

Kapitel 2: Die Risiken der finanziellen Globalisierung für die Schwellenländer

Im vorigen Kapitel wurde analysiert, was die finanzielle Globalisierung bedeutet, welche ihre Antriebskräfte sind und welchen Nutzen sie den Entwicklungsländern bringen kann. Es wurde gezeigt, dass dank der neuen technologischen Entwicklungen im Bereich der Telekommunikation neue Kanäle für den Kapitalverkehr von entwickelten Ländern in die Schwellenländer entstanden sind. Infolgedessen sind die Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer, insbesondere in eine Gruppe von 14 Schwellenländern, die attraktive Gewinnspannen für kurzfristige und langfristige Investitionen geboten haben, in den letzten 10 Jahren enorm gestiegen. Diese zunehmenden Kapitalzuflüsse können im Prinzip zu höheren Investitionsraten und damit zu höheren Wachstumsraten in den Schwellenländern führen.

Dennoch ist die finanzielle Globalisierung nicht nur von erheblichem Nutzen für die Schwellenländer gewesen, sondern hat auch enorme Probleme mit sich gebracht, insbesondere, wenn ausländische Investoren ihr Kapital aus einem Schwellenland abziehen. Währungskrisen, Bankenkrisen, Volatilität der Finanzmärkte, spekulative Attacken, Ansteckung von Finanzkrisen etc. zählen zu den wichtigsten finanziellen Problemen der Schwellenländer im Zeitalter der Globalisierung.

Die ökonomischen und sozialen Kosten solcher Probleme sind für die Schwellenländer enorm. So führte z.B. die Währungskrise von Mexiko im Jahre 1994 zu der stärksten Wirtschaftsrezession des Landes im 20. Jahrhundert. Sie vertiefte die Armut, die Arbeitslosigkeit und andere soziale Probleme in solchem Maße, dass es mindestens 10 Jahre dauern wird, bevor das Wohlstandsniveau von vor der Krise wieder erreicht wird. Außerdem hat die Krise zu einem rapiden Anstieg der Kriminalität und zu einer stärkeren Polarisierung der Einkommensverteilung in Mexiko geführt. Die Krisen in Thailand, Indonesien, Südkorea, Brasilien, Russland, Ecuador und Argentinien sind weitere Beispiele dafür, wie schnell eine Finanzkrise das Wohlstandsniveau eines Landes senken kann.

Das vorliegende Kapitel bietet eine Analyse der ökonomischen Probleme, die die zunehmende finanzielle Globalisierung für die Entwicklungsländer mit sich gebracht hat. Es soll gezeigt werden, dass die rapiden Kapitalabflüsse bzw. Kapitalzuflüsse zu ernsthaften Problemen in einem Schwellenland führen können. Es werden vor allem vier Problemfelder analysiert, und zwar die hohe Volatilität der Kapitalströme, die Ansteckung von Finanzkrisen von einem Land

auf ein anderes, die Überhitzung einer Volkswirtschaft aufgrund von Kapitalzuflüssen und der Zusammenhang zwischen Kapitalzuflüssen und so genannten Banken Krisen. Am Ende des Kapitels wird analysiert, inwieweit sich der Handlungsspielraum des Nationalstaates im Zeitalter der Globalisierung verringert hat und welche Konsequenzen die neuen Spielregeln im internationalen Finanzsystem für die Schwellenländer haben.

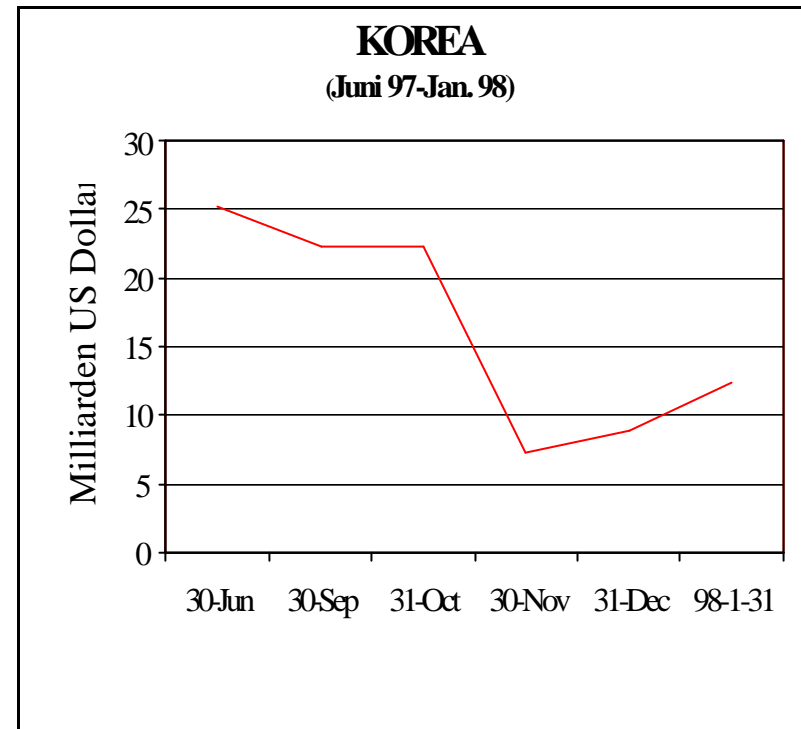
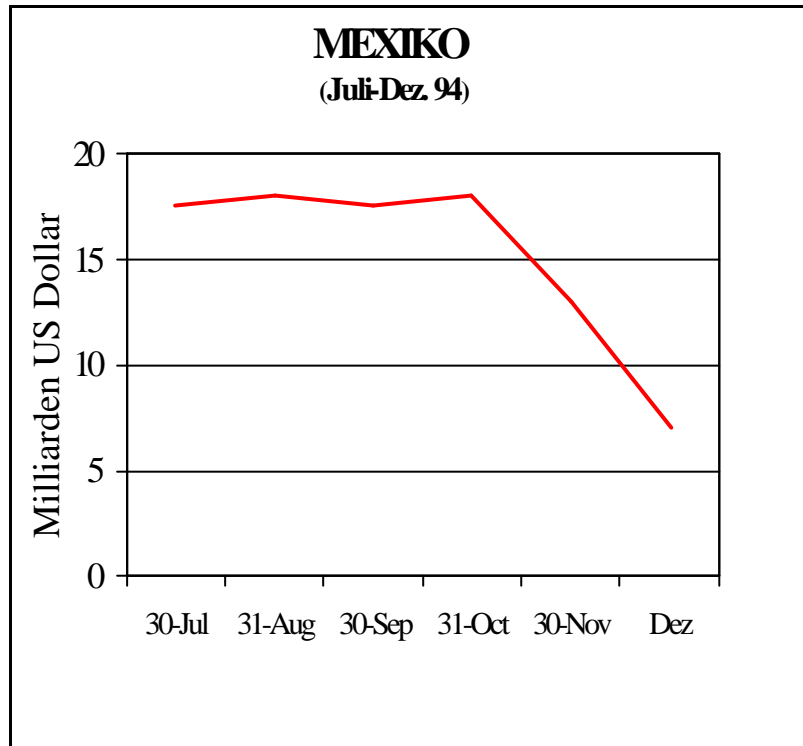
2.1 Volatilität der Kapitalströme

Im ersten Kapitel wurde erörtert, dass trotz der Finanzkrisen in Mexiko im Jahre 1994 und in Südostasien in den Jahren 1997 und 1998 die gesamten ausländischen Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer in den letzten Jahren enorm gestiegen sind. Es wurde auch gezeigt, dass ein immer höherer Betrag von Kapitalzuflüssen in die Schwellenländer erwartet werden kann, solange die Schwellenländer ihre Finanzsysteme weiter öffnen, auf ihren Finanzmärkten attraktive Renditen anbieten und positive ökonomische Bedingungen in den Industrieländern vorherrschen.

Die rapide Zunahme von Kapitalzuflüssen in die Schwellenländer ist aber nur eine langfristige Tendenz. Wie die Finanzkrisen in Schwellenländern (Mexiko, Thailand, Korea, Indonesien, Russland, Ecuador, der Türkei und Argentinien) in den letzten sieben Jahren zeigten, kann das ausländische Kapital heutzutage aus einem Schwellenland schnell abgezogen werden und auf diese Weise in dem Schwellenland enorme wirtschaftliche, soziale und auch politische Probleme auslösen. Das Problem der Fluktuationen der Kapitalströme ist nicht nur, dass sie im Verhältnis zur Größe einer Volkswirtschaft groß sind, sondern auch, dass sie sehr schnell erfolgen können, insbesondere, wenn ein Finanzsystem recht offen ist. Die Krisen in Mexiko und Asien zeigten, dass große Summen von Portfolioinvestitionen aus einem Schwellenland innerhalb von wenigen Tagen – manchmal nur Minuten – abgezogen werden können.

Die folgende Abbildung zeigt die Fluktuationen der Devisenreserven von Mexiko und Korea in der Wochen vor Beginn ihrer Währungskrisen. Zwischen dem 30. November und dem 31. Dezember 1994 verlor Mexiko mehr als 11 Milliarden Dollar an Devisenreserven aufgrund der Kapitalflucht und der fehlgeschlagenen Bemühungen der mexikanischen Zentralbank, den Wert des mexikanischen Peso gegenüber dem US-Dollar zu verteidigen. Wie die Abbildung zeigt, stand Korea fast drei Jahre später vor einem ähnlichen Problem. Zwischen dem 31. Oktober und dem 30. November 1997 verlor Korea ebenfalls aufgrund der Kapitalflucht und der nicht von Erfolg gekrönten Bemühungen der koreanischen Zentralbank, die koreanische Währung (Won) zu verteidigen, 15 Milliarden US-Dollar an Devisenreserven.

Abbildung 2.1: Devisenreserven von Mexiko und Korea in den Wochen vor ihrer Währungskrise



Quellen: Banco de México (1995): Informe Anual; Bank of Korea: Monthly Statistical Bulletin, verschiedene Jahrgänge.

Leider werden bisher in keinem Land täglich offizielle Informationen zu den Währungsreserven bekannt gegeben. Derartige Informationen würden es ermöglichen, besser zu erfassen, wie schnell das Kapital ein Land verlassen kann. Einige offizielle Quellen aus Mexiko berichteten, dass allein am 20. Dezember 1994 mehr als \$4 Milliarden US-Dollar das Land verlassen haben.¹⁹ Auch aus Korea wurde berichtet, dass an nur einem Tag, dem 16. November, mehr als 4 Milliarden US-Dollar das Land verlassen haben.²⁰

Genau so gewaltig wie die Kapitalabflüsse waren die internationalen Hilfspakete, die internationale Organisationen, wie der Internationale Währungsfonds und die Weltbank, den Schwellenländern zur Verfügung gestellt haben, um die Länder in Krisenzeiten wieder zu stabilisieren. Die folgende Tabelle zeigt den Umfang der internationalen Hilfspakete für Mexiko, Thailand, Indonesien, Südkorea, Brasilien, die Türkei und Argentinien.

