

Kapitel 3: Die Währungskrisen Mexikos und Südkoreas

Im Dezember 1994 geriet Mexiko in eine tiefe Finanzkrise, im November 1997 Südkorea. Am 23. Dezember 1994 kam es zu einem Kursverfall des mexikanischen Peso, bei dem er in nur drei Wochen mehr als 80% seines Wertes verlor. In- und ausländische Investoren zogen ihre kurzfristigen Portfolioinvestitionen aus Mexiko ab. Die Währungsreserven der Zentralbank gingen rapide zurück, und der mexikanische Staat war nicht mehr in der Lage, seine kurzfristigen Verbindlichkeiten in ausländischer Währung zu bedienen.

Die Finanzkrise entwickelte sich rasch zu einer allgemeinen Wirtschaftskrise. 1995 sank das BIP Mexikos um mehr als 6,5%, was zum Konkurs vieler kleiner und großer Unternehmen und Finanzinstitute in Mexiko führte. Die Krise hatte schwerwiegende Konsequenzen für die Lage auf dem Arbeitsmarkt und die Reallöhne, was zu einem Anstieg der Armut und zu Rückschritten im sozialen Bereich führte.²⁶

Fast drei Jahre später, im November 1997, trat eine Serie ähnlicher Ereignisse in Korea auf. Im November 1997 kam es zu einem Kursverfall des Won, der in nur zwei Wochen 70% seines Wertes verlor. Ausländische Portfolioinvestitionen wurden aus dem Land abgezogen, und ausländische Gläubiger waren nicht mehr bereit, die Kredite der koreanischen Unternehmen und Banken bei Fälligkeit zu verlängern. Das jährliche reale BIP-Wachstum fiel von einem Niveau von plus 5-10% vor der Krise auf minus 5,8% und löste so Koreas schwerste Rezession der Nachkriegszeit aus. Wie im Falle von Mexiko hatte die Krise dramatische Auswirkungen für Familien, Unternehmen und Finanzinstitute. Die Arbeitslosigkeit stieg von 2% vor der Krise auf 6,8% im Jahre 1998 und 8,1% im März 1999.²⁷

Im vorliegenden Kapitel sollen die Ursachen für die Finanzkrisen in Mexiko und Korea analysiert werden. Ausgehend von den theoretischen Grundlagen, die in den vorigen Kapiteln dieser Arbeit dargestellt worden sind, werden in diesem

²⁶ Wer in Mexiko seinen Arbeitsplatz verliert, steht buchstäblich vor dem Nichts und ist auf die Zuwendungen von Freunden und Verwandten angewiesen. Bis 1999 hatte auch Korea keine Arbeitslosenversicherung.

²⁷ In beiden Ländern wurde auch berichtet, dass die Selbstmordrate zu Beginn der Krisen enorm gestiegen war. In Korea konnten viele Menschen die Vorstellung nicht ertragen, arbeitslos zu sein (Oh und Lawless 2001). In Mexiko begingen viele Personen Suizid, weil sie enorme Bankkredite aufgenommen hatten (Calva 1996).

Kapitel die Hauptgründe für die finanzielle Verwundbarkeit in Mexiko und Korea verglichen und der Versuch unternommen zu erklären, welche Faktoren die Investoren dazu brachten, sich aus beiden Volkswirtschaften im Dezember 1994, bzw. November 1997 zurückzuziehen. Im vorliegenden Kapitel werden fünf Ursachen für die finanzielle Verwundbarkeit der beiden Länder analysiert: (i) die makroökonomischen Fundamentaldaten, (ii) der Umfang und die Zusammensetzung der kurzfristigen Kapitalzuflüsse, (iii) die Verschuldung der Unternehmen, (iv) die Ansteckung und das internationale Szenario und (v) die inländischen politischen Ereignisse.

Zunächst einmal soll in diesem Kapitel das Ausmaß der Finanzkrise in beiden Ländern analysiert werden. Danach sollen in den einzelnen Abschnitten die oben erwähnten fünf Ursachen für die Verletzlichkeit der Volkswirtschaften Mexikos und Koreas untersucht werden.

Wir werden die folgenden drei Punkte diskutieren: Erstens hat es die internationale Finanzgemeinschaft versäumt, rechtzeitig das Ausmaß der Probleme zu erfassen, die in Mexiko und Korea auftraten. Noch einen Monat vor der Krise gingen ausländische Investoren exzessive Risiken in Mexiko ein, indem sie in sehr hohem Maße in kurzfristige staatliche Wertpapiere investierten. In ähnlicher Weise vergaben in Korea noch drei Wochen vor der Krise ausländische Banken exorbitante Kredite an unrentable und hoch verschuldete Unternehmen. In der Annahme, der mexikanische Staat sei ebenso wie die koreanischen Industriekonglomerate - die *Chaebol* - „*too big too fail*“, führten ausländische Investoren den beiden Volkswirtschaften gewaltige Mengen an Kapital zu. Warnungen, denen zufolge die mexikanische Wirtschaftspolitik nicht nachhaltig oder die koreanischen Unternehmen bereits extrem hoch verschuldet seien, wurden seitens der internationalen Investoren und Finanzexperten ignoriert.

Zweitens waren die Ursachen der Krise in Mexiko und Korea unterschiedlicher Art. Die mexikanische Krise beruhte auf ernsthaften inländischen makroökonomischen Ungleichgewichten, wie einem gewaltigen Leistungsbilanzdefizit, der fehlenden Bereitschaft der Regierung, die Währung rechtzeitig abzuwerten, und dem inadäquaten Schuldenmanagement des Staates. Die Krise in Korea hingegen war eine andere und neue Form einer Finanzkrise. Die makroökonomischen Fundamentaldaten in Korea waren gut, die Staatsverschuldung niedrig und adäquat gemanagt. Die Krise wurde durch den koreanischen Privatsektor ausgelöst, durch die inländischen Unternehmen und Finanzinstitute, die in den Jahren vor der Krise extrem hoch verschuldet waren. Trotz erster Anzeichen einer abnehmenden Rentabilität nahm der Privatsektor hohe Kredite in ausländischer Währung mit kurzfristigen Fälligkeiten auf, um die Liquidität der Unternehmen aufrecht zu erhalten. Die exzessive

Kreditaufnahme machte die Wirtschaft anfällig für eine Finanzkrise, da die kurzfristigen Schulden der Unternehmen bald den Umfang der vorhandenen Devisenreserven um mehr als 300 Prozent überstiegen.

Drittens wurden die Krisen durch unterschiedliche Faktoren ausgelöst. Im Falle von Mexiko spielten inländische politische Ereignisse, die während des gesamten Jahres 1994 stattfanden, eine entscheidende Rolle für den Ausbruch der Krise. Im Falle Koreas wurde die Krise durch eine Reihe von Ereignissen in Thailand und anderen ostasiatischen Ländern ausgelöst. Im Juli 1997 griffen die finanziellen Turbulenzen Thailands rasch auf die koreanischen Finanzmärkte und auf die Märkte anderer ostasiatischer Länder über und führten in der Region zu einem Kreislauf von Kapitalabflüssen, einem Einbruch am Aktienmarkt und einer umfassenden Abwertung der Währungen.

3.1 Die unerwarteten Finanzkrisen

Es wäre sehr schwierig gewesen, das Ausmaß, ja überhaupt den Ausbruch der Finanzkrisen, in die Mexiko und Korea im Dezember 1994, bzw. November 1997 gerieten, vorherzusagen. In den Monaten vor der Krise schienen beide Volkswirtschaften in guter Verfassung. Zudem wiesen beide Länder positive jährliche Wachstumsraten auf, und Berichte internationaler Investmentbanken und Rating-Agenturen gaben optimistische Einschätzungen des Zustands der beiden Volkswirtschaften und ihrer Finanzsysteme ab. So wurden beide Länder zufällig wenige Monate vor Ausbruch der Krisen Mitglieder der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), was den allgemeinen Optimismus der Märkte und der internationalen Gemeinschaft hinsichtlich der wirtschaftlichen Fundamentaldaten Koreas und Mexikos widerspiegelte.

