> Siehe dazu ‘Table 5. Total Credit Extended to Thirty Major Conglomerates’, In: Borensztein, E./ J.-W. Lee (1999), a.a.O., S. 17

<sup>433</sup> Zu den Unternehmensfinanzquellen zwischen 1975 und 1996 vgl. ‘Table 3. Source of Funds Raised by the Corporate Sector’, In: Borensztein, E./ J.-W. Lee (1999), a.a.O., S. 13



Mittel für den Industriesektor aus dem Bankensektor (einschliesslich der NBFIs), darüber hinaus in Höhe von 20 bis 25% aus Auslandschulden und ca. ein Viertel aus Aktienemissionen. Ein grosser Teil der Bankenkredite wurde zwar durch das 1974 eingeführte *'credit control system (CCS)'* überwacht, was die staatliche Überwachung der Bewegungen des Kreditvolumens und der industriellen Kreditnehmer beinhaltete, wobei dieses Überwachungssystem trotz der schrittweisen Liberalisierung seit 1974 faktisch bis Anfang der 90er Jahre existierte.

Gemessen an der Vermögens- und Eigenkapitalseite verschlechterte sich die Bilanzseite des Finanzsektors kontinuierlich seit Anfang der 90er Jahre, die mit der Gewinnentwicklung im Industriesektor eine Parallelität aufweist. Diese Verschlechterung der Rentabilität des Finanzsektors ist deutlicher, wenn man den Vergleich zu den in Südkorea ansässigen ausländischen Banken zieht. Wird die Bilanz mit den faulen Krediten verglichen, so wird nicht ersichtlich, dass die faulen Kredite seit Mitte der 90er besonders stiegen. Vielmehr sank die Quote der faulen Kredite von 7,4% im Jahr 1993 auf 4,1% im Jahr 1996 und stieg erst im Jahr der Wirtschaftskrise 1997 leicht an. Somit ist die Behauptung, die Wirtschaftskrise sei auf die steigenden faulen Kredite zurückzuführen, nicht eindeutig zu belegen. Es bestätigt sich lediglich die angespannte Finanzlage aus der Quelle in US-Dollar.

Ein besonderes Merkmal der Kreditgeschäfte seitens der Kreditinstitute war die starke Zunahme der ausländischen Finanzierung, genauer gesagt des Anteils der durch Auslandsbranchen zufließenden Finanzierung, den sogenannten *'Account Position of Overseas Branches'* und *'Offshore Funds'*, die in der einheimischen Forderungs- und Verbindlichkeitskonten nicht erfasst wurde. Dabei stieg die Finanzierung durch die NBFIs (wie beispielsweise *merchant banks*) ebenfalls rapide an, weil die Vorschriften der Bankenaufsicht bezüglich der Unternehmensfinanzierung (vor allem *Chaebol*) umgangen werden konnten: Die Auslandschulden der einheimischen Kreditinstitute (einschliesslich der *'overseas subsidiaries'* und *'foreign branches'*) stiegen von 40 Mrd. US-Dollar Ende 1993 auf 106 Mrd. US-Dollar Ende September 1997, so dass Ende September 1997 der Anteil innerhalb der kurzfristigen Auslandschulden (*external liabilities*) mehr als 60% ausmachte.<sup>434</sup> (Dies ist eine bezeichnende charakteristische Bedingung für den Ausbruch einer Währungs- bzw. Verschuldungskrise). Ende Dezember 1997 zeigte sich auf der Bilanzstruktur dementsprechend, dass die kurzfristigen Vermögen der GB nur 55% der kurzfristigen Verbindlichkeiten ausmachten, (die *'merchant banks'* allein 25%) Damit führte die Anfälligkeit der kurzfristigen Auslandschulden in US-Dollar, die wiederum hauptsächlich von Kreditinstituten vergeben wurden, zur am Bankensystem verbundenen Währungskrise (Finanz- und Währungskrise), in der die Kreditinstitute als Verschuldungsträger in US-Dollar auftraten.<sup>435</sup>

Ein zusätzliches Merkmal der Finanzierungsquote für die Unternehmensinvestitionen ist, dass sich innerhalb des Finanzsektors im Zuge der Liberalisierung das Verhältnis zwischen den GB und NBFIs veränderte. So wurde der Finanzierungsanteil seitens der Unternehmen durch die NBFIs zwischen 1970 und 1992 von 21,8 auf 55,6% erhöht. Diese Veränderung kommt vor allem deshalb zustande, weil bei

---

<sup>434</sup> Siehe Baliño, T. J./ A. Ubide (1999), *The Korean Financial Crisis of 1997 – A Strategy of Financial Sector Reform*, S. 19f.

<sup>435</sup> Siehe Baliño, T. J./ A. Ubide (1999), a.a.O., S. 23

den GB unter den strengeren gesetzlichen Regelungen hinsichtlich der Depositen- und Kreditgeschäfte, das Überwachungsorgan ZB selbst beteiligt war. Bei den NBFI gab es dagegen lockere gesetzliche Regelungen, bei den Überwachungen war ein anderes staatliches Organ, das MOFE beteiligt. Die Währungskrise führte dann zu einem Rückgang der Finanzierungsquote der NBFI, welcher sowohl auf die Suspendierung der krisengeschüttelten NBFI und auch auf ein wesentlich strengeres einheitliches Überwachungsorgan, das Kreditüberwachungsorgan *'Office of Bank Supervision'*, zurückzuführen ist.

### C. Monetäre Entwicklung im Zuge der Wirtschaftskrise

In diesem Abschnitt wird anhand des oben entwickelten Erklärungsmodells für die Wirtschaftskrise die monetäre Entwicklung seit Anfang der 90er Jahre in Südkorea untersucht. Nach dem Ursachenerklärungsversuch wird dann die Umsetzung des IWF-Hilfsprogramms betrachtet und das Programm selbst anhand des bisher entwickelten theoretischen Inhalts kritisch überprüft. Dabei wird inhaltlich zwischen dem auf dem Kapitalimport beruhenden Dollarisierungsprozess als indirektem Druck auf den Wechselkurs einerseits und dem direkten Druck auf den Wechselkurs andererseits differenziert. Im Fall des direkten Drucks eröffnet sich eine Möglichkeit für Währungsangriffen.

#### 1. *Dollarisierungsprozesse anhand der Bilanz der BOK (Bank of Korea) und der Kreditinstitute in Südkorea*

Nachfolgend werden die Dollarisierungsprozesse untersucht, die anders als in den lateinamerikanischen Ländern, versteckt abgelaufen sind, jedoch eine chronische Währungssubstitution der einheimischen südkoreanischen Währung durch den US-Dollar darstellten.

##### a) *Entwicklungen der Bilanz der BOK*

Werden zunächst die Passiva der BOK-Bilanz betrachtet, sind folgende Punkte besonders auffällig (Siehe Tab. 39): 1) die Entwicklung des Verhältnisses zwischen den einheimischen Verbindlichkeiten und den „Fremdwährungsverbindlichkeiten“ (*Foreign Liabilities*), zu denen beispielsweise die Depositen aus dem Ausland (*Nonresident's Deposits*), Sonderziehungsrechte des IWF (SZR) und Verbindlichkeiten aus sonstigen internationalen Finanzinstituten (*Liabilities to international financial institutions in security*) gehören, 2) die Entwicklung des Verhältnisses zwischen fremd- und einheimischen Währungsdepositen, und 3) die Rolle der Stabilization Bonds innerhalb der einheimischen Verbindlichkeitskonten.