Tabelle 2.1: Internationale Hilfspakete für Schwellenländer in Krisenzeiten (Milliarden US-Dollar)

Land	Zeitraum	Quellen				Summe
		IWF	Weltbank	Andere multilaterale Quellen	Bilaterale Quellen	
Mexiko	Feb. 1995	17,8	30,0	47,8
Thailand	Aug. 1997	3,9	1,5	1,2	10,5	17,1
Indonesien	Sep. 1997-März 99	12,0	5,5	4,5	26,1	48,1
Korea	Nov. 97	21,0	10,0	4,0	23,3	58,3
Russland	Juni 98-Juni 99	11,2	2,3	..	10,0	23,5
Brasilien	Dez. 1998	18,1	4,5	4,5	14,5	41,6
Türkei	Dez. 2000	10,4	10,4
Argentinien	Dez. 2000	11,7	2,4	2,6	21,0	37,5
SUMME		106,1	26,2	16,6	135,4	284,3

Quelle: Weltbank (2001), Global Development Finance. Washington, DC, Weltbank, S. 124.

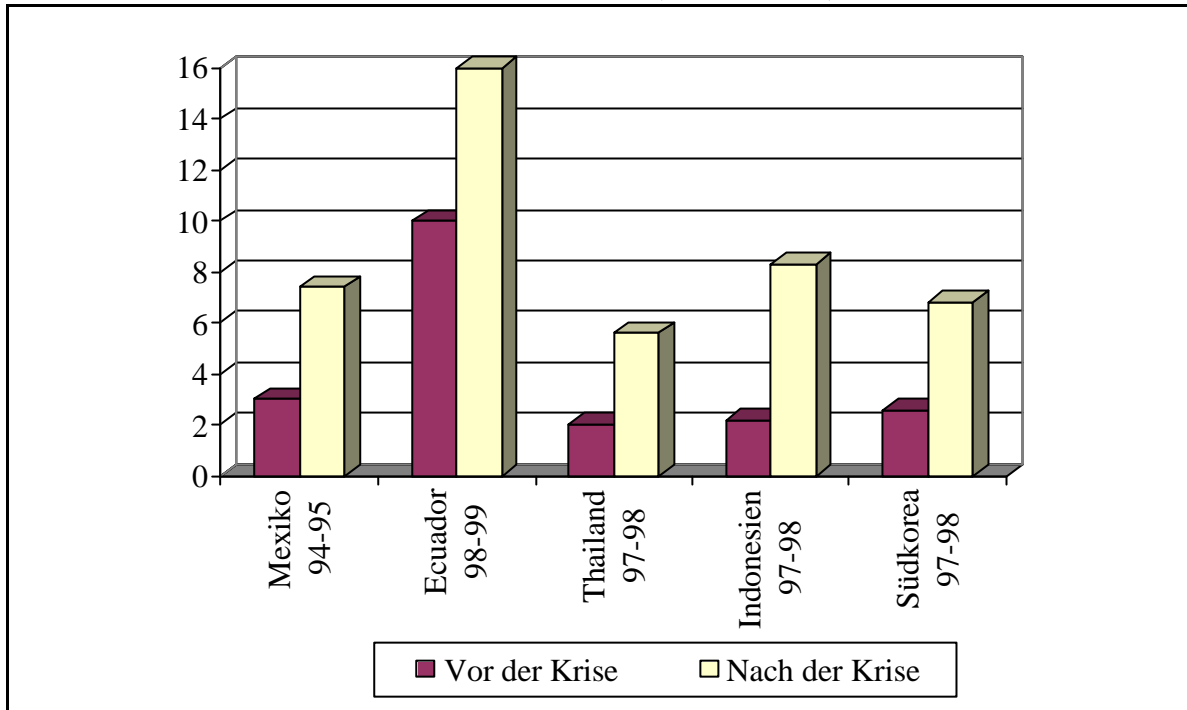
Die sozialen Konsequenzen einer Finanzkrise sind dramatisch für die Schwellenländer. Nicht nur höhere Inflationsraten, abgewertete Währungen oder eine Wirtschaftsrezession sind die Folgen einer Finanzkrise, sondern auch höhere Arbeitslosigkeit, Kriminalität und Armut. Die folgende Abbildung

¹⁹ Vgl. Weintraub, Sydney (2001): The Mexican Financial Crisis and U.S. Financial Rescue. In: http://www.csis.org/simonchair/0103_mexican.html

²⁰ Vgl. Korea Times. 17. November 1997.

illustriert, wie schnell die Arbeitslosenzahl in Mexiko, Thailand, Südkorea, Indonesien und Ecuador nach dem Ausbruch ihrer Finanzkrisen gestiegen ist.

Abbildung 2.2: Die Arbeitslosenzahlen vor und nach den Finanzkrisen in Schwellenländern (in Prozent)



Quellen: Weltbank (2000), INEGI (2001), Banco Central del Ecuador (2001), Bank of Korea (2001).

Viele Autoren haben nachgewiesen, dass Finanzkrisen nicht nur zu einer rapiden Zunahme der Armut, sondern auch zu einer stärkeren Kluft zwischen Arm und Reich in den Schwellenländern führen, da es für die ärmeren Familien eines Landes am schwierigsten ist, sich von einer Krise zu erholen. Die Weltbank berichtet in ihrem *World Development Report* für die Jahre 2000/2001:

Es besteht ein deutlicher Zusammenhang zwischen einem makroökonomischen Abschwung und dem Anstieg der Armut. Im Verlauf von Krisen werden viele Menschen vorübergehend arm, und die sozialen Indikatoren verschlechtern sich oder verbessern sich nur langsam. Verschiedene Daten legen nahe, dass sich das Humankapital armer Leute, insbesondere armer Kinder, verschlechtern kann. Der dadurch angerichtete Schaden kann irreversibel sein, wodurch die Fähigkeit dieser Kinder, bei Erreichen des Erwachsenenalters der Armut zu entkommen, vermindert wird.

Wirtschaftskrisen können sowohl Armen als auch Reichen Schaden zufügen. Jedoch haben sie für diejenigen, die bereits in Armut oder nicht weit über der Armutsgrenze leben, bei weitem verheerendere Folgen. [...] Arme Menschen verfügen in der Regel nicht über ausreichende Ersparnisse oder Versicherungen, um die schlechten Zeiten zu überstehen, und haben wenig oder keinen Zugang zu sozialen oder marktwirtschaftlichen Sicherungssystemen. (Weltbank 2000, S. 162)

In diesem Sinne sind die rapiden und hohen Fluktuationen von Kapitalzuflüssen bzw. Kapitalabflüssen heutzutage das größte Problem, mit dem die Schwellenländern im Zeitalter der finanziellen Globalisierung konfrontiert sind. Um die Probleme der Volatilität der Kapitalströme in die Schwellenländer verstehen zu können, ist es wichtig zu erkennen, welche Faktoren plötzliche und hohe Kapitalabflüsse aus einem Schwellenland verursachen können.

Die traditionelle wirtschaftswissenschaftliche Literatur zeigt, dass Kapitalabflüsse auf makroökonomische Faktoren, wie Bewegungen der internationalen Zinssätze, die Risikotoleranz der Investoren oder eine einfache finanzielle Ansteckung, zurückgeführt werden können.²¹ Neue wirtschaftswissenschaftliche Analysen haben gezeigt, dass Kapitalabflüsse auch auf einen Verlust des Vertrauens der Investoren in einen Markt zurückgeführt werden können, insbesondere, wenn die makroökonomischen Fundamentaldaten eines Landes schwach sind oder wenn ein politisches oder ökonomisches Ereignis die wirtschaftlichen Aussichten eines Landes bedroht.

2.1.1 Volatilität aufgrund von Zinsraten

Aus makroökonomischer Sicht reagieren die privaten Kapitalzuflüsse bzw. -abflüsse in Schwellenländern auf Bewegungen von Zinssätzen auf ausländischen Finanzmärkten. Für eine gegebene Risikobereitschaft kaufen die Anleger Aktien oder Bonds (Portfolioinvestitionen), um Gewinne zu erzielen. Daher sind die

²¹ Ein weiterer Faktor, der als Ursache für die Volatilität der Finanzmärkte in Schwellenländern angesehen wird, ist das so genannte „investor herding“. Das „Herdenverhalten“ der Investoren bezieht sich auf die Tatsache, dass einzelne Fondsmanager oft den Entscheidungen anderer Fondsmanager oder den Tendenzen der Märkte folgen, ohne eine Bewertung ihrer Portfolien vorzunehmen. Ein solches Verhalten einzelner Fondsmanager verstärkt positive oder negative Tendenzen auf einem Finanzmarkt, die schnell zu großen Tendenzen eskalieren können. Vgl. Avinash Persaud (2000): *Sending the Herd Off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction Between Herding and Market-Sensitive Risk Management Practices*. Washington, DC, Institute of International Finance.

ausländischen Portfolioinvestitionen in einem bestimmten Schwellenland von der Differenz zur Gewinnspanne des Kapitals auf anderen Finanzmärkten abhängig. Werden die Zinssätze auf einem anderen Markt von einem Tag zum anderen attraktiver (höher), kann das Kapital in wenigen Minuten von einem Markt auf einen anderen attraktiveren Markt übertragen werden.

Zinsbewegungen spielen eine wichtige Rolle bei der Volatilität von kurzfristigen Investitionen wie Portfolioinvestitionen in Schwellenländern, aber nicht im Fall von Direktinvestitionen. Im Gegensatz zu Portfolioinvestitionen reagieren Direktinvestitionen nur schwach auf Zinsbewegungen auf anderen Finanzmärkten. Wie im vorigen Kapitel analysiert wurde, sind sie eher langfristige Investitionen in Schwellenländer, die nicht in wenigen Minuten von einem Land abgezogen werden können. Daraus können wir schließen, dass die privaten Kapitalzuflüsse umso volatiler sind, je größer der Anteil der Portfolioinvestitionen in einem Schwellenland ist.

2.1.2. Vertrauen der Investoren und makroökonomische Fundamentaldaten

Die Volatilität der Kapitalströme ist nicht nur auf die Zinsbewegungen zurückzuführen, sondern auch auf das Vertrauen der ausländischen Investoren in die ökonomischen Fundamentaldaten eines Schwellenlandes. Verschlechtern sich die makroökonomischen Aussichten eines Schwellenlandes, werden die Investoren ihr Kapital auf sichere Märkte übertragen.