3.1.1 Die mexikanische Überraschung

Für die meisten Menschen in Mexiko und im Ausland kam die mexikanische Krise überraschend. Noch überraschender war jedoch, wie viele gut informierte Akteure - anerkannte Wirtschaftswissenschaftler, internationale Investoren und Wirtschaftsanalysten von Investmentbanken - und internationale Organisationen wie der IWF und die Weltbank ebenfalls von dem Crash überrascht wurden. Zwischen 1991 und 1994 wurden in den meisten wissenschaftlichen Analysen und Berichten in den Medien hinsichtlich der wirtschaftlichen Perspektiven Mexikos optimistische Einschätzungen abgegeben. Warnungen vor den Gefahren und der fehlenden Nachhaltigkeit der wirtschaftspolitischen

Maßnahmen waren selten. Im April 1994 legten zwei bekannte und einflussreiche Wirtschaftswissenschaftler des MIT, Rudiger Dornbusch und Alejandro Werner, auf der Jahreskonferenz der Brookings Institution ein Paper vor, in dem sie die mexikanische Wirtschaftspolitik analysierten. In diesem Paper kamen die Autoren zu dem Schluss, dass der Wechselkurs langfristig nicht haltbar sei und empfahlen eine umfassende Abwertung des mexikanischen Peso gegenüber dem US-Dollar (Dornbusch und Werner 1994). Ein angesehener amerikanischer Journalist, Moisés Naím, veröffentlichte im Herbst 1993 einen in die gleiche Richtung gehenden Artikel in *Foreign Policy*, in dem er auf die Schwächen der Volkswirtschaften Argentinien und Mexikos hinwies:

Überbewertete Währungen und andere Umstände haben die Importe stark stimuliert, was zu großen, wachsenden und potenziell destabilisierenden Handelsdefiziten geführt hat. Die Prekarität der Lage ist offensichtlich. Früher oder später werden Argentinien und Mexiko gezwungen sein, umfassende Anpassungen vorzunehmen. Ihre Inflationsrate liegt auch weiterhin über der amerikanischen, was ihre Wechselkurspolitik untergräbt. Ohne tief greifende Reformen können die hohen Zinssätze die Stabilität nicht dauerhaft aufrechterhalten. Auch der Zustrom von ausländischem Kapital nach Lateinamerika wird voraussichtlich – zumindest vorübergehend - nachlassen, da die Investoren die Abwertungsrisiken zunehmend hoch einschätzen und immer weniger Unternehmen finden, die sie kaufen können.²⁸

Einige andere Wissenschaftler von Universitäten und *think tanks* warnten davor, dass es für Mexiko gefährlich sei, umfassend auf ausländisches Portfoliakapital zurückzugreifen.²⁹ Doch insgesamt gab es zu wenig Stimmen, um neben dem Lobgesang, der von der Wall Street, von Washington und Mexiko City auf Mexiko angestimmt wurde, gehört zu werden.

Sebastian Edwards (1997) hat das immense Vertrauen der internationalen Investoren in Mexiko in den Jahren 1990 bis 1994 untersucht. Er nimmt an, dass der Glaube an ein mexikanisches “Wirtschaftswunder” zum Teil von der internationalen Gemeinschaft, einschließlich der Weltbank, des IWF und der globalen Investmentbanken, selbst geschaffen worden war. Die enthusiastische

²⁸ Moisés Naím (1993), *Latin America: Post Adjustment Blues*. In: *Foreign Policy* 92.

²⁹ Paul Krugman vertrat die Ansicht, dass die optimistischen Prognosen zu Mexikos Zukunftsperspektiven „eher ein Vertrauensvorschuss als das Ergebnis einer fundierten Analyse waren“ (Krugman, 1995, S. 33).

Einschätzung Mexikos beruhte auf verschiedenen Faktoren. Der wichtigste war vielleicht der immense Glaube, den viele ausländische Analysten an die weitreichenden, marktwirtschaftlichen Reformen hatten, die die mexikanischen Behörden im Jahre 1988 unter der Regierung von Carlos Salinas de Gortari eingeleitet hatten. Die Reformen schlossen die Privatisierung der meisten staatlichen Unternehmen, die Deregulierung aller Wirtschaftsbereiche, die Liberalisierung des Handels und die Einrichtung der Nordamerikanischen Freihandelszone (NAFTA) zwischen den USA, Kanada und Mexiko im November 1993 ein. Ein weiterer Faktor, der viele Beobachter davon abhielt zu realisieren, dass Mexiko in Schwierigkeiten geriet, war das gewaltige internationale Ansehen von Präsident Salinas und seinem Wirtschaftsteam, das aus Wirtschaftswissenschaftlern, die die besten amerikanischen Universitäten besucht hatten, bestand. Im Dezember 1991 schrieb die englische Zeitschrift *The Economist*: "In Mexiko regiert wahrscheinlich das beste Team an Wirtschaftsexperten, das es je weltweit gegeben hat" (*The Economist*, Dezember 1991).

Auch die amerikanische Regierung spielte eine wichtige Rolle bei der Förderung des Glaubens an ein mexikanisches "Wunder". Während der Jahre 1992 und 1993 machte die US-Regierung gewaltige Anstrengungen, um die amerikanische Öffentlichkeit (und den Kongress) vom Nutzen der NAFTA zu überzeugen und trug so zu der allgemeinen Vorstellung bei, es gäbe tatsächlich ein mexikanisches „Wirtschaftswunder“. Zudem vertraten viele Beobachter und Analysten den Standpunkt, dass das Freihandelsabkommen in den drei Unterzeichnerstaaten Investitionen und Exporte stark ankurbeln würde.

Wie von Edwards (1997) angemerkt, hat auch die Weltbank ihren Teil dazu beigetragen, diese Erfolgsgeschichte in die Welt zu setzen. Mexiko wurde oft in den höchsten Tönen gelobt. So wurde zum Beispiel im Abstract des *Country Economic Memorandum* des Jahres 1994 (eines der ersten Dokumente, das die Weltbank über das Internet einer breiten Öffentlichkeit zugänglich machte) mit Nachdruck unterstrichen, dass Mexiko große Fortschritte gemacht habe und nach der Ratifizierung der NAFTA ein großer wirtschaftlicher Aufschwung bevorstünde. In eine ähnliche Richtung geht die Feststellung im World Bank Annual Report, dass "fast alle Länder der Region (Lateinamerika) ... Anpassungsprogramme durchführen. Chile und Mexiko, die einen positiven Wachstumstrend des Pro-Kopf-Einkommens einleiten konnten, weisen eine niedrige Inflationsrate auf und stellen so die klarsten Erfolgsfälle dar."

Auch der IWF lobte Mexikos Reformpolitik. So stellte Claudio Loser aus dem IWF zum Beispiel in einem von ihm veröffentlichten Dokument mit dem Titel: *The Strategy to Achieve Sustained Economic Growth*" (Die Strategie zur Erzielung eines nachhaltigen Wirtschaftswachstums) (Loser 1992, S.12) fest:

„ ... Der Erfolg der mexikanischen wirtschaftspolitischen Strategie seit 1989 hat dazu geführt, dass das Land langsam wieder Zugang zu privater Finanzierung durch die internationalen Kapitalmärkte bekommt, nachdem es von diesen während des letzten Jahrzehnts praktisch ausgeschlossen war. Dieser Zugang des privatwirtschaftlichen Sektors zu Kapital in Verbindung mit den tief greifenden Wirtschaftsreformen Mexikos sind ein gutes Vorzeichen für die Erreichung eines mittelfristig nachhaltigen Wirtschaftswachstums“.