Zu 1): Im beobachteten Zeitraum zwischen 1982 und 2001 stieg der Anteil der Fremdwährungsdepositen innerhalb der Depositenposten in BOK-Passiva - wenn gleich schwankend - ständig zu: Von 2,49% auf 57,89%. (Siehe 5. Spalte in Tab. 39) Die Depositen der ausländischen Bürger in Südkorea (Nonresident's Deposits), die vor allem von den im Ausland lebenden Exil-Koreaner auf die südkoreanischen GB gutgeschrieben wurde, machten trotz Schwankungen den Löwenanteil innerhalb der Fremdwährungsverbindlichkeiten aus (Siehe 6.-8. Spalten in Tab. 39) Insbesondere nach der Währungskrise (1997 – 2000) spielte sie für die Devisenaufstockungen eine grosse Rolle, was als Beitrag für die Lockerung der Liquiditätskrise in US-Dollar angesehen werden kann.

Der Anteil der SZR innerhalb der Fremdwährungsverbindlichkeiten sank zwischen 1970 und 2001 von 36,49 auf 1,34%. (Siehe 9. Spalte in Tab. 39) Dabei ist zu bemerken, dass die SZR laut der Vereinbarung mit dem IWF zwar in den Bilanzposten als Verbindlichkeiten vermerkt sind, aber im IWF-Hilfsprogramm ist vorgesehen, dass sie in der Krisenzeit durch Zusage des IWFs dem Verfügungsrecht zugeteilt werden, so dass sie nach der Kreditaufnahme beim IWF automatisch einen sehr geringen Anteil an den IWF-Bilanzposten im eigenen Land ausmachen. Nach Ablauf der Tilgungszeit ist dagegen aufgrund der Vereinbarung mit IWF eine Aufstockung in den Verbindlichkeiten zu verzeichnen. So hatten die IWF-Hilfen in den Jahren 1980 bis 1986 zur Folge, dass die SZR einen relativ geringen Anteil ausmachten, während ab 1987 bis zum Vorkrisenjahr 1996 ein höherer Anteil zu verzeichnen war. Auch die Mittel aus den SZR, deren Tilgungen bis heute nicht abgeschlossen sind, wurden nach Empfang der IWF-*Bail-out*-Mittel im Krisenjahr 1997 ausgeschöpft. Hingegen blieb die Summe der Verbindlichkeiten gegenüber den internationalen Finanzorganisationen insgesamt im beobachteten Zeitraum (1970-2001) konstant.

Zu 2): Hinsichtlich der Verbindlichkeiten in Depositenform ist zu erwähnen, dass sich deren Anteil sich sowohl aus der Mindestreservepflicht als auch aus den Abweichungen von tatsächlich reservierten Depositen ergibt. Werden dabei die Abweichungen ignoriert, wird die Depositensumme in Passiva vom Mindestreservesatz abhängig. Dabei wird zur Vereinfachung der Mindestreservesatz auch in sonstigen Kreditinstituten gleichgesetzt und gleichzeitig mitberücksichtigt, dass der Mindestreservesatz von Won-Währung höher als der in harten Währungen sein musste. Beispielsweise waren bei der Won-Währung die Mindestreservesätze bei Depositenbanken von August 1990 bis April 1996 11,5%, von April 1996 bis November 1996 9,0%, von November 1996 bis Februar 1997 bis Ende 1999 2,0%. Dagegen lagen die Mindestreservesätze bei ausländischen Währungen im gleichen Gesamtzeitraum bei 1%, wobei die Mindestreservesätze in einheimischen Depositen in fremden Währungen noch höher waren.<sup>436</sup> Das tatsächliche Verhältnis der Depositen müsste aufgrund des sogenannten Kreditschöpfungsmultiplikators, der ein reziprokes Verhältnis zu den Mindestreservesätzen besitzt, in fremden Währungen viel höher liegen. Ohne diese Tatbestände zu berücksichtigen, stieg allein der Fremdwährungsanteil im Vergleich zu

---

<sup>436</sup> Siehe dazu „Monthly Bulletin 1999.11“, Bank of Korea, S. 27

den einheimischen Depositen in BOK-Verbindlichkeitsposten ab 1987, mit 33,81% an, und 1991 bis 1996 sank der Anteil von 41,13% auf 28,24%. (Siehe 5. Spalte in Tab. 39) Bei der Interpretation der Zahlen, in denen der Fremdwährungsanteil im Zeitraum zwischen 1991 und 1996 sank, ist jedoch Vorsicht geboten. Denn von 1987 bis 1990 gab es eine Depositenzunahme sowohl aus dem Leistungsbilanzüberschuss als auch aus dem Kapitalimport. Hingegen macht der obige Anteil innerhalb des Zeitraums zwischen 1991 und dem Währungskrisenjahr 1997 allein den durch Kapitalimport induzierten Depositencharakter in hegemonialer Währung aus. Somit musste der Einfluss des US-Dollars auf die fremden Depositen und der Anteil in den 90er Jahren viel höher liegen als in den Passiva der BOK-Bilanz. Vor allem ab 1998 zeigt sich ein höherer Prozentsatz als 67,86%, wobei jedoch ab 1998 der Empfang der Hilfspakete von ausländischen Gläubigern und der Leistungsbilanzüberschüsse schwer voneinander zu trennen sind.

Zu 3): Aufgrund der Tatsache, dass *Monetary Stabilization Bonds* in Südkorea hauptsächlich als Instrument für die Liquiditätsversorgung und -vernichtung in fremden Währungen (vor allem US-Dollar) fungiert, ist das Verhältnis des emittierten Volumens von *Monetary Stabilization Bonds* zu einheimischen Verbindlichkeitskonten in der BOK-Bilanz ein wichtiger Indikator für Messung des aus der Sterilisierungspolitik resultierenden Effektes. Dies zeigte sich vor allem in der seit Ende der 80er Jahre bis zum Währungskrisenjahr 1997 enorm gestiegenen Emissionsmenge, wobei die südkoreanische ZB durch deren Ausgabe, sowohl durch Leistungsbilanzüberschüsse (1986-1989), als auch durch Kapitalimport (bzw. Leistungsbilanzdefizite) eingegangene Devisenüberschüsse (1990–1997) auffing. (Siehe 4. Spalte in Tab.39)

Auf der Seite von Grundkapital und Rücklagen sind in den südkoreanischen BOK-Passivaposten starke Schwankungen zu verzeichnen. Insbesondere in den Perioden von 1982-1987 und 1993-1994 stand eine von Bilanzverluste verzerrte Minderung der Rücklagen den positiven Anstieg der Rücklagen in den übrigen Perioden gegenüber. (Siehe 10. und 11. Spalte in Tab. 39) Dies lässt sich dadurch erklären, dass die Geld- und Währungspolitik einen starken Interventionscharakter als Reaktion auf die unerwarteten Veränderungen der Geldmenge aufwies, die dann zu den starken Schwankungen der Grundkapitalposten führten.