Wann und unter welchen Bedingungen verlieren die internationalen Investoren ihr Vertrauen in ein Schwellenland? Viele renommierte Wirtschaftswissenschaftler –wie L. Summers (1995) - haben gezeigt, dass die Wahrscheinlichkeit eines rapiden und hohen Kapitalabflusses – und somit einer Finanzkrise – groß ist, wenn die Laufzeit der Auslandsschuld eines Landes kurz ist, die Devisenreserven das Leistungsbilanzdefizit nicht mehr als drei Monate finanzieren können, das Leistungsbilanzdefizit selbst mehr als 5% des BIP eines Landes beträgt und der Wechselkurs überwertet ist.

Einige Autoren haben versucht, wirtschaftswissenschaftliche Modelle zu entwickeln, um die Verwundbarkeit eines Schwellenlandes gegenüber Kapitalabflüssen oder einer Währungskrise zu messen. Eine Gruppe von Autoren sieht in der Struktur und dem Fälligkeitstermin der Staatsverschuldung die kritischen Faktoren, die zu einer Währungskrise führen können. Rodrik und Velasco (1999) zum Beispiel haben empirisch nachgewiesen, dass die Länder mit hohen kurzfristigen Schulden in ausländischen Währungen und niedrigen Währungsreserven oft unter schwereren Krisen leiden als Länder mit niedrigeren kurzfristigen Schulden oder höheren Währungsreserven. Diesen Autoren zufolge

wird eine Währungskrise ausgelöst, wenn die ausländischen Investoren erfahren, dass eine Regierung unfähig ist, ihre finanziellen Verpflichtungen schnell umzuschulden. Daher ist die starke Abhängigkeit von kurzfristigen Schulden äußerst gefährlich für Schwellenländer, insbesondere wenn ein großer Anteil der Staatsverschuldung in ausländischer Währung beziffert ist.

In einem ähnlichen Ansatz sehen Sachs, Tornell and Velasco (1996) in den folgenden drei Variablen die besten Indikatoren für mögliche Kapitalabflüsse oder sogar eine Währungskrise in Schwellenländern: ein überbewerteter realer Wechselkurs, niedrige Devisenreserven und eine rapide Zunahme der Bankkredite.

Obwohl die obigen Modelle auf ausgefeilten mathematischen Methoden basieren, erweisen sie sich doch als unzureichend, um die Währungskrisen in einer großen Zahl von Schwellenländern zu erklären. Einige Autoren, wie Edison (2000) oder Tomás Baliño (1999), haben versucht, die obigen Modelle bei der Analyse der Asienkrise anzuwenden. Die Erklärungskraft dieser Modelle war unterschiedlich. Einige Modelle konnten die Krise in einem Land erklären, die anderen jedoch nicht. Auch dem IWF ist es bisher nicht gelungen, bessere Modelle von Frühwarnsystemen zu entwickeln:

Die meisten Direktoren {des IWFs} stimmten mit dem vorherrschenden selektiven Ansatz zur Verbreitung und Nutzung von Frühwarnsystem-Modellen überein angesichts des Stands der Technik und weil die Ergebnisse heikel und ungenau sein können. Da nur in etwa der Hälfte der Fälle, für die solche Modelle Warnsignale gesendet hätten, tatsächliche Währungskrisen aufgetreten seien, müssten ihre Ergebnisse gründlich durchdacht und auf jeden Fall selektiv und umsichtig genutzt werden. (IMF, Jahresbericht 2000, S. 35)

Dies spiegelt die Tatsache wider, dass unsere Kenntnisse über die unterschiedlichen Ursachen der Finanzkrise noch beschränkt sind. Bisher wurden die Ursachen von Finanzkrisen und der Volatilität der Kapitalströme vor allem von Wirtschaftswissenschaftlern untersucht. Der Beitrag der politischen Wissenschaft und anderer Disziplinen zu diesem Thema ist noch gering, obwohl politische Faktoren und Ereignisse eine wichtige Rolle bei der Lösung einer Finanzkrise spielen. Ein öffentlicher Streit zwischen höchsten Repräsentanten des türkischen Staats löste in der Türkei im Februar 2001 eine Finanzkrise aus. Wie am Beispiel Mexiko im nächsten Kapitel gezeigt werden soll, waren auch hier die politischen Ereignisse eine der wichtigsten Ursachen für die Finanzkrise der Jahre 1994-1995.

Zur Zeit gibt es nur wenige Wirtschaftswissenschaftler, die die politischen Ereignisse oder Variablen bei der Erklärung von Finanzkrisen berücksichtigt haben. M. Bussiere (1999) zum Beispiel findet, dass politische Variablen eine hohe Erklärungskraft bei der mexikanischen Krise des Jahres 1994 und bei der Asienkrise haben können. Sergio Schmukler (1999) hat starke Korrelationen zwischen den politischen Ereignissen in Schwellenländern und der Volatilität der ausländischen Portfolioinvestitionen festgestellt. Obwohl die obigen Studien die Bedeutung von politischen Ereignissen und Prozessen bei der Erklärung von Währungskrisen zeigen, reichen sie noch nicht aus, um eine Theorie oder ein Modell zu formulieren, die den Zusammenhang zwischen ökonomischen und politischen Variablen bei einer Finanzkrise erklären könnten. In diesem Sinne konzentriert sich die Forschung im Bereich Finanzkrisen und Volatilität von Kapitalzuflüssen noch auf wirtschaftliche Variablen.

2.2 Finanzielle Ansteckung zwischen Ländern (cross-country contagion)

Die Volatilität der Portfolioinvestitionen in einem Schwellenland wird auch durch so genannte „finanzielle Ansteckungen“ vergrößert. Finanzielle Ansteckungen ergeben sich, wenn eine Finanzkrise in einem Land unmittelbare Bewegungen bei dem Wechselkurs, den Aktienpreisen oder den Preisen von anderen Finanzinstrumenten in einem anderen Land verursacht. Prinzipiell gibt es zwei Formen von finanziellen Ansteckungen: Die erste Ansteckungsform zeigt sich, wenn eine Finanzkrise in einem Land die ausländischen Investitionen in anderen Nachbarländern beeinträchtigt, weil sie ähnliche makroökonomische Problemen wie das erste Land haben. Einige Autoren sehen diese Form von Ansteckung eher als ein normales Ereignis, insbesondere wenn zwei Volkswirtschaften durch ihren Außenhandel stark vernetzt sind (Dornbusch, Claessens und Park, 2000). Die zweite Form von finanzieller Ansteckung ergibt sich, wenn eine Finanzkrise in einem Land die ausländischen Investitionen in anderen Ländern mit starken und gesunden makroökonomischen Fundamentaldaten beeinträchtigt. Diese Form könnte als „echte“ finanzielle Ansteckung bezeichnet werden.

Es gibt viele Beispiele dafür, wie sich eine Finanzkrise schnell von einem Land auf andere Länder übertragen kann. Dieses Phänomen wird sowohl von Journalisten als auch von Akademikern als Tequila-, Tango- oder Dragon-Effekt usw. bezeichnet. Am Beispiel des Tequila-Effekts kann illustriert werden, wie schnell sich eine Krise von einem Land mit schwachen makroökonomischen Fundamentaldaten auf andere Länder mit starken makroökonomischen Fundamentaldaten übertragen kann.

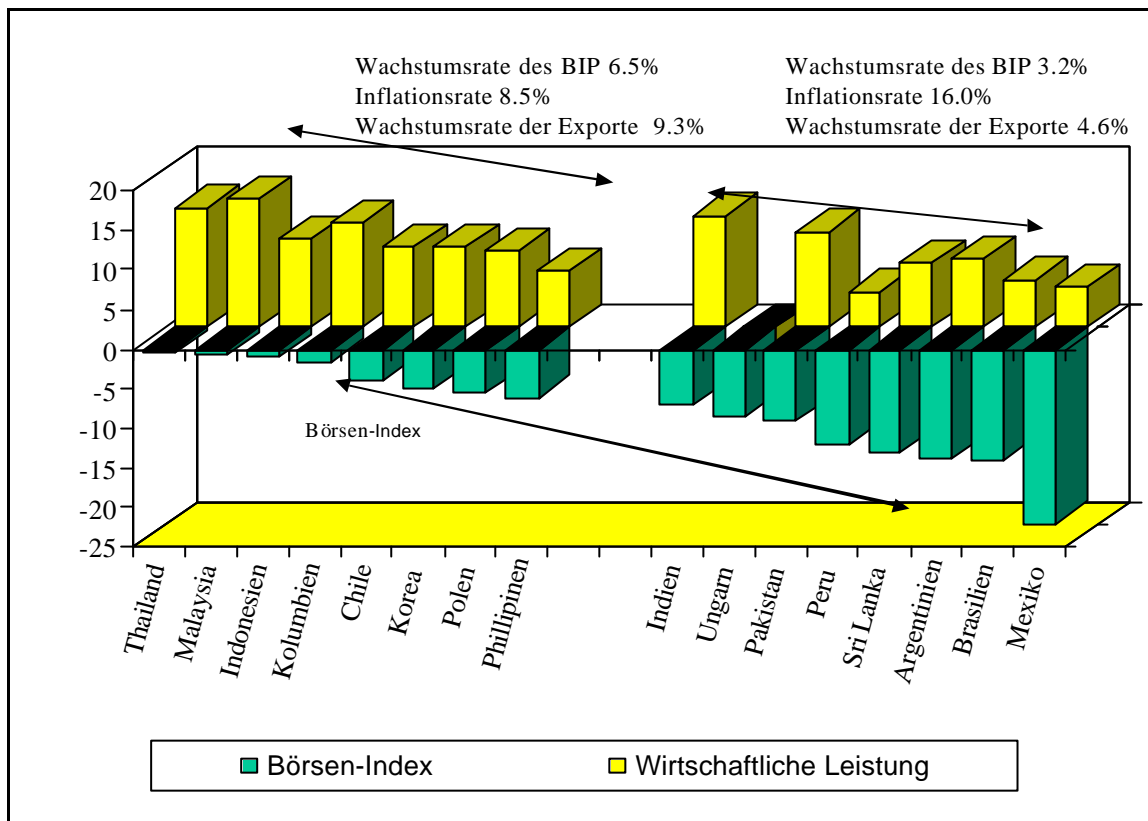
Die erste Reaktion der ausländischen Investoren auf die mexikanische Finanzkrise vom Dezember 1994 bestand darin, einen großen Teil ihrer

Portfolioinvestitionen nicht nur aus den mexikanischen Finanzmärkten, sondern auch aus allen so genannten „emerging markets“ abzuziehen, ohne die makroökonomischen Fundamentaldaten der einzelnen „emerging markets“ geprüft zu haben. In den ersten drei Monaten des Jahres 1995 wurden alle Schwellenländer der Welt von der Panik auf den mexikanischen Finanzmärkten betroffen. Das Übergreifen der mexikanischen Finanzkrise auf andere Schwellenländer war an vielen Indikatoren abzulesen, insbesondere aber am Aktienpreisindex der Börsen.