Im Oktober 1994, nur wenige Wochen vor Beginn der Krise, ging der *World Economic Outlook* des IWF davon aus, dass die Wirtschaft sich rasch erholen werde, auch wenn sich das Wachstum ein wenig verlangsamt habe. Im Detail hieß es: „Für 1995 werden größere Produktionszuwächse erwartet, da die Gesamtnachfrage – insbesondere die privaten Investitionen – zunimmt“. In die gleiche Richtung geht der Bericht des IWF *International Capital Markets* vom September 1994, der nahe legt, dass das Zinsniveau mexikanischer Anleihen zu hoch und nicht vollständig durch die Fundamentaldaten des Marktes gerechtfertigt sei. Bemerkenswerterweise schrieb der Geschäftsführende Direktor des IWF Michel Camdessus am 24. März 1994 in einem Brief an US-Finanzminister Lloyd Bentsen:

“Wir sind der Ansicht, dass die mexikanischen Behörden eine grundsätzlich solide Wirtschaftspolitik verfolgen ... Die Wirtschaftsprognose für 1994 geht von einem weiteren Rückgang der Inflation aus, die damit nahezu internationales Niveau erreichen wird, und einer Erholung des Wirtschaftswachstums. Die Regierung hat sich dem Ziel eines ausgeglichenen Haushalts, der Fortsetzung der strengen Kreditpolitik und der Vollendung der strukturellen Reformen in Verbindung mit der Gewährung der Unabhängigkeit der Zentralbank, dem Beitritt zur NAFTA und der Verabschiedung eines neuen Gesetzes zu ausländischen Investitionen verschrieben” (Zitiert in D’Amato 1995).

Kein Wort von IWF oder Weltbank zur Überbewertung des Wechselkurses. Natürlich waren die Weltbank und die anderen multilateralen Institutionen nicht die einzigen Institutionen, die das Bild eines äußerst erfolgreichen mexikanischen Experiments propagierten. Mitarbeiter der Investmentbanken, Manager von offenen Investmentfonds und Finanzreporter waren sogar noch

enthusiastischer; einige drängten noch im November 1994 auf eine höhere Einstufung der Bonität Mexikos durch die internationalen Rating-Agenturen. Die Chemical Bank (November 1994), J.P. Morgan (Oktober 1994) und die Swiss Bank Corporation (Dezember 1994/1995) vertraten die Ansicht, Mexikos Kreditwürdigkeit sollte aufgewertet werden.³⁰

Ein eindrucksvolles Beispiel des Enthusiasmus des Privatsektors für Mexiko war das Unternehmen Bear Sterns, das die Ansicht vertrat, Mexiko böte langfristig gewaltige Erfolgsaussichten. Anfang November 1994 erklärte es: „Wir rechnen mit einer **Aufwertung** des Peso in den nächsten Monaten, wodurch es bei den Cetes zu sehr hohen Dollargewinnen kommen wird.“ Wenige Wochen zuvor stellte JP Morgan fest: „Wir stufen Mexiko als investment-grade-Risiko ein. Unseres Erachtens hat die Verschuldung Mexikos nicht vorwiegend spekulativen Charakter.“

Fraser (1995) hat den exzessiven Optimismus an der Wall Street in den Wochen vor dem Kurseinbruch des mexikanischen Peso untersucht, indem er die wichtigsten Einschätzungen Mexikos durch die Investmentbanken vom November und Dezember 1994 analysierte. Fraser fand zahlreiche Hinweise darauf, dass die Mehrheit der großen Finanzinstitute optimistisch war. Von den zwanzig schriftlichen, von den großen Instituten in diesem Zeitraum herausgegebenen Analysen verwarfen zwölf die Möglichkeit einer Abwertung. Von diesen zwölf sagten zwei eine Aufwertung voraus, zwei drängten auf ein höheres Rating Mexikos und acht vertraten den Standpunkt, dass es trotz des zum damaligen Zeitpunkt hohen Leistungsbilanzdefizites keine Abwertung geben würde.

Dieser Enthusiasmus für Mexiko fand seinen Niederschlag in der schnellen Aufwertung Mexikos in den Länder-Risikotabellen. So stieg Mexiko zum Beispiel in *Euromoney's* Länderrisikoring – wo eine niedrigere Position ein niedrigeres Risiko bedeutet – von Position 77 im Jahre 1985 auf Position 44 im Jahre 1994. Erstaunlicherweise wurde die Kreditwürdigkeit Mexikos in der Risikobewertung von *Euromoney* noch zwischen März und September 1994 hochgestuft! Infolge dieser Einschätzung und aufgrund des drastischen Rückgangs der Zinssätze in den Vereinigten Staaten erhielt Mexiko große Summen an ausländischem Kapital. Zwischen 1990 und 1993 flossen mehr als die Hälfte aller Kapitalströme, die nach Lateinamerika gingen, nach Mexiko.

Der unerschütterliche Glaube der internationalen Gemeinschaft an Mexiko war auch eine Folge der Bemühungen der mexikanischen Behörden, die Welt von

³⁰ Siehe auch Fraser (1995), der einer Analyse der Einschätzung Mexikos durch die Wall Street in den Monaten vor der Krise den vielsagenden Titel gab „Who Lost Mexico“.

der Bedeutung ihres Wirtschaftsprogramms zu überzeugen. Die mexikanische Regierung führte eine großzügig finanzierte und effiziente Propagandakampagne durch, um ihr Versprechen, der NAFTA beizutreten und ausländische Investitionen anzulocken, erfüllen zu können. Der amerikanische Privatsektor sah in Mexiko und der NAFTA eine große Chance für die Wirtschaft und trat stark für Mexiko ein, indem er die wirtschaftlichen Vorteile in den Vordergrund rückte und die Probleme vernachlässigte. An der Wall Street unterstrichen Händler von mexikanischen Aktien und Anleihen die kurzfristigen Gewinnchancen und schenken den tiefer liegenden Problemen wenig Aufmerksamkeit.

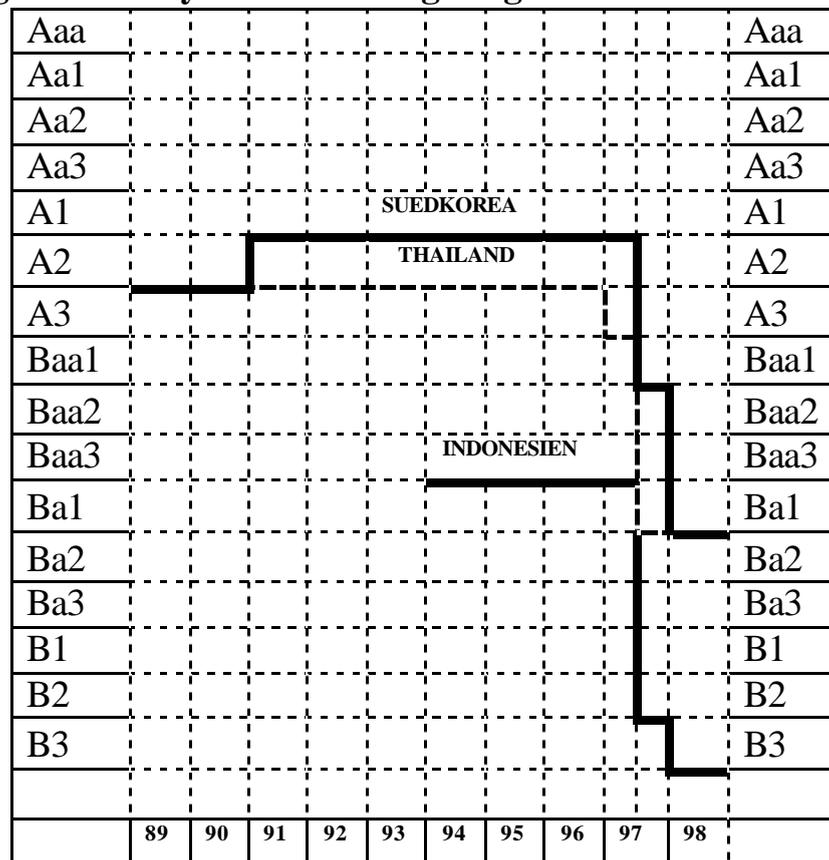
Nur wenige Journalisten schlossen sich nicht dem allgemeinen Herdenverhalten an und gaben eine Warnung ab. Alle anderen hörten auf die Propaganda der mexikanischen Regierung, überprüften und stellten fest, dass offensichtlich weder das US-Finanzministerium noch der IWF beunruhigt über Mexiko zu sein schienen, und gaben daher gute Bewertungen ab. Die positiven Berichte über Mexiko in den internationalen Medien gaben den Investoren das beruhigende Gefühl, dass sie sich keine Sorgen hinsichtlich ihrer Investitionen machen müssten und ein Ausfallrisiko praktisch nicht bestand.