Auf der Aktiva der BOK-Bilanz stieg der Anteil der ausländischen Forderungen gegenüber der gesamten Forderungssumme zwischen 1970 und 2001 von 3,16 auf 84,44% an, wobei insbesondere ab Anfang der 90er Jahre ein rapider Anstieg zu beobachten ist. (Siehe 7. Spalte in Tab. 40) Zu bemerken ist, dass es sich bei der Zunahme der Fremdwährungsforderungssumme - analog der Passiva - in der Periode zwischen 1990 und 1997 um eine vom Kapitalimport unterstützte Devisenaufstockung handelt. Ab 1998 geht es dann neben der aus den Leistungsbilanzüberschüsse resultierenden Devisenzunahme um die zusätzliche vorsorgliche Devisenzunahme, die mit der Liquiditätsvorsorge in US-Dollar verbunden war. Die Zunahme des Fremdwährungsanteils spiegelte dabei - trotz der Leistungsbilanzüberschüsse - einen

zunehmenden Dollarisierungsgrad wider, indem die südkoreanische ZB lediglich als Sammler der ausländischen Währungsvermögen fungierte, jedoch nicht als Konkurrent. Wird der durch Nettokapitalimporte eingegengte Handlungsspielraum der Geld- und Währungspolitik im Sinne von Hausrecht (siehe Kapitel I.C.1.a)(5)) am Verhältnis zwischen der *Borrowed* und *Unborrowed Base* gemessen, so zeigten sich kontinuierliche Reduzierungen der *Borrowed Base* gegenüber der *Unborrowed Base* zwischen 1970 und 2001 von 422,03 auf 7,60%. (Siehe 8. Spalte in Tab. 40) Dabei standen insbesondere ab den 90er Jahre die relativ konstanten Kreditmengen den enorm steigenden ausländischen Währungsforderungen gegenüber, was sowohl den Druck auf den eingeschränkten Handlungsspielraum der südkoreanischen Geld- und Währungspolitik als auch den steigenden Dollarisierungsprozess darstellte. Dies widerspricht wiederum der herkömmlichen Erklärung der spekulativen Attacke, in der die stark zunehmende Kreditmenge ein Motiv der spekulativen Attacke hergibt (Siehe dazu Kapitel I.E.2) Somit zeigte sich eine entwicklungsländer-typische Währungskonstellation, in der im Fall eines Leistungsbilanzdefizits eine Finanzierung durch Kapitalimporte in US-Dollar und im Fall eines Leistungsüberschusses als Ergebnis von Handelsbilanzüberschüssen die Devisenaufstockung in Form von US-Dollar durchgeführt wurde. Die einheimische Währung konnte in der Konstellation trotz der Leistungsbilanzüberschüsse nicht als Währung der Devisenreserve fungieren.

b) *Entwicklungen der Bilanz der südkoreanischen Kreditinstitute*

Auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz der südkoreanischen GB ist der Prozess der versteckten Dollarisierung in den 90er Jahren wenig ersichtlich: Dies liegt vor allem daran, dass der fremde Währungsanteil (in erster Linie US-Dollar) von den 70er Jahren bis Anfang der 80er Jahre innerhalb der Bankenforderungen eine relativ grosse Rolle spielte (von 1970 bis 1983 durchschnittlich in Höhe von 14,16%). In den 80er Jahren war der Anteil zwar geringer. (Siehe 2. Spalte in Tab. 41). In den 90er Jahren ist aber 'dank' der enormen Kapitalzuflüsse wiederum eine starke Zunahme des hegemonialen Währungsvermögens zu verzeichnen. Dies spiegelt der liberalisierte einheimische Kapitalmarkt wider, was dann seit der vollständigen Kapitalmarktliberalisierungspolitik (wie beispielsweise im IWF-*Bail-out*-Programm vorgesehen) von 1997 bis 2001 weiterhin zum steigenden Anteil führte. Daraus lässt sich folgern, dass ab Mitte der 80er Jahre trotz der schrittweisen Liberalisierungspolitik ein offenkundiger Dollarisierungsprozess vermieden wurde, was vor allem auf die reglementierende Banken- und Währungspolitik zurückzuführen ist. Trotzdem fand eine versteckte Dollarisierung der Bankengeschäfte von GB statt, obwohl die Forderungsposten an die öffentlichen Unternehmen bis zum Währungskrisenjahr keine besonders grosse absolute Summe darstellte, weil deren fremder Währungsanteil, der 1991-1997 durchschnittlich 20,10% betrug. (Siehe 3. Spalte in Tab. 41) Die Forderungsposten an die privaten Sektoren (vor allem Unternehmen) nahmen aber stark zu. Bei letzteren stieg ab Mitte der 80er Jahre nicht nur der Fremdwährungsanteil, sondern auch die absolute Summe stark an. (Vgl. 4. Spalte in Tab. 41) Ihre Finanzierung ist vor allem auf die Direktinvestitionen der *Chaebol* ins

Ausland zurückzuführen. Dabei wurden diese Kredite in fremder Währung von Mitte bis Ende der 80er Jahre aus den Leistungsbilanzüberschüssen finanziert, während ab 1990 bis 1997 Kapitalimporte die Finanzierungsquelle bildeten.

Auf der Passivseite der konsolidierten Bankenbilanz von Kreditinstituten ist der Dollarisierungsprozess eindeutig zu beobachten, da die Relation zwischen den ausländischen Wahrungsverbindlichkeiten und der gesamten Bargeldmenge nicht nur (a) je nach der Definition M1, M2, M3 unterschiedlich ist, sondern auch (b) in den 70er und 80er Jahren grösser als in den 90er Jahren ist. (Siehe 7.-9. Spalte in Tab. 41) Die Relation zwischen den Fremdwährungsverbindlichkeiten und der gesamten inländischen Bargeldmenge zeigte sich je nach der Geldmengendefinition unterschiedlich. Dabei ist die enge Geldmengendefinition für die Subsumtionsmessung der einheimischen Währung durch US-Dollar plausibler als die breite Geldmengendefinition, so dass ihr M1, deren Definition die Summe von Bargeld und Depositen ist, im Begriff der Kasse am nächsten liegt und folglich eine relative Verdrangungslage durch US-Dollar darstellt. In den Begriffen M2 und M3 sind dabei aufgrund der zu weiten Definitionen die doppelten Berechnungen zwischen inländischer und ausländischer Geldmenge erfasst. Im Hinblick auf M1 stellt die Relation zwischen dem in- und ausländischen Wahrungsvolumen bis 1986 ein viel grösseres Verhältnis dar als nach Mitte der 80er Jahre bis zum Währungskrisenjahr 1997. Dieses Phänomen kam daher zustande, weil bis Mitte der 80er Jahre die auf der Kapitalverkehrskontrolle beruhende unterschiedliche Behandlung der inländischen und ausländischen Währung zu einem streng dualen Geldmarkt führte, so dass der Devisenverkehr (bzw. US-Dollar) im Bereich des Aussenhandels und die inländische Won-Wahrungsverkehr im inländischen Zahlungsverkehr zirkulierte. Darüber hinaus wird der Zahlungsverkehr bei Direktinvestitionen im Ausland von *Chaebol* allein durch US-Dollar betätigt. Dadurch wird trotz der relativ grossen Summe von Fremdwährungen der Übergang zur offenen Dollarisierung vermieden, wobei die Leistungsbilanz trotz deren defizitärer Lage durch die Einkommensbildungsseite gestützt wurde, was im Vergleich zum offenen Dollarisierungsprozess von lateinamerikanischen Ländern den Unterschied ausmacht.<sup>437</sup> Ab Anfang der 90er Jahre lässt die südkoreanische Währungslage diese Bedingung nicht zu, weil die Liberalisierungspolitik der Asienländer (und Südkoreas) eine solche protektionistische Währungspolitik nicht zulässt. So setzte Anfang der 90er Jahre trotz der sinkenden Relation zwischen den Fremdwährungsverbindlichkeiten und der gesamten Bargeldmenge ein zusätzlicher versteckter Dollarisierungsprozess ein, da neben der regulären GB auch die Kapitalimporte durch sonstige Nichtbanken-Kreditinstitute (NBFIs) und die Kapitalaufnahme ausserhalb des südkoreanischen Kapitalmarktes (Sprich *Offshore*-Finanzmarkt) durchgeführt wurden. Wird darüber hinaus die Unternehmertätigkeit im Ausland seit Ende der 80er Jahre in Form von Direktinvestitionen in die Betrachtung einbezogen, wird deutlich, dass der US-Dollar für den gesamten