Die Weltbank hat ein Modell entwickelt, um die Auswirkungen der mexikanischen Finanzkrise auf andere Schwellenländer zu messen. Das Modell versucht, eine zahlenmäßige Einschätzung der Auswirkungen der mexikanischen Krise auf die Aktienmärkte von 15 anderen Schwellenländern für den Zeitraum vom 16. Dezember 1994 bis zum 31. Mai 1995 abzugeben. Die folgende Abbildung stellt die Ergebnisse des Modells dar. Sie zeigt einen Index zum Fall von Aktienpreisen und stellt ihm einen zweiten Index gegenüber, der die makroökonomischen Fundamentaldaten der betroffenen Schwellenländer abschätzt (gemessen durch drei Variablen: durchschnittliche Inflationsrate, Wachstumsrate des BIP und Wachstumsrate der Exporte).

Die Abbildung 2.3 zeigt, dass die Auswirkungen der mexikanischen Krise auf die Schwellenländer unterschiedlich waren. Die Länder mit starken makroökonomischen Fundamentaldaten wurden am wenigsten von der mexikanischen Krise betroffen. Zu dieser Gruppe gehörten Thailand, Malaysia, Indonesien, Kolumbien, Chile, Südkorea, Polen und die Philippinen. Im Durchschnitt erzielten diese Länder ein BIP-Wachstum von 6,5%, eine Inflationsrate von 8,5% und einen Export-Zuwachs von 9% im Jahr 1994. Im Gegensatz dazu wurden die Länder, die schwache makroökonomische Fundamentaldaten hatten, stark von den Auswirkungen der mexikanischen Krise betroffen. Zu dieser Gruppe gehörten Indien, Ungarn, Pakistan, Peru, Sri Lanka, Argentinien und Brasilien. Im Durchschnitt erzielten diese Länder ein BIP-Wachstum von 3,5%, eine Inflationsrate von 16% und einen Export-Zuwachs von 4,6% im Jahr 1994.

Abbildung 2.3: Auswirkungen der mexikanischen Krise auf die Aktienpreise in anderen Schwellenländern (1994-1995)



Quelle: Weltbank (1997): Private Capital Flows to Developing Countries; the Road to Financial Integration. Oxford, Oxford University Press, S. 138.

Die gleiche Studie der Weltbank hat herausgefunden, dass die Ansteckung einer Finanzkrise auf Länder mit starken makroökonomischen Fundamentaldaten in der Regel nur kurzfristig ist. Sobald ausländische Investoren die makroökonomischen Fundamentaldaten der betroffenen Länder wieder besser bewerten und differenzieren können, stabilisieren sich die Finanzmärkte von gesunden Ländern. In diesem Sinne sind die Länder, die über keine guten makroökonomischen Fundamentaldaten verfügen, besonders anfällig für finanzielle Ansteckungen. Länder mit schwachen makroökonomischen Fundamentaldaten, d.h. schwachen Bankensektoren, überwerteten Währungen, unhaltbaren Wechselkursen und hohen Leistungsbilanzdefiziten können das Vertrauen der Investoren schnell verlieren und sind daher anfälliger für große Kapitalabflüsse als Länder mit starken makroökonomischen Fundamentaldaten.

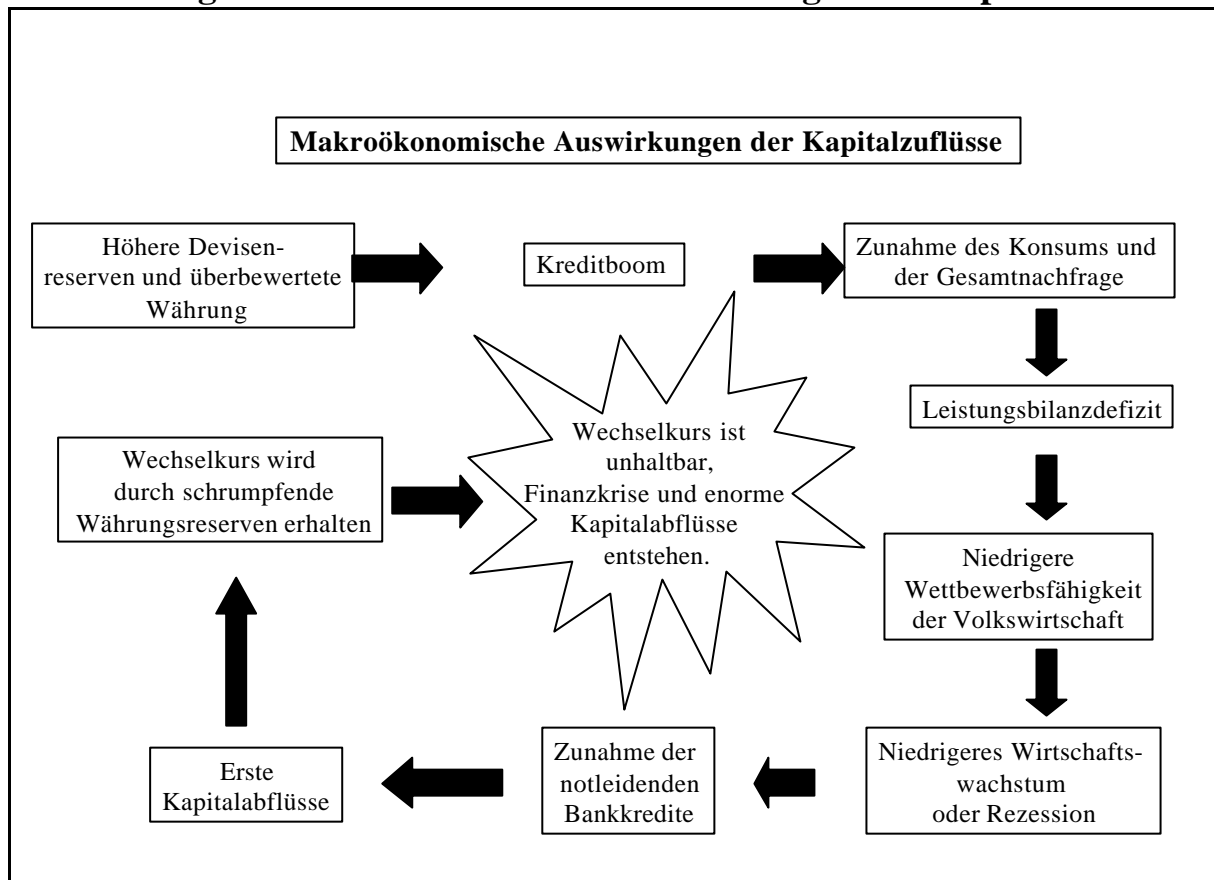
2.3 Überhitzung einer Volkswirtschaft aufgrund von Kapitalzuflüssen

Die Volatilität der Kapitalströme oder die Ansteckung von Finanzkrisen sind nicht die einzigen Probleme, mit denen die Schwellenländer im Zeitalter der Globalisierung der Finanzmärkte konfrontiert sind. Die Kapitalzuflüsse können auch ernsthafte makroökonomische Probleme innerhalb der Schwellenländer verursachen, insbesondere wenn die Kapitalzuflüsse im Verhältnis zur Größe einer Volkswirtschaft hoch sind.

Die ökonomischen Aussichten eines Schwellenlandes verbessern sich normalerweise in den Augen der internationalen Investoren rasch, wenn ein Schwellenland seine Volkswirtschaft und sein Finanzsystem öffnet und weitere Wirtschaftsreformen umsetzt. Eine bessere Wirtschaftslage zieht in der Regel weitere Kapitalzuflüsse an, welche zu einem rapiden Anstieg der Gesamtnachfrage sowie zu einer rapiden Expansion der Bankkredite in einem Schwellenland führen können. Dieses Problem wird in der Volkswirtschaftslehre als das Problem der „Überhitzung“ (overheating) bezeichnet, welche eine Volkswirtschaft in einen Zustand von gefährlicher Verwundbarkeit versetzen kann, insbesondere wenn das exzessive Wachstum der Gesamtnachfrage nicht rechtzeitig durch die Geld- und Fiskalpolitik kontrolliert wird.

Es ist nicht möglich, im Rahmen der vorliegenden Arbeit eine ausführliche Analyse des komplexen Problems der Überhitzung einer Volkswirtschaft vorzunehmen. Wir werden uns hier darauf beschränken, zu beschreiben, welche die wichtigsten makroökonomischen Auswirkungen der Kapitalzuflüsse sind, unabhängig von anderen wichtigen Faktoren wie dem Wechselkursregime, der Währungspolitik oder der Gesundheit eines Finanzsystems. Die folgende Abbildung illustriert das Problem der Überhitzung einer Volkswirtschaft aufgrund von Kapitalzuflüssen.

Abbildung 2.4: Makroökonomische Auswirkungen der Kapitalzuflüsse



Ohne eine adäquate Geld- und Fiskalpolitik führen die Kapitalzuflüsse zur rapiden Zunahme von Bankkrediten und somit zu einem schnellen Wachstum des Konsums innerhalb eines Landes, weil Unternehmen und Familien über ein (allerdings nur vorübergehendes) zusätzliches Einkommen aufgrund der Kapitalzuflüsse verfügen. Wie die obige Abbildung zeigt, schlägt sich dies in einem zunehmenden Leistungsbilanzdefizit und einer rapiden Überbewertung der nationalen Währung nieder. Aufgrund der rapiden Überbewertung der Währung verliert die Volkswirtschaft im Laufe der Zeit ihre Wettbewerbsfähigkeit. Infolgedessen wird das Wachstum der Volkswirtschaft gebremst. Bei einem derartigen ökonomischen Szenario ist es für die Unternehmen und Personen immer schwieriger, ihre Kredite zurückzuzahlen. Die Akteure auf dem Markt erfahren, dass Banken und Unternehmen in Schwierigkeiten sind und eine Abwertung der Währung nötig wäre. Dennoch bestehen Finanzbehörden oft darauf, den Wechselkurs unverändert beizubehalten, um eine Rezession der Wirtschaft oder eine Panik auf den Finanzmärkten zu vermeiden. Sie verteidigen den Wechselkurs gegenüber Spekulationen und verlieren damit die Währungsreserven. Der Wechselkurs ist dann nicht mehr zu halten, und bald wird eine tiefe Währungskrise ausgelöst. Graciela Kaminsky, eine renommierte Expertin für Währungskrisen, beschreibt

die makroökonomischen Auswirkungen von Kapitalzuflüssen in Schwellenländern so:

„Kapitalzuflüsse ... können zu Überschuldungsprozessen mit gleichzeitigen Konsumbooms und exzessiven Leistungsbilanzdefiziten führen. Meist wird die exorbitante Ausweitung der Kreditaufnahme begleitet von einem Boom auf den Aktien- und Immobilienmärkten. Die Überschuldung führt zu einer Erhöhung des realen Wechselkurses, einem Verlust der Wettbewerbsfähigkeit und einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. Wenn die Wirtschaft in eine Rezession gerät, macht die exzessive Kreditaufnahme während des Booms die Banken anfälliger für eine Krise, wenn die Rezession einsetzt. Diese Situation wird noch verkompliziert durch das zu starke Engagement der Finanzinstitute auf den Aktien- und Immobilienmärkten, wodurch die Banken noch anfälliger werden, wenn die Spekulationsblasen kurz vor Einsetzen der Rezession platzen. Die Verschlechterung der Leistungsbilanz wiederum führt dazu, dass die ausländischen Investoren zunehmend hinsichtlich der Möglichkeit eines Ausfalls ihrer Kredite besorgt sind. Wenn der Bankensektor sich gleichzeitig in einer fragilen Situation befindet, wird die Aufgabe, die inländische Währung zu verteidigen, noch schwerer und kann unter Umständen zu einem Kurseinbruch der inländischen Währung führen.“ (G. Kaminsky 1999, S. 5)

Selbstverständlich sind die makroökonomischen Auswirkungen von Kapitalzuflüssen von vielen anderen ökonomischen und institutionellen Faktoren abhängig, wie dem Wechselkursregime, der Währungs- und Steuerpolitik, der Kapitalkontrolle oder der Effizienz der Banken in Schwellenländern.