Wie weiter unten erörtert werden soll, gingen zwischen 1990 und 1993 die Kapitalzuflüsse tendenziell mit einer Stärkung des realen Wertes der Währung, ebenso wie mit einem wachsenden Leistungsbilanzdefizit, das 1994 in Mexiko 8% des BIP erreichte, einher. Das private Sparen nahm während dieser Jahre ab. All dies waren Anzeichen dafür, dass eine Anpassung der mexikanischen Wirtschaftspolitik notwendig gewesen wäre. Im Laufe des Jahres 1994 begann das Vertrauen der Investoren zu schwinden, als eine Reihe von politischen Ereignissen die Verwundbarkeit des mexikanischen politischen Systems zeigte. Die Währungsreserven gingen zurück. Trotzdem ergriff Mexiko keine substanziellen Maßnahmen, um seine makroökonomischen Probleme zu lösen. Im Dezember 1994, als die Devisenreserven des Landes praktisch erschöpft waren, war das Vertrauen der Investoren geschwunden, wodurch an den Finanzmärkten Panik und ein massiver Abzug von ausländischen kurzfristigen Investitionen aus Mexiko ausgelöst wurden.

3.1.2 Die koreanische Überraschung

Wie im Falle Mexikos erfassten nur wenige Wirtschaftswissenschaftler und Finanzanalysten das Ausmaß und die Komplexität der Probleme, die zum Ausbruch der Finanzkrise in Korea im Jahre 1997 führten. Die internationalen Investoren bewerteten bis Oktober 1997, einen Monat vor dem Crash, die Aussichten der koreanischen Wirtschaft positiv. Diese optimistische Einschätzung betraf auch andere ostasiatische Länder, die in der zweiten Hälfte des Jahres 1997 in eine tiefe Krise gerieten. Wie die folgende Abbildung zeigt, stuften internationale Rating-Agenturen wie z.B. Moody's zwischen Januar 1994 und Juni 1997 mehrere asiatische Volkswirtschaften, einschließlich Thailands, Koreas und Indonesiens, hoch.

Abbildung 3.1: Moody's Kreditrating ausgewählter ostasiatischer Länder



Quelle: Stephen Grenville (2000), In: The Asian Financial Crisis., S.48.

Die gute Bewertung der ostasiatischen Länder spiegelte das enorme Vertrauen der Investoren in die außerordentliche makroökonomische Leistung der ostasiatischen Länder in den Jahren, ja Jahrzehnten vor der Krise wider. Sri-

Ram Aiyer (Aiyer, 1998) zum Beispiel fasst den Eindruck, den die meisten Analysten von der koreanischen Wirtschaft hatten, so zusammen:

„Ein Land, das durch den Krieg in den Fünfzigerjahren zerstört worden war, dessen Hauptstadt zweimal vom Feind besetzt wurde, das gewaltige Flüchtlingsströme aus dem Norden aufgenommen hatte, das eine Umsiedlung ganzer Bevölkerungsgruppen erlebte, die das Land fast lahm legte, das nicht über irgendwelche bemerkenswerten natürlichen Ressourcen verfügte, hatte sich innerhalb von einer Generation von einem hoffnungslosen Fall („*basket case*“) in ein Land mit einem Einkommen der oberen Mittelstufe verwandelt, das Mitglied der OECD wurde und keine Kredite der Weltbank mehr benötigte. Wie ist Korea dies gelungen?“ (Aiyer, 1999, S.26).

Die Suche nach Antworten auf diese Frage beschäftigte Entwicklungsexperten und Sozialwissenschaftler über Jahre. Zahlreiche Studien zum koreanischen “Wirtschaftswunder” unterstrichen, wie eine sehr autonome Regierung ausgewählte Anreize einsetzte, um den Privatsektor zu Aktivitäten in prioritären Industriebereichen zu animieren und - was ebenso wichtig war - einen komparativen Vorteil in kapitalintensiven, technologie-orientierten Produktionsbereichen zu schaffen (Amsden 1989).

Wie oben bereits festgestellt wurde, war die Wirtschaftsleistung Koreas in den drei Jahrzehnten vor der Krise außergewöhnlich. Das Land erreichte dauerhaft eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des BIP von acht Prozent. Koreas Wachstum lag weit über dem anderer Länder - von Entwicklungsländern ebenso wie von Industriestaaten. Neben Korea erreichten im Zeitraum von 1960 bis 1992 nur Taiwan, Singapur und Hongkong eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von über fünf Prozent. Auffällig war, dass das schnelle Wachstum in Korea von einer rasanten sozialen Entwicklung begleitet wurde. Armut, Kindersterblichkeit und Analphabetentum sind deutlich zurückgegangen. Gleichzeitig hat sich die Einkommensverteilung in Korea verbessert.

Ein weiterer wichtiger Grund, weshalb die Finanzanalysten und Wirtschaftsexperten das Ausmaß der sich in Korea abzeichnenden Probleme nicht erfassten, war die Tatsache, dass wenige der klassischen Warnsignale zu erkennen waren, die in der Vergangenheit Finanzkrisen vorausgegangen waren. Zu ihnen gehören ein enormes öffentliches Haushaltsdefizit und hohe Inflationsraten. Zudem hatte Korea, wie weiter unten dargestellt werden soll, nicht die gleichen Probleme wie Mexiko, wie eine Überbewertung der Währung oder ein gewaltiges Leistungsbilanzdefizit. Auch fanden in Korea keine

politischen Ereignisse in der Art derer, die der mexikanischen Krise 1994 vorangingen, statt. Was war geschehen?

3.2 Ursachen der Krise in Mexiko

Im Dezember 1988 trat Präsident Carlos Salinas de Gortari seine sechsjährige Amtszeit an. Die Wirtschaft war gekennzeichnet durch eine hohe Inflation, ein gewaltiges Haushaltsdefizit, makroökonomische Instabilität, Protektionismus, eine schlechte internationale Wettbewerbsfähigkeit, eine gewaltige Auslandsschuld und eine gravierende Verschlechterung des Lebensstandards der mexikanischen Bevölkerung. Die Regierung Salinas ergriff rasch all die notwendigen unpopulären haushalts- und geldpolitischen Maßnahmen, um den Inflationsdruck einzudämmen. Wie die folgende Tabelle zeigt, gelang es der Regierung Salinas, die Inflationsrate Mexikos von 150% im Jahre 1988 auf 7,1% im Jahre 1994 zu senken. Im gleichen Zeitraum konnte das Haushaltsdefizit von 3.9% des BIP im Jahre 1990 auf praktisch 0% im Jahre 1994 verringert werden. Zudem bemühte sich Salinas Team gleich zu Beginn seiner Amtszeit, die riesigen Schulden des Landes im Ausland neu zu verhandeln und sie sogar zu reduzieren. So ging Mexikos Auslandsschuld von 38% des BIP im Jahre 1990 auf 28% im Jahre 1994 zurück.

Tabelle 3.1: Mexiko. Makroökonomische Indikatoren

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<i>(Veränderung in Prozent)</i>						
1. Reales BIP-Wachstum	4.5	3.6	2.8	0.6	3.5	-6.9
2. Inflationsrate	29.9	18.8	11.9	8.0	7.1	52.0
3. Wertverlust der Währung	14.4	7.3	2.7	0.6	8.3	90.2
<i>(In Prozent des BIP)</i>						
4. Haushaltsüberschuss /defizit	-3.9	-1.5	0.5%	0.7	0.1	-0.1
5. Leistungsbilanz	-3.0	-5.1	-7.4	-6.5	-7.9	-0.3
6. Auslandsschuld	38	36	32	31	28	38

Quelle: Banco de México. Informe Anual. Verschiedene Jahrgänge.