---

<sup>437</sup> Vgl. auch "Table 1: Reported Ratios of Foreign Currency Deposits (FCD) Broad Money in Countries with IMF Arrangements Since 1986" in: Balio, T. J./ A. Bennett/ E. Borensztein (1999), *Monetary Policy in Dollarized Economies*, S. 2f.

Zahlungsverkehr Südkoreas eine weit grössere Rolle spielt. (Siehe dazu auch *Offshore*-Geschäfte in Verschuldungsentwicklungen seit Mitte 90er Jahren, Tab.8)

Die Entwicklungen der Nichtbanken-Kreditinstitute (NBFI) stellten sich wie folgt dar: Auf der Aktivseite der Bilanzen von NBFI ist eine ständige Zunahme der Fremdwährungsforderungen gegenüber den inländischen Forderungen zu beobachten. Obwohl sich die prozentualen Anteile beider Forderungsposten nicht sehr stark verändert haben, ist eine ständige Zunahme der Fremdwährungsforderungstitel gegenüber der einheimischen Forderungssumme zu beobachten. Die Forderungen ans private Publikum in Fremdwährung nahmen zwischen 1989 und 1997 umgerechnet im südkoreanischen Won von 4.750,5 Mrd. Won auf 17.446,8 Mrd. Won zu, während die sonstigen ausländischen Forderungen (ausser ausländischen Währungsforderungen) im gleichen Zeitraum von 448 Mrd. Won auf 14.198,7 Mrd. Won anstiegen. (Siehe 5. und 6. Spalte in Tab. 41)

Auf der Passivseite zeigte sich eine noch deutlichere Zunahme der ausländischen Währungsvermögensanteile innerhalb der gesamten Verbindlichkeiten. Insbesondere von 1987 bis 1996 (dem Jahr vor der Währungskrise) beträgt die Depositenquote in Fremdwährungen an den gesamten Verbindlichkeiten mehr als 52,7%, wobei es sich von 1987 bis 1989 um die von den Leistungsbilanzüberschuss bedingten Kapitalzuflüssen handelt. (Siehe 10. Spalte in Tab. 41) Werden die Kredite anderer Kreditinstitute in Fremdwährungen mitgerechnet, steigt die Verbindlichkeitsquote der gesamten Fremdwährungen an den gesamten Verbindlichkeiten im gleichen Zeitraum auf 67,51%, was vor allem die US-Währungsanteile innerhalb der Verschuldung von NBFI ausmacht. Dies liegt daran, dass die seit Mitte der 80er Jahre praktizierte selektive Liberalisierungspolitik zum erhöhten Verschuldungsgrad in Fremdwährungen bei den NBFI-Sektoren beitrug. Hingegen machte die Verbindlichkeitsquote bei den GB einen kleinen Anteil aus, wobei die *Chaebol*-Investitionspolitik auf den flexiblen Finanzbedarf entsprechend reagiert. (Vgl. 11. Spalte in Tab. 41)

Hier wird der Druck auf den Devisenmarkt anhand der Wechselkurspolitik der südkoreanischen ZB dargestellt. Um den Druck auf den Wechselkurs im Sinne von Weymark zu messen, wurde laut einer Studie Lee und Jeong (1999) zunächst der Parameter  $\alpha$ , der das jeweilige Verhältnis zwischen dem nominalen Einkommensniveau und der Wechselkurerwartung darstellt, geschätzt, was entweder 0 oder  $-0,941$  ergab, wobei  $\omega$  und  $\omega_1$  die Messgrössen für die Politik der *leaning against the wind* bzw. *leaning with the wind* und EMP bzw.  $EMP_1$  die Messgrössen für den Druck auf den Wechselkurs darstellten (Siehe Tab. 44).<sup>438</sup> Da  $\omega$  und  $\omega_1$  grösser als 1 eine Politik *leaning against the wind* hindeutet, gab es - laut der empirischen Ergebnisse von Lee und Jeong (1999) - in Südkorea sowohl die Politikmassnahmen *leaning against the wind* als auch die *leaning with the wind*: 17 Fälle der untersuchten 31. Quartale in  $\omega$  und  $\omega_1$  als *leaning against the wind*, die anderen 14 Fälle waren die Perioden, in denen auch die Werte EMP und  $EMP_1$  negativ waren, was auf die devisenpolitischen Massnahmen von *leaning with the wind* hindeutete. (4. Quartal 1990-1. Quartal 1991; 4. Quartal 1991; 3. Quartal 1996 – 1. Quartal 1997 und 3. Quartal 1994 – 4. Quartal 1997) Diese häufige Anwendungen der Deviseninterventionspolitik kamen daher zustande, weil von Anfang der 90er Jahre bis zum 3. Quartal 1997 die kumulativen Leistungsbilanzdefizite durch den Kapitalimport gedeckt waren, was allerdings zu den starken Schwankungen der Devisenbestände führte. Dabei stellte insbesondere die Politik *leaning against the wind*, in der die negative Grösse der EMP und  $EMP_1$  mit dem Parameter der  $\omega$  und  $\omega_1$  übereinstimmte, die Ankaufaktionen der hegemonialen Währungen dar. Das bedeutet, dass die südkoreanische ZB gegen den Druck auf die südkoreanische Währung, der aus dem Kapitalimport bzw. aus den Kapitalzuflüssen in hegemonialer Währung zustande kam, durch den Ankauf der fremden Währungsvermögenstitel am Devisenmarkt zu neutralisieren versuchte. Dies führte allerdings langfristig zu einer überschüssenden Wechselkurswirkung entgegen der Interventionsabsicht, den aus den Handelsdefiziten resultierenden Abwertungsdruck zu neutralisieren.. Beispielsweise stieg der Druck zwischen dem 4. Quartal 1995 und 2. Quartal 1996 stark an, wobei dieser Druck im Sinne der negativen Werte von EMP und  $EMP_1$  durch Politik *leaning against the wind* begegnet wurde. (Siehe Tab. 44 in dieser Periode). Der Devisenmarkt spiegelte die Entwicklungen des inländischen Kapitalmarktes wider, welches seit Anfang der 90er Jahre durch die südkoreanische Regierung zur Neutralisierung des Drucks auf den Wechselkurs liberalisiert wurde. Die damalige Wirtschaftspolitik hatte vor allem die Unterstützung des Aktienmarktes und die Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite zum Ziel.<sup>439</sup> Dem Interventionsvolumen auf den Devisenmarkt entsprechend lag im Zeitraum zwischen 1990 und 1996 das Volumen der Sterilisierungspolitik der südkoreanischen ZB bei 11,8 Billionen Won. Die inländische Geldmenge war in diesem Zeitraum auf 4,8 Billionen Won geschrumpft. Der Anteil ausländischer