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit ist es allerdings nicht möglich, die Bedeutung aller oben dargestellten Faktoren zu diskutieren. Die folgende Sektion beschränkt sich daher auf die Analyse der Frage, warum ein gesunder Bankensektor wichtig geworden ist, um die makroökonomische Stabilität der Schwellenländer im Zeitalter der Globalisierung zu erhalten. Wie im folgenden Kapitel analysiert wird, ist ein schwacher Bankensektor eine der wichtigsten Ursachen für die tiefen Finanzkrisen in Mexiko, Asien, Ecuador, Russland, der

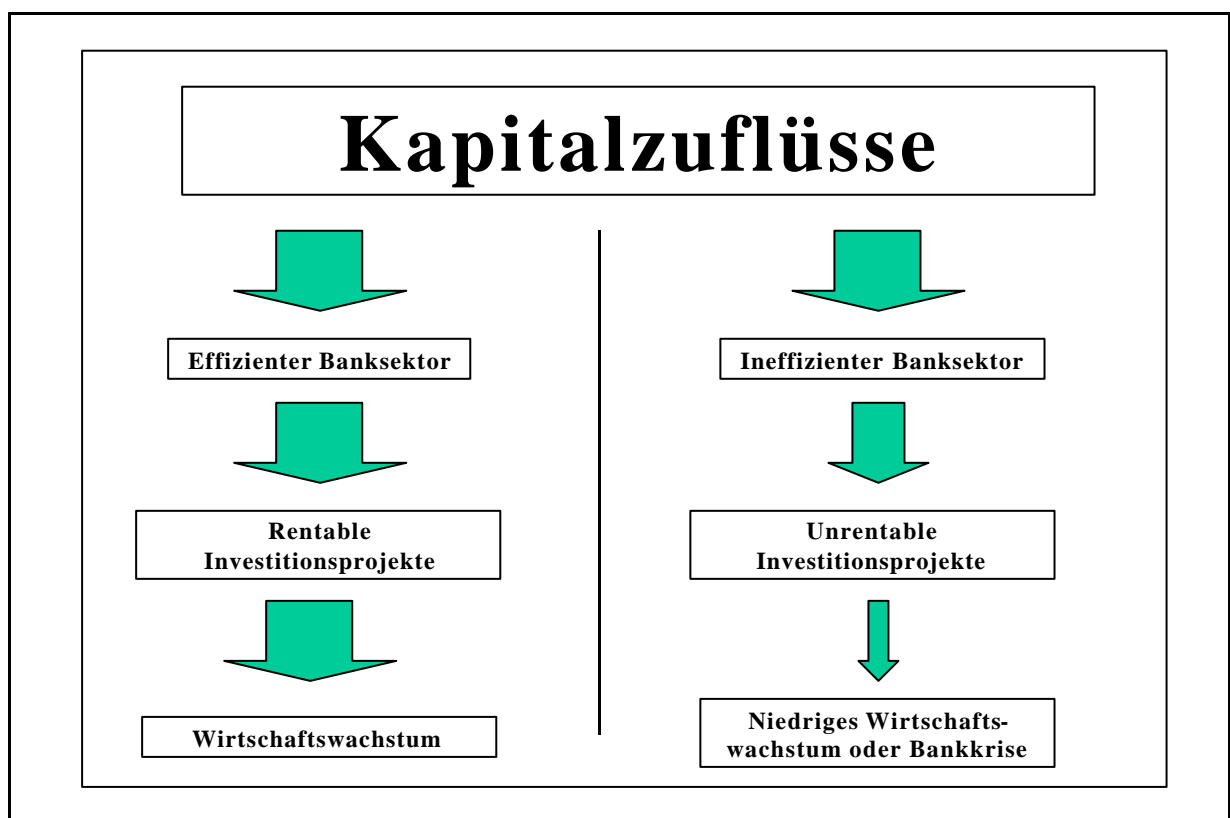
Türkei und anderen Länder gewesen, die sich in den letzten Jahren für ausländische Kapitalströme geöffnet haben.

2.4 Kapitalzuflüsse und Bankenrisiken

Die Kapitalzuflüsse können nicht nur zu einer Überhitzung einer Volkswirtschaft, sondern auch zu einer so genannten Bankenkrise führen, insbesondere wenn die Banken in einem Land nicht in der Lage sind, die Kredite in rentablen Investitionsprojekten anzulegen.

Die finanziellen Ressourcen, die die Firmen, die Börse oder die Finanzinstitute in einem Schwellenland aus dem Ausland erhalten, werden zum großen Teil in das inländische Bankensystem eingezahlt. Später sollen diese neuen finanziellen Ressourcen als Kredite an Unternehmen oder Personen in einem Schwellenland vergeben werden. Im Zeitalter der Globalisierung ist die Gesundheit eines Bankensystems entscheidend, damit ein Schwellenland die ausländischen Kapitalzuflüsse dazu nutzen kann, rentable Investitionsprojekte zu finanzieren, welche die Schaffung von neuen Arbeitsplätzen sowie ein höheres ökonomisches Wachstum in Schwellenländern ermöglichen.

Abbildung 2.5: Wirkungen der Kapitalzuflüsse in effizienten und ineffizienten Bankensystemen



Wie obige Abbildung zeigt, können die Kapitalzuflüsse die Anfälligkeit eines Schwellenlandes für eine Finanzkrise erhöhen, wenn die Banken in einem Schwellenland ineffizient oder korrupt sind. Wenn die Banken schlecht gemanagt werden oder ein großer Teil der Bankkredite aufgrund politischer oder institutioneller Faktoren in unrentable Projekte investiert wird, verschlechtern sich die Kreditportfolios der Banken, da ein Großteil der Kredite nicht mehr zurückgezahlt werden kann.

In einem solchen ineffizienten oder korrupten Bankensystem führen die ausländischen Kapitalzuflüsse zu einem schnellen Wachstum der schlechten Bankkredite und damit zu einer Akkumulation der Risiken in den Banken. Eine derartige Situation ist oft nicht offensichtlich, da die Bankenaufsicht schlecht ist, oder die Banken die Informationen über ihre Verluste oder Risiken manipulieren können. Oftmals sind solche Probleme schwer zu erkennen, wenn eine Volkswirtschaft in einem Prosperitätszyklus ist und Banken genug Gewinn machen können. Lange ist eine solche Situation aber nicht haltbar, da die ausländischen Kapitalzuflüsse sowie die Depositen in den Banken zurückbezahlt werden müssen. Eine Bankenkrise entsteht, sobald die Anleger erfahren oder vermuten, dass ihr Sparguthaben in den Banken nicht mehr sicher ist, da die Banken bankrott oder in großen finanziellen Schwierigkeiten sind.

Da die ausländischen Kapitalzuflüsse eine wichtige Rolle bei der Auslösung von Wirtschaftskrisen und Bankenkrisen spielen, werden sie häufig als „Zwillingskrisen“ (twin crises) bezeichnet.²² Tatsächlich kann eine Bankenkrise zu einer Wirtschaftskrise führen und umgekehrt. Einerseits schwächt eine Wirtschaftskrise die Fähigkeit von Schuldern, Unternehmen oder Personen, ihre Kredite zurückzuzahlen. Andererseits kann ein schwaches Bankensystem die Verfügbarkeit von Krediten zur Finanzierung von Investitionsprojekten stark reduzieren und somit das Wirtschaftswachstum eines Landes bremsen. In beiden Fällen verstärken sich die Probleme der Banken und der Volkswirtschaft gegenseitig und führen zu tiefen Krisen in den Schwellenländern.

2.4.1 Zunahme der Bankkredite

Wenn Kapitalzuflüsse im Verhältnis zur Größe einer Volkswirtschaft hoch sind, entstehen in der Regel so genannte „lending booms“ (rapide Kreditexpansion), da die ausländischen Kapitalzuflüsse dazu verwendet werden, inländische Investitionsprojekte oder den Konsum zu finanzieren. Wie die folgende

²² Vgl. G. Kaminsky und C. Reinhart (1996): “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems,” International Finance Discussion Paper 544 (Washington, Federal Reserve Board).