Neben diesen Bemühungen zur Stabilisierung der mexikanischen Wirtschaft führte Salinas umfassende marktwirtschaftliche Reformen durch, die die Rolle des Staates in der Produktion von Gütern und Dienstleistungen einschränkte, da Eigentum und Kontrolle von Staatsunternehmen an den Privatsektor übergeben wurden. Zur Förderung der Wettbewerbsfähigkeit privatisierte die Regierung

1200 der bestehenden 1400 staatlichen Unternehmen, einschließlich der Telefonos de Mexico (Mexikos Telekommunikationsunternehmen), ebenso wie Banken, große Fabriken, Genossenschaften und andere kleine Unternehmen. Zudem liberalisierte die Regierung unilateral den Handelssektor, förderte Investitionen ausländischer Kapitalgeber und eröffnete Ausländern den Zugang zur Börse.³¹

All diese Maßnahmen gaben Mexikos internationalem Ansehen enormen Auftrieb. 1993 unterzeichnete Mexiko das *North American Free Trade Agreement* (NAFTA) mit den USA und Kanada, was Mexikos neues Ansehen in der Welt zeigte. Das optimistische makroökonomische Umfeld, das durch die Reformen geschaffen worden war, führte rasch zu einem Anstieg der ausländischen Investitionen im Lande. Mexiko wurde schnell Hauptnutznießer eines noch nie da gewesenen Zustroms an privatem Kapital und „Lieblingskind“ unter den *"emerging markets"*. Zwischen 1990 und 1994 wurde Mexiko zum weltweit zweitgrößten Empfänger ausländischer Privatinvestitionen nach China.

Allerdings schufen diese Kapitalzuflüsse bald eine derartige "Fülle" an ausländischem Kapital, dass es zu einer Überbewertung der mexikanischen Währung kam. Die Überbewertung wiederum stimulierte die Importe so sehr, dass sich das Handelsdefizit zu einem kritischen Destabilisierungsfaktor entwickelte. Noch heikler war die Tatsache, dass ein Großteil der ausländischen Investitionen in liquiden Finanzinstrumenten erfolgte, die ausländische Investoren ebenso rasch aus Mexiko abziehen konnten, wie sie sie nach Mexiko gelenkt hatten. Ironischerweise zogen gerade manche der Reformen - deren Ziel es war, Mexikos Wettbewerbsfähigkeit und Wachstumspotenzial zu erhöhen - einige der strukturellen Probleme, die zu der mexikanischen Krise 1994 führen sollten, nach sich.

3.2.1 Kapitalzuflüsse

Angezogen von der schnellen Liberalisierung der Finanzmärkte im Jahre 1990 und von den optimistischen Prognosen für die Entwicklung der mexikanischen Wirtschaft begannen internationale Investoren, immer mehr Kapital in Form von Portfolioinvestitionen und Direktinvestitionen nach Mexiko zu lenken. Wie folgende Tabelle zeigt, erhöhten sich die Kapitalströme nach Mexiko drastisch von 10.6 Milliarden US-Dollar im Jahre 1990 auf 81.2 Milliarden im Jahre

³¹ Vgl. Carlos Salinas de Gortari (2000): *México. Un Paso Difícil a la Modernidad*. México, Plaza & Jones.

1993, was 20% des BIP entsprach. Die meisten dieser Kapitalzuflüsse erfolgten in Form von Portfolioinvestitionen in staatliche und private Wertpapieren.

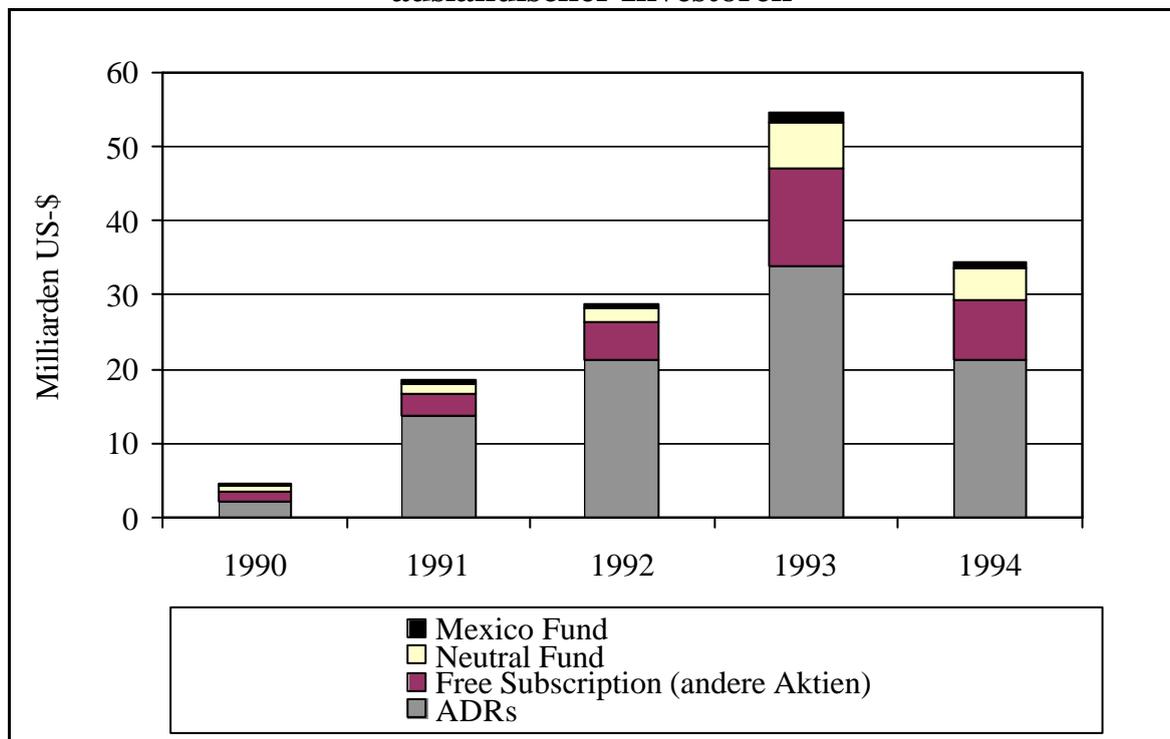
Tabelle 3.2: Kapitalzuflüsse nach Mexiko, 1990-1994 (in Milliarden US-Dollar zum Jahresende)

	1990	1991	1992	1993	1994
1. Portfolioinvestitionen					
In private Finanz-instrumente	4.5	18.5	28.7	54.7	34.4
In staatliche Wertpapiere	3.1	5.1	14.4	21.6	30.4
2. Ausländische Direktinvestitionen	3.0	4.7	4.4	4.9	8.0
3. Sonstige					
Total (1+2+3)	10.6	28.3	47.5	81.2	62.8
Total (% des BIP)	2.7	7.3	12.0	20.1	15.7

Quelle: Weltbank (2000); Banco de México: Informe Anual. Verschiedene Jahrgänge.

Für Portfolioinvestitionen bot Mexiko ausländischen Investoren eine breite Palette privater und staatlicher Schuldtitel. Die folgenden zwei Tabellen zeigen Details der von ausländischen Investoren verwendeten Finanzinstrumente.

Abbildung 3.2: Mexikanische Schuldtitel des privaten Sektors in der Hand ausländischer Investoren



* Betrag zu Kurswerten

Quelle: Bolsa Mexicana de Valores (1995): Informe Anual. México, BMV.