<sup>438</sup> Die zugrunde liegende Schätzungsgleichung lautet  $Y_t = \bar{y} + \alpha [p_t - E_{t-1}(p_t | \Omega_t)] + \mu_t$ . Dieses linear-logarithmierte Regressionsmodell beruht auf die Hypothese der rationalen Erwartung. (Siehe Lee, C.-Y. / C.-W. Chung (1999), Ungleichgewicht auf dem südkoreanischen Devisenmarkt und Wechselkurspolitik (koreanisch), S. 24)

<sup>439</sup> Lee, C.-Y./ C.-W. Chung (1999), a.a.O., S. 30



Währungen (umgerechnet in südkoreanische Währung Won) nahm um 17,8 Billionen Won zu, was den steigenden Kapitalverkehrsüberschüssen entsprach: Die Geldmenge nahm aufgrund des Kapitalimports aus dem Ausland zu, wobei wiederum das Geldangebot durch die Sterilisierungspolitik (sprich: den Kauf der *Monetary Stabilization Bonds*) senkte.

Das Versagen solcher kurzfristig orientierten Deviseninterventionspolitik macht während der Währungskrisenperiode deutlich: Zwischen dem 3. Quartal und dem 4. Quartal 1997 änderte sich die Politik von *leaning against the wind* zu der *leaning with the wind*, da die verfügbaren Devisen zu diesem Zeitpunkt nicht mehr existierten. So wurde im Währungskrisenjahr 1997 bei einer Kapitalflucht in Höhe von umgerechnet 12,9 Billionen Won durch die Zunahme des Geldangebots das Gegenteil im Vergleich zu vergangenen Perioden erreicht (Vgl. Tab. 44). Die häufigen Veränderungen der Bandbreite, – verstärkt durch die Tatsache, dass das südkoreanische monetäre Regime bis dahin keine ausreichenden Erfahrungen mit der Devisenmarktliberalisierung besass, – waren ebenfalls Versuche, den aus den zunehmenden Kapitalimporte resultierenden, steigenden Druck auf den Wechselkurs auszugleichen: Im marktdurchschnittlichen Wechselkurssystem seit März 1990 blieben die täglichen Wechselkursschwankungen zunächst innerhalb einer Bandbreite von  $\pm 0,4\%$ , vergrösserten sich dann jedoch stufenweise, bis die Bandbreite während der Währungskrise vollständig aufgehoben wurde. Die Lockerung der Bandbreite sollte dabei Vertrauen in die einheimische Währung schaffen und so die rapide Veränderungsrate des Wechselkurses verhindern. Um die Geldmenge konstant zu halten, praktizierte Südkorea dabei eine Sterilisierungspolitik, eine ständige Verwendung *leaning against the wind*. Der Grund für diese häufige Benutzung solcher kurzfristig gedachten An- und Verkaufsaktionen von *Money Stabilization Bonds* am Bondmarkt ist aber darin zu sehen, dass die monetäre Politik hinsichtlich der Wechselkursmassnahmen aufgrund der enorm zugenommen Kapitalzuflüsse überfordert war. Hinzu kamen, dass keine einheitliche Clearingstelle vorhanden war und der Bondmarkt – auch wegen der Kapitalimportpolitik – im Vergleich zu den IL unterentwickelt war (und ist). Die aus dem zunehmenden Kapitalimport resultierende Sterilisierungspolitik geschah (und geschieht immer noch) zwar durch den Verkauf von *Monetary Stabilization Bonds*, die auf der Bilanzseite der südkoreanische ZB als Verbindlichkeiten auftauchten. Aufgrund der Tatsache, dass sich die zunehmenden Kapitalzuflüsse in US-Dollar das Volumen des Devisenmarktes in Südkorea erhöhten, führte dies nur kurzfristig zu einer Interventionspolitik, in der sich die kleineren Devisenmarktgrößen im Vergleich zu den IL – auf den Devisenmarkt stärker auswirkten.

Die Grenze der devisenpolitischen Massnahmen zeigt sich jedoch daran, dass ab 3. Quartal 1997 eine stark eingeschränkte Politikfähigkeit der *leaning against the wind* darstellte, als die Werte von EMP und EMP1 jeweils bei 0,1592 bzw. –0,1946, d. h. trotz der Politik *leaning against the wind* wurde der Druck auf den Wechselkurs nicht mehr standgehalten. Dies liegt daran, dass diese häufige Verwendung der Politik *leaning against the wind* im beschleunigten Mass zur Ausschöpfung der Devisenbestände in Südkorea führte, was auf das auslösendes Moment der spekulativen Attacke auf die südkoreanische Währung hindeutet.

Hinsichtlich der Relation zwischen der Kapitalverkehrsbilanz und der Geldpolitik der Sterilisierungskoeffizient, der die Veränderungsrate des ausländischen Nettovermögensbestandes auf der ZB-Bilanzseite im Vergleich zur Veränderungsrate des inländischen Nettovermögensbestandes ermittelt,  $-0,974$  erreichte innerhalb des beobachteten Zeitraums zwischen dem 1. Quartal 1992 und dem 1. Quartal 1999. Dabei wurde der geschätzte Koeffizient durch die Variable ergänzt, welche die durch die ZB vergebene Kreditmenge erfasst.<sup>440</sup> Daraus kann man ebenfalls schliessen, dass die aus der Kapitalbewegung aus dem Ausland resultierende Veränderung der Geldmenge durch die inländische Geldmengenveränderung sterilisiert worden ist. Stellt man im Zeitraum von 1990 bis 1997 die Leistungsbilanzdefizite den Überschüssen der Kapitalverkehrsbilanz gegenüber, war die gesamte Zahlungsbilanz leicht positiv. Dabei war der Wechselkurs konstant, insbesondere zwischen 1992 und 1996, als er durchschnittlich bei 800 Won pro US-Dollar lag. So ergab sich der Wechselkurs aus der Politik *leaning against the wind*, da der Kapitalimport den Wechselkurs nach unten drückte. Um den Druck zu neutralisieren, kaufte die BOK am Devisenmarkt US-Dollar, was zu einem konstanten Wechselkurs führte. Um zu verhindern, dass diese Nettovermögenszunahme der ausländischen Forderungstitel zur Erhöhung der gesamten Geldmenge führte, verkaufte die ZB gleichzeitig *Monetary Stabilization Bonds*. So gab es in Südkorea eine positive Entwicklung zwischen den Devisenbeständen und den emittierten Volumina der *Monetary Stabilization Bonds* seitens der südkoreanischen ZB einerseits sowie eine positive Entwicklung zwischen der Kapitalverkehrsbilanz und den emittierten Volumina der *Monetary Stabilization Bonds* andererseits. Dies liefert einen hinreichenden Beleg für die Sterilisierungspolitik in Bezug auf den Umgang des steigenden Drucks auf den Wechselkurs: Beispielsweise stand im 3. Quartal 1994 ein Handelsdefizit von 0,1 Mrd. US-Dollar einem Kapitalverkehrüberschuss in Höhe von 4,04 Mrd. US-Dollar gegenüber, wobei der Nettokapitalimport etwa in Höhe von 3,94 Mrd. US-Dollar dem emittierten Volumen der *Monetary Stabilization Bonds* in Höhe von 4,73 US-Dollar gegenüberstand.