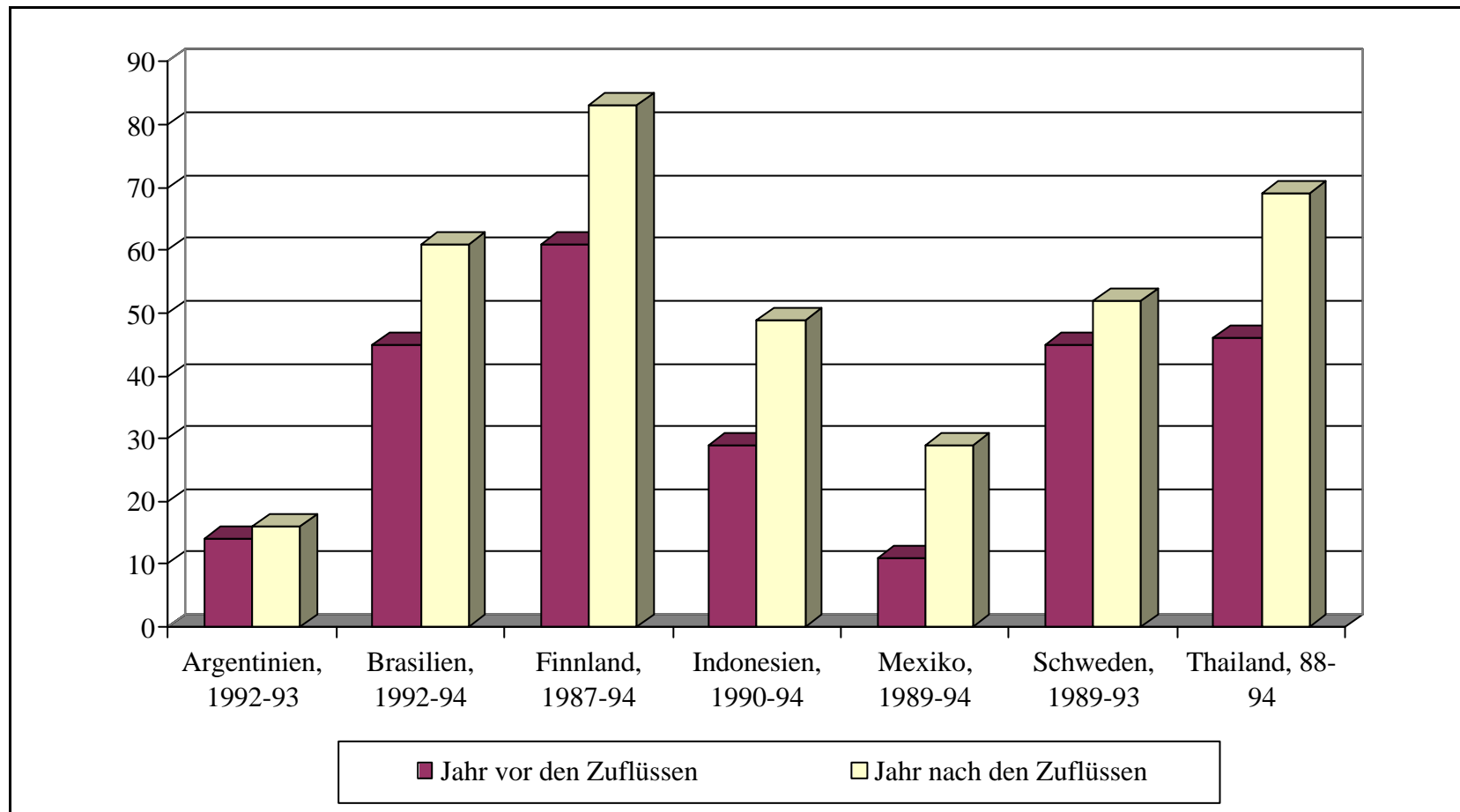
Abbildung zeigt, ist die rapide Zunahme von Bankkrediten ein typisches Phänomen für die Schwellen- oder Industrieländer, die Kapitalzuflüsse erhalten.

Theoretisch sollen durch die „lending booms“ rentable inländische Investitionsprojekte finanziert werden und auf diese Weise ein größeres Wirtschaftswachstum eines Landes herbeigeführt werden. Doch wenn der Bankensektor schwach ist und Kredite unrentablen Projekten zugeführt werden, sind die so genannten „lending booms“ ein typisches Symptom einer Bankenkrise.

In vielen Studien wurde herausgefunden, dass die institutionellen Rahmenbedingungen der Bankensysteme in Schwellenländern in der Regel schwach sind. Die Bankenaufsicht und die die Banken betreffenden Rechtsvorschriften sind in Schwellenländern oftmals unzureichend. Die Kontrollen hinsichtlich der die Banken eventuell bedrohenden Risiken sind begrenzt und die Informationen über die finanzielle Gesundheit der Banken nicht zuverlässig. Außerdem ist der Prozess der Kreditvergabe oftmals stark von politischen Faktoren beeinflusst. Infolgedessen werden Kredite an Unternehmen oder Personen ohne ausreichende Kreditwürdigkeit oder die Fähigkeit, ihre Kredite zurückzuzahlen, vergeben. Es gibt zahlreiche Anekdoten aus Schwellenländern über Bankkredite, die letzten Endes zur Finanzierung von politischen Kampagnen benutzt wurden. Manchmal erhalten sogar bankrotte Unternehmen Kredite, wenn deren Besitzer große politische Macht haben. Alle diese Formen von Krediten werden am Ende zu Verlusten für die Banken, weil sie nicht zurückgezahlt werden können.

Wenn die Bankkredite ohne eine adäquate Bewertung der Fähigkeit der Schuldner, ihre Kredite zurückzuzahlen, oder der Rentabilität der Investitionsprojekte vergeben werden, steigt automatisch die Summe der notleidenden Bankkredite. Infolgedessen verschlechtert sich die finanzielle Situation der Banken. Auf diese Weise werden die ausländischen Kapitalzuflüsse, die theoretisch rentable Investitionsprojekte und somit ein höheres Wirtschaftswachstum eines Landes finanzieren sollen, verschwendet. In diesem Sinne ist heutzutage ein ineffizientes Bankensystem ein großes Hindernis für die adäquate Nutzung von Kapitalzuflüssen.

Abbildung 2.6: Bankkredite für den privaten Sektor in ausgewählten Industrie- und Schwellenländern (in Prozent des BIP)



Quelle: IMF: International Financial Statistics. Verschiedene Jahrgänge.

Die Kombination von hohen ausländischen Kapitalzuflüssen und einem schwachen inländischen Bankensektor ist heutzutage eine der wichtigsten Ursachen von Finanzkrisen in Schwellenländern. Die rapide Öffnung (Liberalisierung) eines Landes für Anfälligkeit eines Landes gegenüber einer Finanzkrise, wenn das inländische Bankensystem nicht in der Lage ist, die Kapitalzuflüsse in rentable Investitionsprojekte weiterzuleiten. Daher ist heutzutage die rapide Öffnung eines Landes für Kapitalzuflüsse eine riskante Entscheidung für Länder mit schwachen Bankensektoren.

Wie die folgende Tabelle zeigt, haben die meisten Versuche der Schwellenländer, ihre Finanzsysteme in den letzten zehn Jahren zu deregulieren, zu privatisieren und zu liberalisieren, zu tiefen Banken Krisen geführt.

Tabelle 2.2: Banken Krisen in ausgewählten Ländern

Land	Deregulierung oder Privatisierung und Liberalisierung des Finanzsektors	Bankenkrise	Kosten der Bankenkrise für den öffentlichen Haushalt in % des BIP
Mexiko	1989-1992	1995-2000	20
Ecuador	1992-1996	1998 -	25
Argentinien	1990-1993	1994-1997	30
Venezuela	1989-1992	1994-2000	35
Südkorea	1992-1996	1998-2000	25
Thailand	1992-1996	1998-2000	22
Indonesien	1992-1996	1998-2000	50
Russland	1990-1994	1994-2000	40
Tschechische Republik	1990-1994	1999-	n.v.
Türkei	n.v.	2000-	n.v.

Quelle: Aus Daten der Weltbank (2000) zusammengestellt.

Die meisten Schwellenländer, die am Ende der Achtzigerjahre oder am Anfang der Neunzigerjahre eine Reform ihrer inländischen Finanzsysteme in Angriff genommen haben, sind in eine tiefe Bankenkrise geraten. Schwellenländer wie Mexiko und Argentinien, die in den Augen der Weltbank, des Internationalen Währungsfonds und der internationalen Investoren als die besten Beispiele einer schnellen ökonomischen Transformation am Ende der Achtziger- und Anfang der Neunzigerjahre galten, insbesondere, da sie den Staatsinterventionismus im Finanzsektor zügig abgebaut und stattdessen neue private Finanzsysteme eingerichtet haben, waren die ersten Länder, die in eine gewaltige Bankenkrise gerieten. Wie die obige Tabelle zeigt, führte die rapide Liberalisierung, Deregulierung und Privatisierung des Finanzsektors in vielen Schwellenländern in allen Regionen der Welt zu tiefen Banken Krisen.

Die Kosten der Sanierung der Finanzinstitutionen nach einer Bankenkrise sind in der Regel hoch gewesen. Wie obige Tabelle zeigt, haben die letzten Banken Krisen die Schwellenländer zwischen 20% und 50% ihres BIP gekostet. Diese enormen Summen beinhalten aber nur die öffentlichen Ressourcen, die die Regierungen bereit stellen mussten, um die Verluste der Banken auszugleichen und sie wieder mit Kapital auszustatten. Andere wichtige wirtschaftliche Kosten, wie die Verluste der Anleger und der Investoren sowie der Mangel an Bankkrediten nach der Krise sind hier nicht eingerechnet. Um die Kosten der Sanierung der Banken in Zukunft finanzieren zu können, müssten alle betroffenen Ländern ihre sozialen Ausgaben stark reduzieren. In Mexiko zum Beispiel entsprechen die Kosten der Sanierung der Banken 400% der gesamten Sozialausgaben der Regierung im Jahr 1998.

Wie am Beispiel von Mexiko und Korea im Kapitel 4 gezeigt werden soll, haben die Kosten einer Bankenkrise und der Prozess der Sanierung der Banken ernsthafte soziale Folgen, da die Verluste der privaten Banken am Ende „sozialisiert“ werden müssen. Das heißt, dass die gesamte Bevölkerung eines Schwellenlandes für die hohen Kosten einer Bankenkrise aufkommen muss, die nur von einer kleinen Gruppe unfähiger Bankangestellter - und manchmal auch korrupter Beamte - verursacht wurde.

Angesichts der tiefen Banken Krisen, zu denen es in Schwellenländern im Laufe der letzten Jahre gekommen ist, haben sich bereits viele Wirtschaftsexperten gegen die rapide Öffnung der Finanzsysteme in Schwellenländern ausgesprochen, da in den meisten Ländern die institutionellen Bedingungen für die effiziente und transparente Nutzung von Kapitalzuflüssen nicht gegeben sind. Korruption, eine unzureichende Bankenaufsicht und veraltete Rechtsvorschriften in vielen Schwellenländern haben es den Banken ermöglicht, einen Großteil der ausländischen Finanzressourcen in schlechte Projekte zu investieren. Daraus sind Risiken entstanden, die manchmal zu einer Bankenkrise geführt haben. Auch Institutionen wie die Weltbank und der Internationale Währungsfonds, die in den Achtzigerjahren und Anfang der Neunzigerjahre die rapide Liberalisierung, Deregulierung und Privatisierung der Finanzsysteme in Schwellenländern empfohlen haben, sehen heute in der rapiden Liberalisierung von Finanzsystemen die Ursache für die jüngsten Finanzkrisen in Schwellenländern.

Man erhoffte sich von der Liberalisierung des Finanzsektors, dass sie die Volkswirtschaften auf eine solidere Grundlage stellen würde. Es erwies sich jedoch als schwierig, in den Entwicklungsländern den Übergang von repressiveren zu offeneren Finanzsystemen zu vollziehen. Banken Krisen sind in den letzten zwei Jahrzehnten, seit schnelle Liberalisierungen des Finanzsektors immer populärer wurden, öfter aufgetreten als zuvor.