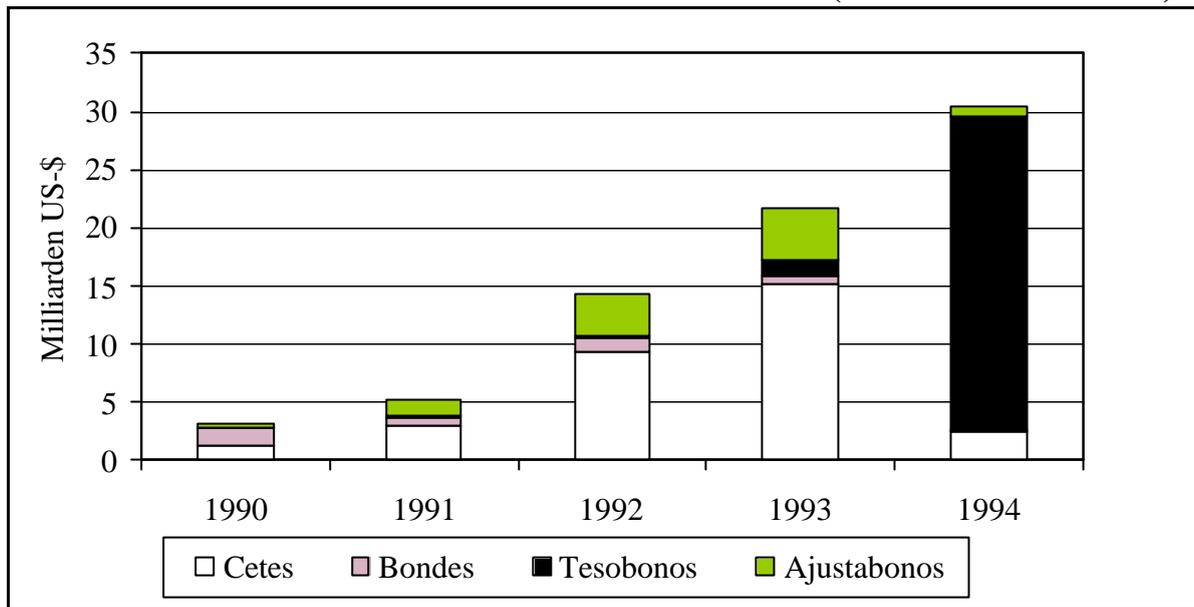
Wie obige Abbildung zeigt, zogen es die ausländischen Investoren vor, ihr Kapital über American Depository Receipts (ADRs) in private Unternehmen zu

investieren. Jede ADR stellte ein Paket von 20 Anteilen an einer mexikanischen Firma dar. Da die ADR auf den US-Kapitalmärkten notiert und gehandelt wurden, konnte jeder ausländische Investor sie problemlos erwerben und wieder verkaufen. Andere Formen des Erwerbs von Anteilen an mexikanischen Unternehmen umfassten den Neutral Fund und den Mexico Fund. Auch konnten Investoren alle an der mexikanischen Börse als „free-subscription shares“ bezeichneten Aktien erwerben. Der Wert der Wertpapiere in ausländischer Hand stieg rasch. 1990 belief er sich auf 4,5 Milliarden US-Dollar und hatte sich 1993 fast verdreizehnfacht, wobei er seinen Spitzenwert von 54,7 Milliarden US-Dollar erreichte. Ende 1994 ging er wieder auf 34,4 Milliarden US-Dollar zurück, was den umfassenden Abzug von Portfolioinvestitionen in Folge der Krise vom Dezember 1994 widerspiegelt.

Auch die ausländischen Investitionen in von der mexikanischen Regierung ausgegebene Schuldtitel waren beachtlich. Wie die folgende Abbildung zeigt, stieg der Bestand an staatlichen Wertpapieren in der Hand ausländischer Investoren rasch von 3,1 Milliarden US-Dollar im Jahre 1990 auf 21,6 Milliarden im Jahre 1993, was einer Wachstumsrate von fast 700% in nur drei Jahren entspricht. Anders als die Schuldtitel des privaten Sektors stiegen die staatlichen Wertpapiere in der Hand ausländischer Investoren 1994 auf 30,4 Milliarden US-Dollar, da sie, als 1994 die finanzielle Instabilität einsetzte, für sicherer gehalten wurden als die von Privatunternehmen ausgegebenen Schuldtitel.

Wie folgender Abbildung zu entnehmen ist, erwarben ausländische Investoren im Zeitraum von 1990 bis 1993 vor allem Schatzwechsel, die so genannten Cetes (Certificados de la Tesorería de la Federación). Bis 1993 lauteten alle staatlichen Wertpapiere auf mexikanische Pesos, einschließlich der Cetes, Bondes und Ajustabonos (Bonds). Allerdings begann die mexikanische Regierung, als Anfang 1994 erste Anzeichen für einen Rückgang des Vertrauens der Investoren in die mexikanische Wirtschaft zu erkennen waren, die auf Peso lautenden Cetes durch auf Dollar lautende Tesobonos zu ersetzen, um nach Möglichkeit die ausländischen Investitionen in Mexiko zu halten und eine Kapitalflucht zu verhindern. Auch die Tesobonos waren staatliche Schatzwechsel, lauteten jedoch auf Dollar. Im Falle einer Abwertung der mexikanischen Währung käme es für Inhaber von auf Peso lautenden Finanzinstrumenten automatisch zu Verlusten, während Inhaber von Tesobonos keine Verluste zu verzeichnen hätten, es sei denn, auch die Regierung könnte ihren Verpflichtungen nicht mehr nachkommen.

Abbildung 3.3: Staatliche mexikanische Schuldtitel in der Hand ausländischer Investoren in Milliarden US-Dollar (am Ende des Jahres)



Quelle: Bolsa Mexicana de Valores (1995): Informe Anual. México, BMV.

Unglücklicherweise erwies sich die Substitution der Cetes durch Tesobonos als einer der kostspieligsten wirtschaftspolitischen Fehler in der Geschichte Mexikos, da durch diese Maßnahme ausländische Investoren, die in Mexiko investiert hatten, vollständig gegen das Wechselkursrisiko geschützt waren, während gleichzeitig der Druck auf die mexikanische Währung stieg, da Investoren begannen, ihre Tesobonos einzulösen. Außerdem war die Ersetzung der Cetes durch Tesobonos zwar ein Mittel, um Zeit zu gewinnen, beseitigte jedoch nicht die tiefer liegenden makroökonomischen Probleme Mexikos, wie die starke Überbewertung der Währung und das wachsende Leistungsbilanzdefizit.

Der gewaltige Umfang des kurzfristigen Kapitals, das nach Mexiko strömte, wurde aus unterschiedlichen Gründen problematisch. Zunächst einmal handelte es sich um kurzfristiges Kapital. Dadurch war ein Großteil der Kapitalströme, die nach Mexiko flossen, in Finanzinstrumenten angelegt, die innerhalb kurzer Zeit verkauft oder eingelöst werden konnten, wodurch Mexiko extrem anfällig für große Kapitalabflüsse wurde. Es gab praktisch keine Kauf- oder Verkaufsbeschränkungen für staatliche oder private Schuldtitel. Bei staatlichen Anleihen lag die durchschnittliche Laufzeit bei 90 Tagen. Wenn sich die Investoren entschieden, die staatlichen Wertpapiere nicht bis zur Fälligkeit zu halten, konnten sie sie problemlos auf dem Sekundärmarkt mit einem Abschlag verkaufen. Die Investoren konnten somit den Markt zu jedem beliebigen Zeitpunkt verlassen.

Trotz alledem wurden die Gefahren drastischer Kapitalzuflüsse weder von den politisch Verantwortlichen Mexikos noch von den meisten Wirtschaftsexperten und internationalen Finanzinstitutionen berücksichtigt. Ihre Sorge galt in der Tat genau dem Gegenteil: Was konnten Länder wie Mexiko tun, um die Kapitalflucht zu stoppen, neue Gelder anzuziehen und ihre Auslandsschuld umzustrukturieren? (Vgl. GAO, 1995).