### 3. *Ausbruch der Wirtschaftskrise Ende 1997*

Chronologisch gesehen zeigte sich in Südkorea bereits ab Anfang 1996 die Konkurswelle der *Chaebol* und der damit verbundenen KMU (vor allem Subunternehmen), was zum Vertrauensverlust der ausländischen Kapitalgeber beitrug. Somit wirkte sich die Konkurswelle negativ auf die Bereitschaft der weiteren Kreditvergabe an südkoreanische Unternehmen und Kreditinstitute und schliesslich auf die südkoreanische Wirtschaft insgesamt aus, denn auf seiten der Gläubiger bedeutete die vorher nicht vorstellbare Konkursmeldung der *Chaebol*, wie beispielsweise Konkursmeldungen des Baukonzerns Hanbo Anfang 1996 und des Autoherstellers KIA (eine der *Chaebol*) Mitte 1997, vor allem wegen der staatlichen Hilfeleistungen nach dem Motto "*too big to fail*" einen Wendepunkt.

---

<sup>440</sup> Siehe Park, J.-S. (1999), a.a.O., S. 25

Zum sinkenden Vertrauen der ausländischen Kapitalgeber kommt hinzu, dass neben den parallelen Wirtschaftskrisen seit Mitte 1997 in anderen asiatischen Ländern die südkoreanische wirtschaftliche Turbulenz die Aufmerksamkeit besonders auf sich zog.<sup>441 442</sup> So standen im Laufe des Krisenausbruchs der thailändischen und indonesischen Wirtschaftskrise das Länder-*Credit Rating* Südkoreas unter Beobachtung und schliesslich nach der Beurteilung von Bewertungsagenturen wie *Standard und Poor's* und *Moody's*, die für die Kreditwürdigkeitsbeurteilung auf dem internationalen Finanzmarkt einen wichtigen Einfluss ausüben, ab November 1997 herabgestuft. (Siehe Tab. 43)

Im August 1997 und in den darauffolgenden Wochen fing der dramatische Rückzug der ausländischen Kreditgeber aus den Kreditgeschäften an. Trotz der staatlichen Garantie, durch die die Absicherung der Auslandsschulden von GB erklärt waren, konnte der Vertrauensverlust nicht gestoppt werden. Angesichts der Zahlungsschwierigkeiten und der kurzfristigen Auslandsschulden mussten sich die GB (einschliesslich NBFi) schliesslich an die südkoreanische ZB (BOK) wenden, um die Devisen zu unterstützen.<sup>443</sup> Zwischen Oktober und November 1997 zeichnete sich dann eine Schaukelbeziehung zwischen der Devisenausschöpfung und der spekulativen Attacke. Hinzu kam das institutionelle Überwachungsproblem bezüglich der Erfassung der verfügbaren Devisenbestände: Als Devisenbestände berechnete in dieser Zeit die BOK ca. 20 Mrd. US-Dollar als offizielle Devisenreserven, die in die Depositen der ausländischen Filialen der GB (*overseas subsidiaries* und *foreign branches of domestic financial institutions*) steckten, so dass diese Devisen faktisch nicht verfügbar waren (*“unusable reserve”*). Hinzu kam eine zusätzliche Devisenausschöpfung seitens der GB, da sie den Anteil der Devisenreserve für die Rückzahlung der verweigerten *Rollover*-Kredite verwendeten. So wurden Ende November 1997 die Devisenreserven faktisch ausgeschöpft: Am 19. November 1997 hat die südkoreanische Regierung die Entscheidung getroffen, die an einem Tag höchst zulässige Bandbreite von  $\pm 2,25$  auf  $\pm 10\%$  zu erweitern. Dadurch wurde jedoch die Währungskrise nicht abgewendet. In der letzten Novemberwoche machte die tägliche Devisenausschöpfung 1 bis 2 Mrd. US-Dollar aus, was zur Folge hatte, dass die verfügbare Devisenreserve bis Ende November 1997 nur noch bei 5 Mrd. US-Dollar lag.<sup>444</sup>

#### 4. Über das IWF-Programm in Südkorea und wirtschaftspolitische Reaktionen nach der Währungskrise

---

<sup>441</sup> Dafür sind folgende Beispiele bekannt: Im Juli 1997 kollabierte die thailändische Währung *Bath*, im Oktober 1997 kam es zum Börsen-Crash in Hongkong.

<sup>442</sup> In dieser Arbeit wird das Krisenübertragungsphänomen (*Contagion*) auf andere Nachbarländer nicht explizit untersucht. Es ist jedoch plausibel anzunehmen, dass dieses Übertragungsphänomen nicht auf geographische Regionen beschränkt bleibt, vielmehr sind Markt- und Währungskonstellationen relevant, in denen die überbewertete einheimische Währungslage mit Abwertungsverdacht letzten Endes für den Ausbruch der Krise verantwortlich ist, was auch als im weiteren Sinne als *‘subsequent contagion’* interpretiert werden kann.

<sup>443</sup> Siehe Baliño, T. J./ A. Ubide (1999), a.a.O., S. 30

<sup>444</sup> Siehe Baliño, T. J./ A. Ubide (1999), a.a.O., S. 31

Nach Analyse der Krisenursachen durch den IWF, der Südkorea als Teilbeispiel der Ostasienkrisen verstand, wurde das IWF-Programm in Südkorea durchgesetzt. Der IWF-Stab war einhellig der Ansicht, dass eine Mischung aus Liquiditätskrise aufgrund mangelnden Vertrauens in die einheimische Währung und Anfälligkeit der Banken- und Industriesektoren, deren Probleme mit der Volatilität kurzfristiger Kapitalbewegungen in US-Dollar verbunden waren, für die Krise verantwortlich hatte. Als ergänzende Faktoren wurden "externe Schocks", wie beispielsweise die Verschlechterung der *Terms of Trade*, zu langsam wachsende Exportmärkte. Dabei lag der Grund der Krise in den mit der schwachen Finanzstruktur gebundenen „*Policy Loans*“, die kurzfristige Auslandsschuldenaufnahme förderte und dies schliesslich zu *stock imbalances* führte.<sup>445</sup>

Das IWF-Programm umfasste nach dem Abkommen mit Südkorea von Ende 1997 folgende drei Säulen: 1) Finanzierung des Auslandsschuldendienstes, indem die von den Asienkrisen betroffenen Länder (einschliesslich Südkorea) umfangreiche Finanzpakete erhalten, in denen neben der IWF- und Weltbankhilfe auch Vereinbarungen über Kreditverlängerungen zwischen Schuldnerland und privaten Gläubigern enthalten waren, 2) strukturelle Reformen, die die Wiederherstellung des Vertrauens in die betroffenen Ökonomien und die Verhinderung der Kapitalflucht bezwecken sollen, und 3) die makroökonomischen Anpassungsprogramme, die sowohl eine austeritäre Fiskal- und Geldpolitik als auch einen Wechsel des bisherigen Wechselkurssystems umfassen.