Einige der Reformen des Finanzsystems erwiesen sich als kontraproduktiv, da die institutionellen Vorschriften exzessives Risiko-Verhalten zuließen, während die Kosten dieses Verhaltens von der gesamten Gesellschaft getragen werden mussten. (Weltbank (2001): World Development Report 2000/2001, Attacking Poverty. Washington, DC, Oxford University Press, S. 165)

Die Liberalisierung, Deregulierung und Privatisierung der Finanzmärkte sind natürlich erwünschte Maßnahmen, um die Effizienz eines Bankensystems zu erhöhen. Dennoch führen diese Maßnahmen zu einer tiefen Bankenkrise, wenn sie ohne eine Stärkung der Bankenaufsicht und eine Klärung der für Banken geltenden Rechtsvorschriften umgesetzt werden.

Einige Autoren, wie u.a. G. Caprio (2001), vertreten die Ansicht, dass die Banken Krisen in den Schwellenländern in den letzten 15 Jahren nicht notwendigerweise durch die rapide Liberalisierung und Deregulierung der Finanzsysteme verursacht worden sind. Diesen Autoren zufolge waren die meisten Finanzsysteme schon vor der Liberalisierung in großen Schwierigkeiten. Die Liberalisierung und Deregulierung der Finanzsysteme haben ihrer Meinung nach nur die Probleme und die finanzielle Situation der Banken deutlicher zutage treten lassen.

2.4.2 Verstärkung der Probleme einer Volkswirtschaft

Viele Autoren vertreten die Ansicht, dass ein gesundes Bankensystem nicht nur ein höheres Wirtschaftswachstum ermöglicht, sondern auch die negativen wirtschaftlichen Folgen von so genannten „Schocks“ wie Rezessionen, Schwankungen des Ölpreises, der Abwertung einer Währung,

Naturkatastrophen, etc. abmildern kann, weil Verluste oder Risiken über einen langen Zeitraum verteilt werden können.²³

Dennoch kann ein schwaches Finanzsystem die makroökonomischen Probleme eines Landes verstärken und somit eine Wirtschaftskrise auslösen. Ein schwacher Bankensektor kann sogar eine Krise verstärken, da schwache Banken in einer Zeit wirtschaftlicher Probleme nicht in der Lage sind, Kredite umzuschulden oder neue Kredite an rentable Firmen zu vergeben. Schwache Banken müssen in Zeiten ökonomischer Schwierigkeiten die Rückzahlung der Kredite verlangen oder die Zinsen erhöhen, um ihre Verluste zu decken. Damit wird das Wirtschaftswachstum eines Landes gebremst.

Einige Autoren vertreten die Ansicht, ein schwaches Bankensystem stelle auch ein großes Hindernis für die adäquate ökonomische Steuerung eines Landes dar, da es den Handlungsspielraum einer Zentralbank begrenzt. Wenn die Währungsreserven eines Landes aufgrund von Turbulenzen an den Finanzmärkten schnell abnehmen, sollte normalerweise die Zentralbank die Zinsen erhöhen, um Kapitalabflüsse zu verhindern und so die Finanzmärkte zu stabilisieren. Obwohl die Erhöhung der Zinssätze hohe Kosten nach sich ziehen kann, insbesondere für die Fähigkeit von Schuldern, ihre Bankkredite zurückzuzahlen, ist sie immer noch ein wichtiges Instrument einer Zentralbank, um die Stabilität der Finanzmärkte zu gewährleisten. Wenn sich jedoch ein Bankensystem in einem schlechten finanziellen Zustand befindet und Unternehmen und Personen stark verschuldet sind, sind die Kosten von schon kleinen Erhöhungen der Zinssätze so enorm, dass sie eine Bankenkrise und somit eine wirtschaftliche Rezession auslösen können.

In diesem Sinne stellt ein schwacher Bankensektor, in dem Banken große finanzielle Probleme haben und Unternehmen verschuldet sind, im Zeitalter der Globalisierung für ein Land ein großes Problem dar, da die Stabilität der Finanzmärkte nicht mehr durch eine restriktive Währungspolitik gewährleistet werden kann. Wie im dritten Kapitel analysiert werden soll, war der schlechte Zustand des mexikanischen Bankensystems 1994 eines der Haupthindernisse für die mexikanische Regierung hinsichtlich einer Erhöhung der Zinssätze. Die Verspätung der mexikanischen Regierung bei der Lösung der wirtschaftlichen Probleme Mexikos untergrub das Vertrauen der inländischen und ausländischen Investoren und führte zu der tiefsten Finanzkrise in der Geschichte Mexikos.

²³ Vgl. Thorsten Beck, Mattias Lundberg und Giovanni Majnoni (2000): "Financial Development and Economic Volatility: Does Finance Dampen or Magnify Shocks?" Washington, DC, World Bank, Manuskript.

Aus obiger Diskussion kann man den Schluss ziehen, dass die Faktoren, die die adäquate Nutzung von Kapitalzuflüssen erschweren, nicht nur im internationalen Finanzsystem sondern auch in den Schwellenländern selbst zu finden sind. Die Finanzsektoren in Schwellenländern sind in der Regel schwach und die Bankenaufsicht von internationalen Standards weit entfernt. Außerdem haben die Regierungen in Schwellenländern wenig Erfahrung in der makroökonomischen Steuerung von Kapitalzuflüssen. Informationen über Finanzmärkte und Finanzinstitute sind in der Regel nur unzureichend vorhanden, die Fähigkeit von Banken und anderen Finanzinstituten, mit ihren finanziellen Risiken adäquat zu umzugehen, ist noch begrenzt.

2.5 Neue Spielregeln im internationalen Finanzsystem

Eines der größten Probleme des internationalen Finanzsystems ist, dass die Gesetze und Verhaltensregeln, die die globalen Kapitalbewegungen regulieren, sich von einem Land zum anderen noch sehr stark unterscheiden. Während die internationalen Investoren ihr Kapital schnell von einem Markt auf den anderen bewegen können, ist die Welt noch weit entfernt von so genannten „globalen“ Regeln für Finanzoperationen. Die Transparenznormen, der Zugang zu den Informationen über die Finanzmärkte, die Mindestkapitalisierung der Finanzinstitute, der Umgang mit den Risiken der Finanztransaktionen und der Schutz der Investoren variieren ebenso wie die Aufsicht über Finanzinstitutionen und Finanzmärkte von Land zu Land noch sehr stark.

Die internationalen Organisationen, in denen sich die Führungskräfte der nationalen Finanzbehörden der entwickelten Länder traditionell treffen, wie der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht oder die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO), haben vor kurzem neuen Mitgliedern – vor allem Schwellenländern – ihre Türen geöffnet.

Diese Organisationen arbeiten zur Zeit gemeinsam mit anderen internationalen Finanzinstitutionen, wie der Weltbank, dem Internationalen Währungsfonds (IWF), und der Organisation für Entwicklung und Zusammenarbeit (OECD), an der Etablierung besserer Standards für die Transparenz der Finanzmärkte und der Kontrolle der Risiken auf den Finanzmärkten. Die wichtigsten Initiativen sind eine neue Eigenkapitalverordnung für die Banken, neue internationale Standards für das Rechnungswesen, neue Prinzipien und Methoden für die Bankenaufsicht und neue Standards für die Unternehmensführung (corporate governance). Die internationale Zusammenarbeit mit dem Ziel der

Finanzstabilität vollzieht sich in einer Reihe von Foren, wie dem Forum für Finanzstabilität, die zum Teil noch recht jung sind.²⁴

Die Entwicklung und Einführung von neuen Spielregeln im internationalen Finanzsystem ist eine der dringlichsten Aufgaben, um die Stabilität und weitere Entwicklung der Finanzmärkte zu gewährleisten. Obwohl neue internationale Standards bereits entwickelt worden sind und in den nächsten Monaten und Jahren eingeführt werden, ist ihre Umsetzung in entwickelten Ländern ebenso wie in Schwellenländern ein Prozess, der einen langen Zeitraum in Anspruch nimmt.

Insbesondere stellen einige aufstrebende Volkswirtschaften nach wie vor die Berechtigung von Kodizes in Frage, die im wesentlichen von einer kleinen Gruppe entwickelter Länder aufgestellt wurden. Sie fordern, dass Standards zumindest die Realität verschiedener Entwicklungsstufen berücksichtigen sollten... Fest steht ebenfalls, dass viele aufstrebende Volkswirtschaften möglicherweise umfangreiche technische Hilfe benötigen werden. (BIZ 2001: 71. Jahresbericht, S. 176).

Die rapide Zunahme von Kapitalzuflüssen führte zur Etablierung neuer Spielregeln für alle Teilnehmer an den internationalen Finanzmärkten. Im folgenden Abschnitt sollen die Auswirkungen der neuen Spielregeln für die finanzielle Stabilität der Schwellenländer beleuchtet werden. Vor allem drei wichtige Konsequenzen der zunehmenden Globalisierung der Finanzmärkte für das politische und ökonomische Leben eines Schwellenlandes sollen analysiert werden. Zunächst wird die These diskutiert, der zufolge im Zeitalter der Globalisierung die Fähigkeit der Länder, eine Wirtschaftspolitik zu verfolgen, die von den grundsätzlichen Gesetzen der Marktwirtschaft abweicht bzw. den Interessen der Investoren zuwiderläuft, sehr eingeschränkt ist. Außerdem werden die Risiken der rapiden Übertragung von Finanzkrisen analysiert. Schließlich wird die Bedeutung eines gesunden und effizienten Bankensektors in Schwellenländern im Zeitalter der Globalisierung untersucht.

²⁴ Das Forum für Finanzstabilität (Financial Stability Forum) wurde Anfang 1999 geschaffen, um über eine Verbesserung des Informationsaustauschs und der Zusammenarbeit unter Aufsichts- und Überwachungsinstanzen im Finanzsektor die internationale Finanzstabilität zu fördern. Hier treffen sich regelmäßig hochrangige Vertreter von internationalen Finanzorganisationen (einschl. der BIZ), internationalen Aufsichts- und Regulierungsgremien, Ausschüssen von Zentralbankexperten sowie nationalen Behörden, die an bedeutenden internationalen Finanzplätzen für die Stabilität des Finanzwesens verantwortlich sind (BIZ, 71. Jahresbericht, 2001, S. 188).

2.5.1 Begrenzte Autonomie des Nationalstaates im Zeitalter der Globalisierung

In einer Situation, in der sich in den Augen der Investoren die makroökonomischen Fundamentaldaten eines Landes verschlechtern oder eine Wirtschafts- bzw. Währungspolitik verfolgt wird, die den Wert ihrer Investitionen bedroht, wird das private Kapital aus einem Land schnell abgezogen.

Daher reichen attraktive Zinssätze nicht mehr aus, um ausländische Portfolioinvestitionen in einem Schwellenland anzuziehen. Die Investoren erwarten von einem Land sowohl starke makroökonomische Fundamentaldaten als auch eine adäquate Wirtschaftspolitik, die regelmäßig von so genannten Rating-Agenturen (rating agencies) und Marktanalysten überprüft wird.