Zudem waren die Kapitalströme nach Mexiko problematisch für die inländische Wirtschaft, da das Kapital genutzt wurde, um einen Konsumboom und ein zunehmendes Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, die einen enormen Druck auf die Währung ausübten. 1993 belief sich das Leistungsbilanzdefizit auf 6% des mexikanischen BIP. Hier wäre eine umfassende Anpassung des Wechselkurses notwendig gewesen, um das Defizit abzubauen. Überraschenderweise schienen weder die mexikanischen Behörden noch die internationalen Investoren beunruhigt über die zunehmende Verwundbarkeit der mexikanischen Wirtschaft, die durch den großen Zustrom von Kapital ausgelöst wurde.

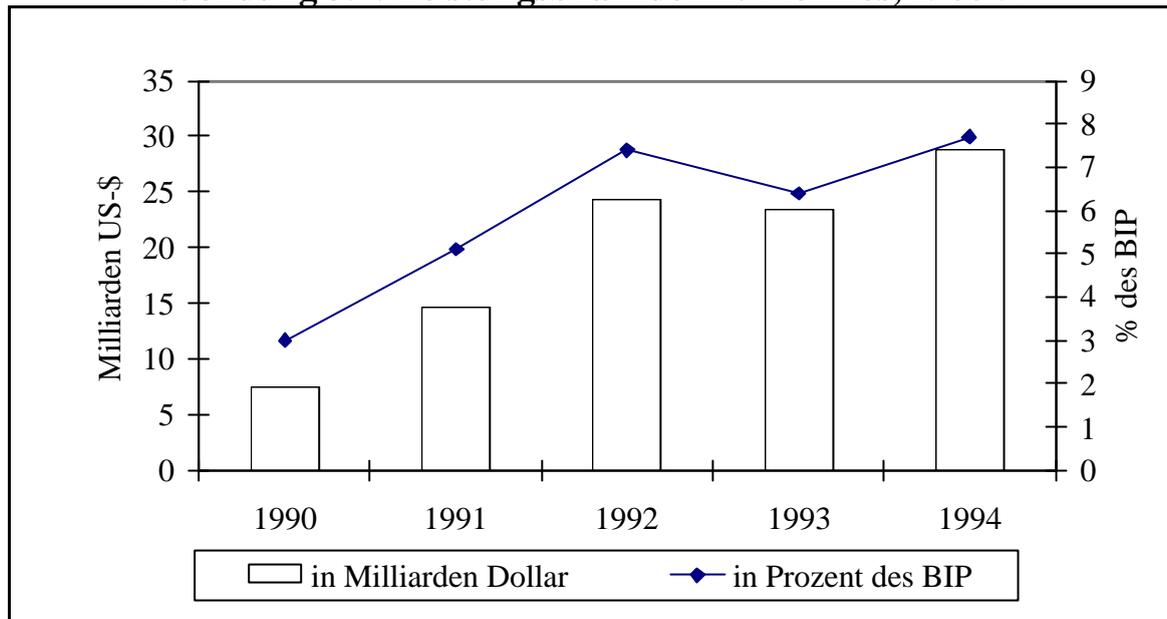
3.2.2 Leistungsbilanzdefizit

Der Zustrom an Kapital, der 1990 einsetzte, erlaubte es mexikanischen Staatsbürgern, ihre Ausgaben schnell zu erhöhen. Von 1990 an erlebte das Land einen Konsumboom, der noch zusätzlichen Druck auf den bereits überbewerteten Wechselkurs ausübte und zum Entstehen des großen Leistungsbilanzdefizits beitrug. Die folgende Abbildung zeigt den schnellen Anstieg der Kapitalzuflüsse und des Leistungsbilanzdefizits zwischen 1990 und 1994.

1990 belief sich das Leistungsbilanzdefizit auf 7,5 Milliarden US-Dollar und entsprach 3% des BIP. 1994 hatte das Defizit 30 Milliarden US-Dollar erreicht und lag damit bei 8% des mexikanischen BIP.

Zwischen 1991 und 1993 galt das Leistungsbilanzdefizit nicht als Problem, da Mexiko über umfassende Devisenreserven verfügte, die Exporte schnell zunahmen und es nicht so aussah, als bestünde die Gefahr, dass Mexiko in Kürze Schwierigkeiten haben würde, ausländische Investitionen anzuziehen und zu halten (GAO, S. 5). Ausserdem glaubte die mexikanische Regierung, dass der Anstieg der Importe letztendlich zur Schaffung von neuen Arbeitsplätzen führen würde. Carlos Salinas schrieb über das zunehmende Leistungsbilanzdefizit zwischen 1991 und 1993:

Abbildung 3.4: Leistungsbilanzdefizit Mexikos, 1988-94



Quelle: Banco de México: Informe Anual. Verschiedene Jahrgänge.

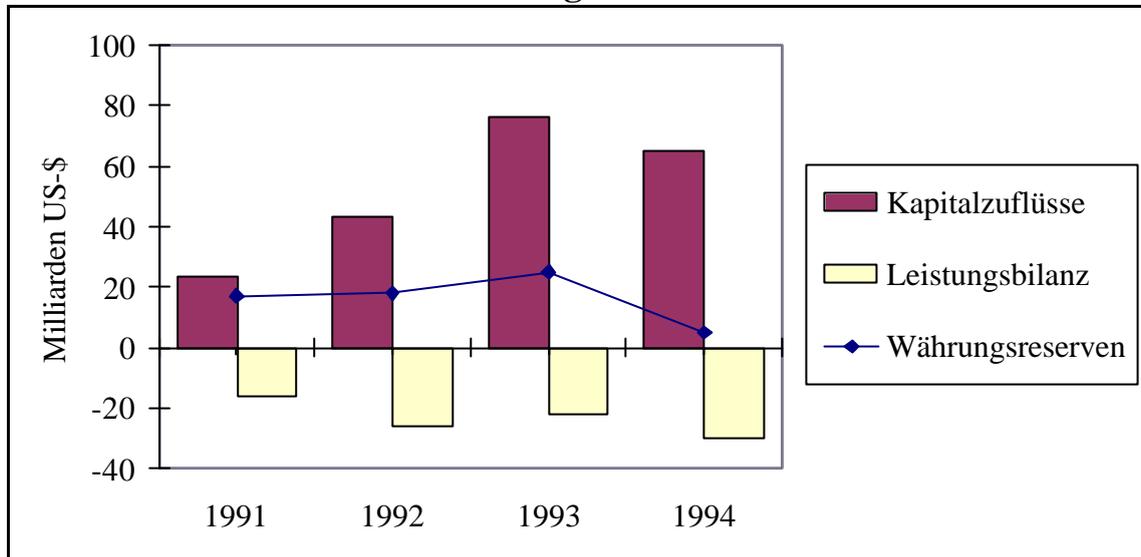
Das Defizit stieg, da das Niveau der inländischen Investitionen das Niveau des inländischen Sparens überstieg. Die Differenz wurde durch ausländische Investitionen finanziert... Die ausländischen Investitionen wurden hauptsächlich genutzt, um Maschinen oder Anteile an [mexikanischen] Unternehmen zu erwerben. Dies bedeutet, dass die ausländischen Ressourcen dazu beitragen, die Zahl der Arbeitsplätze [in Mexiko] zu erhöhen. (Salinas, 2000, S. 1095).

Die optimistischen Aussichten der mexikanischen Volkswirtschaft änderten sich 1994, als die Devisenreserven abzunehmen begannen, wie die folgende Abbildung zeigt.