Zu 1): Die umfangreichen Finanzpakete wurden anhand der Kapitalbilanzseite berechnet, die sich vor allem aus Rückzahlung der kurzfristigen ausländischen *Rollover*-Kredite ergaben. Im Rahmen des Hilfsprogramms und nach der Vereinbarung mit dem IWF vom 28. Januar 1998 nahm Südkorea neue Schulden auf, wobei innerhalb der gesamten Hilfssumme während der Asienkrise (in Höhe von 117,1 Mrd. US-Dollar) der IWF, die Weltbank und die Asien Development Bank sowie bilaterale Hilfe Kredite für Südkorea in Höhe von jeweils 21 Mrd., 10 Mrd., 4 Mrd. und 22 Mrd. US-Dollar gewährten, was eine Höhe von 57 Mrd. US-Dollar entsprach. Hinsichtlich der Summe und der Zinssatzbedingung ist im Fall Südkoreas zu bemerken, dass zum einen die Summe sehr hoch war, so dass beispielsweise die Summe der IWF-Hilfe in Höhe von 21 Mrd. US-Dollar dem 1.939% der Pflichtauflage beim IWF entsprach. Zum anderen lag der Zinssatz von 2,25 und 2,75% über dem LIBOR-Satz, deren Zinsdifferenz als Strafe für die versäumte frühzeitig Massnahme seitens Südkoreas galt. (Siehe Tab. 45) Neben den offiziellen Finanzierungsmitteln wurde darüber hinaus durch bilaterale Vereinbarungen eine weitere sogenannte „*second defensive line*“ gebildet, deren Mittel jedoch nicht verwendet wurden.

Zu 2): Anhand des IWF-Programms konzentrierte sich Südkorea auf die Sanierungs- und Reformmassnahmen auf dem Finanzsektor, was vor allem in der Konsolidierung des Bankensektors, strengen Rekapitalisierungen und Regulierungsmassnahmen sowohl gegenüber den inländischen als auch

---

<sup>445</sup> Siehe Javier Hamann(1999), Background to the Crisis, in: Lane, T./ A. Ghosh/ J. Hamann/ S. Phillips/M. Schulze-Ghattas/ T. Tsikata (Hg.), IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand, A Preliminary Assessment, S. 18

gegenüber den Überseebanken zum Ausdruck kam: Bei der Finanzierung der Banken- und Finanzumstrukturierungskosten handelt es sich um vor allem um Kosten der Bankenreform, die von ausländischen Käufern oder durch vom Staat garantierte Bondemissionen gedeckt werden sollte. Die Wiederaufbaukosten des Bankensektors wurden mit ca. 1,6% der staatlichen Budgetdefizite geplant, wobei im ursprünglichen Programm darüber hinaus zusätzliche Verbesserungen von Kreditklassifikationen, Provisionsstandards, Mindesteigenkapital-anforderungen nach der BIZ-Norm in Höhe von 8% und Begrenzungen der Fremdwährungs-risikopositionen (*foreign currency Exposure*) vorgesehen waren. Bei der Finanzierung der Industriesektoren handelt es sich sowohl um die auf dem sog. „*Londoner Approach*“ basierende Verarbeitung von Unternehmensschulden, bei der eine Reihe von Prinzipien vorgeschrieben wurden, wie beispielsweise die sich aus aussergerichtlichen Vereinbarungen ergebenden Kreditfazilitäten zwischen Gläubiger und Schuldner sowie die Beseitigung der früher üblichen gegenseitigen Garantie innerhalb eines *Chaebol*-Unternehmens in Bezug auf Kreditaufnahmen.

Zu 3): Die gesamtwirtschaftliche Anpassung konzentrierte sich auf die Verbesserung der Leistungsbilanz. Dabei sollte die Fiskalpolitik gegenüber dem Bankenstrukturprogramm eine unterstützende Rolle spielen: In Bezug auf die Fiskalpolitik wurde ursprünglich für die Unterstützung der Währungsstabilität ein ausgeglichenes Staatsbudget gefordert, wobei die fiskalpolitischen Anpassungskosten in Höhe von 0,8% BIP berechnet wurden. Dabei sollte der automatische Stabilisator die mit den Abwertungseffekten verbundenen verschlechterten Fiskalpositionen auffangen, wobei die staatliche Ersparnis gemeinsam mit den Leistungsbilanzüberschüssen die Rückkehr des abgeflossenen Kapitals fördern sollte.

Als Schlüsselement innerhalb des Programms diente die wechselkurspolitische Veränderung vom bisherigen *Crawling-Peg*-System auf das vollständig flexible Wechselkurssystem. Die Begründung des IWF lautete, dass die vollständige flexible Anpassung aufgrund des Wegfalls der vergleichbaren Wechselkurspreise die Hauptankerfunktion für die steigende Wechselkurerwartung beseitigt. Demgegenüber stand die Befürchtung, dass aufgrund der hohen Abhängigkeit vom Aussenhandel und der konkurrierenden Exportmärkte der betroffenen Länder durch den Wechsel des Wechselkurssystems ein weiterer Abwertungsdruck verursacht wird. Darüber hinaus befürchtete man, dass die Abwertungsspirale sowohl zur Anschwellung des einheimischen Geldstocks als auch zur Schwächung der Fiskalposition führen würde. Die Schwächung der Fiskalposition kann laut des Programm-Entwurfs des IWF dadurch zustande kommen, indem die Steuereinnahmen aus den Unternehmen beeinträchtigt werden, vor allem durch den auf der Währungskrise beruhenden hohen Schuldendienst und die festeren Importpreise. Dennoch setzte sich die Änderung des Wechselkurssystems durch, da zu diesem Zeitpunkt de facto keine ausreichende Devisenreserve für die Verteidigung des Wechselkurses vorhanden war und für die Beschwichtigung der Abwertungserwartung und der Furcht vor einem Vertrauensverlust kein neuer *Peg*, sondern der auf dem freien Devisenmarkt bestimmte Wechselkurs als notwendig erachtet wurde, obwohl die Gefahr des gegenseitigen Hochschaukelns der Abwertungen zwischen den von der

Krise betroffenen Asienländern erwiesen war. Denn der Prozess des gegenseitigen Unterbietens der Preise für Exportartikel hätte – so laut der Befürchtung des IWF - über die Anschwellung des einheimischen Geldstocks zur Abwertungs-Inflations-Spirale führen können.