Im Zeitalter der Globalisierung der Finanzmärkte können sowohl inländische als auch ausländische Investoren ihr Kapital aus einem Land schnell abziehen, wenn sie erfahren, dass der Wert ihrer Investitionen aufgrund eines Politikwechsels oder einer Veränderung der Wirtschaftsleistung gemindert werden kann. Ein Land wird insbesondere dann anfällig für einen enormen und rapiden Kapitalabfluss, wenn sich bei den Investoren die Vorstellung durchsetzt, dass eine Währung exzessiv überwertet ist, die Staatsverschuldung in Bezug auf die staatlichen Einkommen und die Devisenreserven zu hoch ist oder das Wachstum eines Landes unhaltbar ist.

Aus der Sicht der internationalen Investoren sollten in Schwellenländern folgende makroökonomischen Bedingungen erfüllt sein, damit die kurzfristigen Investitionen in einem Land aufrechterhalten werden können:

- positives oder optimistisches Wachstumspotenzial,
- hohes Niveau an Währungsreserven,
- Staatliche Verschuldung mit langen Fälligkeitsterminen,
- große Flexibilität der Fiskalpolitik bei einem niedrigen Defizit und niedrigen Inflationsraten und
- ein realer Wechselkurs in adäquatem Verhältnis zu den wirtschaftlichen Fundamentaldaten eines Landes.

Sind die obigen Bedingungen nicht erfüllt, können die Investoren ihr Kapital aus einem Land jederzeit abziehen. Verschlechtert sich die Wirtschaftslage eines Landes, wird das Kapital das Land schnell verlassen und somit finanzielle Schwierigkeiten oder eine tiefe Finanzkrise auslösen.

In diesem Sinne müssen die Entwicklungsländer, die sich an den internationalen Finanzmärkten beteiligen wollen, lernen, ihre Wirtschaftspolitik unter neuen makroökonomischen Rahmenbedingungen zu führen.

Seit Ende der Achtzigerjahre gibt es eine Debatte darüber, inwieweit der Handlungsspielraum des Nationalstaates aufgrund der zunehmenden Globalisierung der Finanzmärkte eingeschränkt worden ist. Einige Autoren vertreten die Ansicht, dass die Globalisierung die Funktion und die Macht des Staates, eine eigene Wirtschaftspolitik zu formulieren und umzusetzen, stark reduziert.²⁵ Andere Autoren meinen, dass der Staat trotz der Globalisierung immer noch ein zentraler Akteur bei der Formulierung der Wirtschaftspolitik auf nationaler und internationaler Ebene ist.

„Verändert Globalisierung die Politikfähigkeit des Nationalstaates oder die Staatlichkeit selbst? Die Antwort ... lautet: die Krisenszenarien sind übertrieben. Veränderungen der Handelsbedingungen nationalstaatlicher Politik können zwar konstatiert werden, doch finden sie nicht in dem behaupteten Ausmaß statt und sind zudem auf wenige Politikfelder begrenzt.“ (T. Plümper und Andreas Busch 2000, S.7 ff.)

Die vorliegende Arbeit wird sich nicht an dieser Debatte beteiligen. Es soll hier nur das Argument vorgebracht werden, dass es im Zeitalter der Globalisierung der Finanzmärkte immer schwieriger ist, eine Wirtschaftspolitik durchzusetzen, die den Interessen der Investoren zuwiderläuft. Die internationalen Finanzmärkte sind inzwischen zu einem Korrekturmechanismus einer schlechten Wirtschaftspolitik sowohl in Industriestaaten als auch in Schwellenländern geworden. Enorme Kapitalabflüsse oder Finanzkrisen sind im Zeitalter der Globalisierung die stärksten Mechanismen, um eine irregeleitete Wirtschaftspolitik zu korrigieren.

Das Kapital ist heutzutage so mobil geworden, dass eine Reaktion der Investoren auf Probleme - oder mögliche Probleme - einer Volkswirtschaft fast automatisch erfolgt. Die Befürchtungen der Investoren hinsichtlich der Unsicherheit ihrer Kapitalanlagen auf einem bestimmten Finanzmarkt können in wenigen Minuten auf andere Investoren übergreifen. Eine solche Reaktion kann sich schnell selbst verstärken und im schlimmsten Fall zu einer Panik führen.

²⁵ Vgl. Shah M. Tarzi, Financial Globalization and National Macroeconomic Policies: Managerial Challenges to the Nation State. In: Journal of Social, Political and Economic Studies. Num. 24, S. 141-61.

Wenn auf einem Finanzmarkt Panik ausgebrochen ist, kann keine Regierung der Welt eine Kapitalflucht verhindern und den Ausbruch einer Finanzkrise vermeiden.

Die globale Integration hat die Regeln der makroökonomischen Politik drastisch verändert. Insbesondere (...) unter Bedingungen, unter denen inadäquate wirtschaftspolitische Maßnahmen ergriffen werden, die definiert werden als eine grundlegende Inkompatibilität zwischen den ökonomischen Fundamentaldaten und den makroökonomischen politischen Maßnahmen, wirken die Märkte als disziplinarischer Mechanismus, der nationale Regierungen für nicht nachhaltige wirtschaftspolitische Maßnahmen bestraft, die nicht im Einklang mit der wirtschaftlichen Realität stehen. (...) Die Finanzkrisen sind Beispiele dafür, wie der globale Finanzmarkt eine – tatsächliche oder mit erschreckender Leichtfertigkeit als solche wahrgenommene - falsche Wirtschaftspolitik bestraft. Ein eindrucksvolles Element der disziplinarischen Aktion des Marktes, das eine völlig neue Entwicklung in der globalen Wirtschaft darstellt, ist, dass sich durch den Einfluss der Marktkräfte die zeitliche Abfolge und die Schwere der Konsequenzen verändern, wenn wirtschaftliche Zwänge und der Zustand der Fundamentaldaten ignoriert werden. Die Auswirkung der Globalisierung (...) ist nicht so sehr, dass Regierungen gezwungen werden, ihre “nationale wirtschaftspolitische Souveränität” zu opfern, sondern dass es in einer Welt mit zunehmender Mobilität des Kapitals Vorrang haben muss, sich für eine solide Haushalts- und Zinspolitik zu entscheiden und diese umzusetzen. Dadurch wird ein funktionsfähiges Finanzsystem geschaffen, und die Wechselkurse können in adäquater Weise Signale für die allgemeine Preisgestaltung in der Wirtschaft geben. Die Märkte werden auf schwere Fehler in diesen Bereichen der Wirtschaftspolitik heftig reagieren. (Shah M. Tarzi, 1999, *Financial Globalization and National Macroeconomic Policies: Managerial Challenges to the Nation State*, S.150)

2.5.2 Rasche Übertragung von Finanzkrisen

Wie oben dargestellt, können die Finanzkrisen im Zeitalter der Globalisierung schnell von einem Land auf ein anderes übergreifen. Besonders anfällig sind die Länder, in denen schwache makroökonomische Fundamentaldaten vorliegen oder keine adäquate Wirtschaftspolitik verfolgt wird.

Es gibt bisher noch keinen Konsens darüber, wie ein Schwellenland die Risiken einer finanziellen Ansteckung reduzieren kann. Sowohl in akademischen Kreisen als auch in internationalen Foren wird noch debattiert, ob z.B. eine Kapitalkontrolle einem Schwellenland helfen kann, sich vor dem Übergreifen einer Finanzkrise zu schützen. Einige renommierte Wirtschaftswissenschaftler wie Paul Krugman vom MIT sind der Ansicht, dass vorübergehende Kapitalkontrollen ein guter Mechanismus dafür sind, die Volatilität der Kapitalzuflüsse und das Übergreifen von Finanzkrisen zu reduzieren. Andere Autoren, vor allem die Wirtschaftswissenschaftler vom IWF, sind noch skeptisch hinsichtlich des Nutzens von Kapitalkontrollen für den Erhalt der Stabilität der Schwellenländer.

Nach den Finanzkrisen in Asien hat sich auch die Debatte über den Nutzen und die Probleme der verschiedenen Wechselkursregime intensiviert. Im Moment findet eine interessante Diskussion über die Effizienz der traditionellen Werkzeuge der Wirtschaftspolitik – die Währungs- und die Fiskalpolitik – bei der Lösung einer Finanzkrise in Schwellenländern statt. Es wird zunehmend anerkannt, dass es bei einer zunehmenden Integration eines Landes in die internationalen Finanzmärkte immer schwieriger wird, die Kapitalströme zu kontrollieren oder zu beschränken. Infolgedessen ist die Effizienz der Währungspolitik bei der Kontrolle des Kapitalabflusses begrenzt. Die Fiskalpolitik kann stattdessen ein immer wichtigeres Instrument werden, um die allgemeine Nachfrage sowie eine Volkswirtschaft im Zeitalter der Globalisierung zu stabilisieren (Weltbank, 1998). Allerdings kann im Rahmen der vorliegenden Arbeit diese wichtige Diskussion nicht ausführlicher dargestellt werden.

2.5.3 Die Rolle der Banken im Zeitalter der finanziellen Globalisierung

Die adäquate Nutzung von immer größeren Kapitalzuflüssen hat sich als ein komplizierter Prozess erwiesen, da die Bankensysteme in Schwellenländern nicht immer bereit sind, Kapitalzuflüsse in rentable Projekte zu investieren. Außerdem haben die Kapitalzuflüsse zu unhaltbaren „lending booms“ und

Leistungsbilanzdefiziten geführt, die die makroökonomische Stabilität der Schwellenländer untergraben haben.

Solange das ausländische Kapital nicht effizient verwendet wird, können die Vorteile der zunehmenden Globalisierung nicht genutzt werden, und die Gesundheit einer Volkswirtschaft wird untergraben. Die Integration eines Landes in die internationalen Finanzmärkte erfordert eine tief greifende Reform des inländischen Finanzsystems und seine Anpassung an internationale Standards. Die Reform sollte mindestens drei wichtige Aspekte umfassen: die Infrastruktur des Finanzsystems, die Anreizstruktur (incentive structure) und die Bankenregulierung und Bankenaufsicht.

Die Bemühungen von Schwellenländern, sich im internationalen Finanzsystem durch Privatisierung, Deregulierung und Liberalisierung ihrer Finanzmärkte zu integrieren, haben oftmals zu tiefen Finanzkrisen geführt, die den Lebensstandard der Bevölkerung in diesen Ländern rasch verschlechtert haben. In diesem Sinne ist es empfehlenswert, eine Deregulierung und Liberalisierung der Finanzsysteme nur zu unternehmen, wenn die Finanzbehörden die Fähigkeit und die Mittel haben, die Stabilität des Finanzsystem zu gewährleisten.