Die Geldpolitik sollte ebenfalls der Anpassung der Aussenwirtschaft dienen und eine dämpfende Wirkung auf den steigenden nominalen Wechselkurs ausüben. So war eine hohe Zinspolitik unentbehrlich, die sowohl die Abwertungs-Inflations-Spirale als auch die Kapitalflucht verhindern sollte, wobei die auf der geschrumpften Kreditmenge beruhende realwirtschaftliche Kontraktion in Kauf genommen wurde (sprich: *Credit Crunch*). Für die Indikatoren der restriktiven Geldpolitik seitens der Geldmengen diente dabei die einheimische Nettovermögensposition der ZB (*NDA; net domestic assets of the central bank*) als Obergrenze und die ausländische Nettowährungsreserve (*NIR; net international reserve*) als Untergrenze. Daneben wurden als zusätzlicher Schock die Kontraktionen der realen Geldmenge mit 10% vom BIP berechnet, womit die im Zuge der Wechselkursstabilisierung entstehende zunehmende Risikoprämie seitens der Anleger aufgefangen werden sollte. Der Schwerpunkt des IWF-Programms, nämlich die Zinspolitik, war dennoch umstritten, weil einerseits der IWF einen starken Anstieg des Zinssatzes forderte und die südkoreanische Regierung sich andererseits für eine Verzögerung des Zinssatzanstiegs aussprach. Die südkoreanische Regierung befürchtete als Folge eine realwirtschaftliche Kontraktion. Trotz der o.g. Einwände hat sich letzten Endes der IWF durchgesetzt, so dass beispielsweise der durchschnittliche *Call*-Marktzinssatz von 14% im November 1997 auf 22% im Dezember 1997 und auf 25,6% im Januar 1998 stieg.<sup>446</sup> Zum Massstab des geldpolitischen Effekts auf die Wechselkursstabilisierung wurde die erwartete Ertragsrate gegenüber dem US-Dollar (*dollar rates of return*) der Anleger, die ab Anfang 1998 positive Werte anzeigte, als wechselkurspolitischer Indikator genommen.<sup>447</sup>

In Bezug auf die Implementierung waren die Marktreaktionen mit hoher Unsicherheit behaftet, was eine erhebliche Abweichungsmöglichkeit im Vergleich zum ursprünglichen IWF-Programm implizierte. Dies betraf sowohl 1) den Zeitplan, der für die Etablierung des wirtschaftspolitischen Vertrauens einschliesslich der strukturellen Reformen ausgedehnt werden musste, als auch 2) die Berücksichtigung der Tatsache, dass die Schuldner anders als in den 70er oder 80er Jahren privaten Charaktere besaßen, so dass aus Sicht der ausländischen Gläubiger die Sicherung der Zahlungsfähigkeit nicht nur des Staates, sondern auch der privaten Unternehmen und Banken als notwendig angesehen wurde, sowie 3) das zögerliche Verhalten ausländischer Investoren (bzw. Anleger), zumal laut der IWF-Analyse der Umfang der Probleme des Banken- und Industriesektors weiterhin bekannt war. So war die auf dem einheimischen Bankensystem beruhende Kapitalflucht in Südkorea Ende 1997 noch höher, als im Programm erwartet. Trotz des Abkommens vom 28. Januar 1998 mit dem IWF musste die

---

<sup>446</sup> Siehe Rana, P. B./ J. A. Y. Lim (2000), *The East Asian Crisis: Macroeconomic Policy Design and Sequencing Issues*, S. 23

<sup>447</sup> Vgl. Ghosh, A./ S. Phillips (1999), *Monetary and Exchange Rate Policies*, in: Lane, T./ A. Ghosh/ J. Hamann/ S. Phillips/ M. Schulze-Ghattas/ T. Tsikata (Hg.), *IMF-Supported Programs...*, a.a.O., S. 43

Kapitalverkehrsbilanzposition weiter nach unten korrigiert werden, da nicht nur die in der Aussenfinanzierung involvierten KMU zusätzlich in Zahlungsschwierigkeiten geraten waren, sondern auch die tatsächlichen Wechselkursentwicklungen höher stiegen, als im Programm vorgesehen.<sup>448</sup>

Während der Implementierung des Programms ist am deutlichsten die Rückwirkung der Währungskrise auf den binnenwirtschaftlichen Bereich zu bemerken. So wurde die Wachstumsprognose des IWF während der Implementierung des Programms ständig nach unten korrigiert. Dabei räumte der IWF auch seine eigene Fehleinschätzung ein, die auf zu optimistischen Einschätzungen für die weitere Wirtschaftsentwicklung der betroffenen Länder (einschl. Südkorea) beruhte. Diese Fehleinschätzung ging vor allem auf Umfang und Dauer der auf der Krise beruhenden Rezession zurück: Die Währungskrise verursachte eine erheblich starke Abnahme der Produktion (bzw. des Outputs), die sich vor allem aus der starken Kontraktion der inländischen Nachfrage und den mit dem Devisenmangel verbundenen starken Importbeschränkungen ergaben. So sanken die südkoreanischen inländischen Konsum- und Investitionsquoten im Jahr 1998 auf 25% des BIP. Auch in der Aussenwirtschaft waren Korrekturen der Leistungsbilanz nötig. Ursprünglich waren in Südkorea auf rapiden Abwertungen beruhende Leistungsbilanzüberschüsse in Höhe von 15% des BIPs vorgesehen, was jedoch nicht erreicht werden konnte. Zwar stieg das Exportvolumen rasch an, gemessen am US-Dollar sind die gesamten Werte jedoch gesunken. Das Sinken des Importvolumens ergibt sich aber aus der Inkaufnahme eines massiven Rückgangs des Imports von Investitionsgütern.<sup>449</sup>

Die Kontraktion der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bewirkte dann einen starken negativen Beschäftigungseffekt nach der Währungskrise, so dass die Arbeitslosenquote zeitweise bei 9% lag, dann mit Hilfe der schnellen realwirtschaftlichen Erholung kontinuierlich sank. (Vgl. Tab. 24). Insbesondere in der Anfangsphase erforderten die erhöhten Sozialausgaben Staatsbudgetdefizite während der Durchführung des IWF-Programms, da in Südkorea (anders als in den reichen IL) die bisherige Überlassung der sozialen Versicherungsabgabe an private Personen in der Krisenzeit sich gerade als sozialpolitischer Zündstoff auswirken konnte. Um dies zu vermeiden, war ein vom Staat ergänzendes Arbeitslosenunterstützungsprogramm nötig: Auf der staatlichen Ausgabenseite wurden die für die Arbeitslosenunterstützung gebundenen zusätzlichen Defizite mit 1% des BIP angegeben. Auf der staatlichen Einnahmeseite wurden die durch die Konkurswelle und die starken Abwertungen entstandenen Unternehmensgewinneinbussen und die mit dem Einkommensrückgang verbundenen Einkommenssteuerrückgänge auf insgesamt ca. 0,5% des BIP beziffert, so dass ein zusätzliches Staatsdefizit von insgesamt 1,5% des BIP entstand, was im Programm nicht vorgesehen war. In Bezug auf die Finanzierung der staatlichen Budgetdefizite in Südkorea wurden 31% der gesamten Summe aus

---

<sup>448</sup> Vgl. Lane, T./ M. Schulze-Ghattas (1999), Program Financing and Market Reactions, In: Lane, T./ A. Ghosh/ J. Hamann/ S. Phillips/M. Schulze-Ghattas/ T. Tsikata (Hg.), a.a.O., S. 24f.

<sup>449</sup> Siehe Lane, T. und S. Phillips (1999), Macroeconomic Environment, in: Lane, T./ A. Ghosh/ J. Hamann/ S. Phillips/M. Schulze-Ghattas/ T. Tsikata (Hg.), a.a.O., S. 27f.

dem Ausland (also durch erhöhte Verschuldung in US-Dollar) finanziert. Die starke Zinserhöhung führte dazu, dass auf dem privaten Sektor aufgrund geringerer Finanzierungsmöglichkeiten der privat verfügbaren Kredite ein weiterer Verdrängungseffekt gegen die privaten kleinen Unternehmen stattfand. Somit stieg die Zahl der Konkursmeldungen von KMU nach der Währungskrise besonders stark an.