1994 begannen Mexikos Währungsreserven vor allem aufgrund inländischer politischer Ereignisse, die das Vertrauen der Investoren in die mexikanische Wirtschaft zerstörten, drastisch zurückzugehen. Viele mexikanische und ausländische Investoren verkauften ihre Pesos, um US-Dollar zu kaufen. Die mexikanische Zentralbank wiederum verkaufte ihre US-Dollar, um den Wechselkurs zu halten. Angesichts schwindender Währungsreserven, eines wachsenden Leistungsbilanzdefizits und eines nahezu starren Wechselkurssystems begannen die Investoren zu begreifen, dass eine umfassende Anpassungspolitik notwendig wäre. Im Dezember 1994 wurde den Investoren bewusst, dass die Devisenreserven der mexikanischen Zentralbank

nicht mehr ausreichen, um Investoren auszubehalten, die ihr Geld in US-Dollar umtauschen und die mexikanischen Märkte verlassen wollten.

Abbildung 3.5: Kapitalzuflüsse, Leistungsbilanzdefizit und Währungsreserven



Quelle: Banco de México: Informe Anual. Verschiedene Jahrgänge.

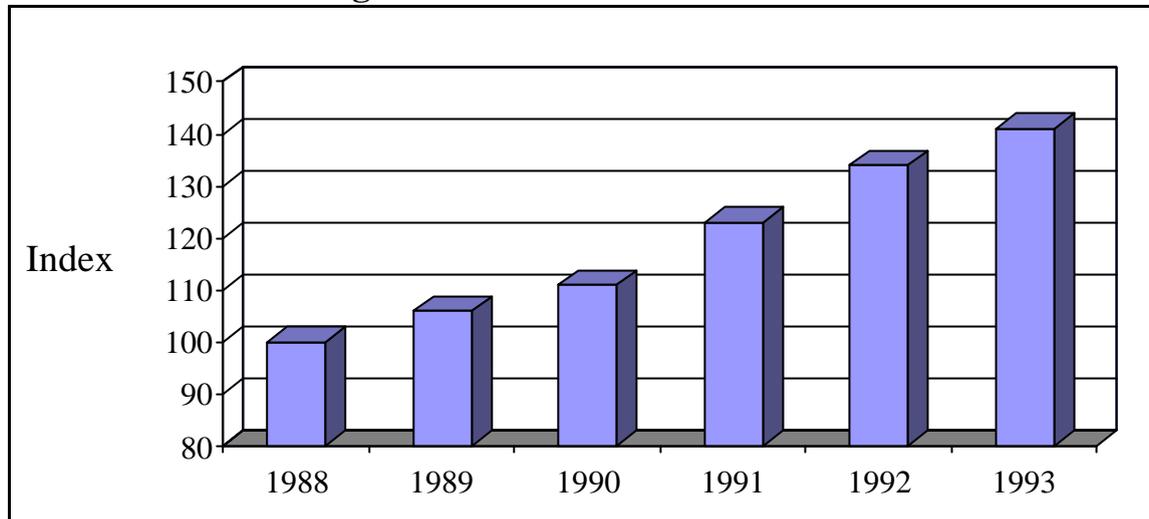
3.2.3 Überbewertung der Währung

Viele Autoren (wie Tornell und Velasco 1995) sehen die Ursache für die mexikanische Krise in der Überbewertung des mexikanischen Peso und der Entscheidung der mexikanischen Behörden, eine umfassende Anpassung des Wechselkurses über Jahre hinauszuschieben. Die Überbewertung des Peso wird meist auf die umfassenden Kapitalzuflüsse nach Mexiko, die Starrheit der Wechselkurspolitik und insbesondere auf die Verwendung eines Währungsbandes mit gleitender oberer Grenze, das zu unflexibel war, um die erforderlichen Korrekturen zuzulassen, zurückgeführt. Viele Autoren ziehen daraus den Schluss, dass eine flexiblere Wechselkurspolitik das Ausmaß der Überbewertung hätte verringern und auf diese Weise vielleicht den Ausbruch der Krise hätte verhindern können (Dornbusch 1995, 1998).

Es gibt verschiedene Möglichkeiten, die Überbewertung einer Währung zu messen. Die folgende Abbildung zeigt den Wechselkurs des mexikanischen Peso, wobei die traditionelle Weise, zwei Währungen zu vergleichen, verwendet wird. Der Index zeigt den prozentualen Anstieg des Wertes des Peso gegenüber dem Dollar, als der nominelle Wechselkurs aufgrund inflationärer Tendenzen

sowohl in Mexiko als auch in den Vereinigten Staaten korrigiert worden war. Legt man 1988, das Jahr des Amtsantritts der Regierung Salinas, als Basisjahr zugrunde, lag der reale Wechselkurs von Peso zu Dollar 41% höher als 1988.³²

Abbildung 3.6: Realer Wechselkurs Peso/Dollar



Quelle: Mit Daten der Banco de México erstellt

Im Jahre 1992 brachten erste Analysten der mexikanischen Wirtschaft ihre Sorge hinsichtlich der Überbewertung der mexikanischen Währung zum Ausdruck. Anfang 1992 stellte R. Dornbusch fest, dass "das gegenwärtige Problem der mexikanischen Wirtschaft der zu hohe Wechselkurs ist" (Dornbusch 1993, S. 369). Im November 1992 vertrat er den Standpunkt, die tägliche Abwertungsrate sollte 1993 auf 120 Cents pro Tag verdreifacht werden.

Die mexikanischen Behörden reagierten auf diese Kommentare mit einem Verweis darauf, dass die Kapitalströme weitgehend privater Natur seien, Mexiko einen Haushaltsüberschuss aufweise, und daher kein Anlass zu Sorge bestünde. Diese Haltung stützte sich auf eine dreiteilige Argumentation: Zunächst einmal wurde unterstrichen, dass die politischen Entscheidungsträger in Form der flexiblen Zinssätze und des Währungsbandes genug Spielraum hätten, um mit eventuell auftretenden Ungleichgewichten zurecht zu kommen. Außerdem wurde das Argument vorgebracht, dass die Produktivität rasch steige, was zu einer Exportexpansion führen würde, die wiederum das Leistungsbilanzdefizit verringern würde. Und schließlich wurde angenommen, dass die Fundamentaldaten auch langfristig gut bleiben würden, insbesondere

³² Eine Darstellung anderer Methoden zur Bewertung des Peso/Dollar-Kurses findet sich in Carstens und Gil Diaz (1997). Der Peso war nicht überbewertet, wenn man ihn nach der Methode der beiden Autoren maß.

angesichts der Ratifizierung des NAFTA-Vertrages (Banco de México 1993 und 1994, Aspe 1993 und Salinas 2000).

Die Tatsache, dass die ausländischen Gelder, die nach Mexiko flossen, privater Natur waren, überzeugte eine Reihe von Analysten, insbesondere auch hochrangige mexikanische Regierungsvertreter, davon, dass dies eine positive Entwicklung sei, die keineswegs Anlass zu Sorge gebe. Wie wir gesehen haben, waren jedoch einige andere Beobachter skeptisch und wiesen - zunehmend alarmiert - darauf hin, dass die akkumulierte Überbewertung des Peso die Grundfesten der mexikanischen Wirtschaft untergrub und zwangsläufig - eher früher als später - zu einer tiefen Krise führen musste. Die Stimmen dieser skeptischen Analysten wurden jedoch weder von der mexikanischen Regierung noch von ausländischen Investoren und multilateralen Institutionen gehört, die - wie oben dargestellt - in Mexiko ein "Wirtschaftswunder" sahen, das in Kürze von Erfolg gekrönt sein würde. Auch andere renommierte Wirtschaftswissenschaftler waren damals nicht der Ansicht, dass Mexiko seine Währung drastisch abwerten sollte. Guillermo Calvo schrieb im April 1994:

Meines Erachtens ist dies nicht der Moment, eine Abwertung, wie sie Dornbusch-Werner vorschlagen, durchzuführen. Die Kräfte, die zum Erhalt des „guten“ Gleichgewichts beigetragen haben, können sich über Nacht auflösen. Eine Abwertung um 20% [außerhalb des gegenwärtig gültigen Bandes] könnte die US-Investoren über den Verlust des realen Wertes ihrer Cetes aufbringen. Die Dornbusch-Werner-Lösung könnte sich so – wird sie ohne Konsultationen und Unterstützung durch die NAFTA-Partner durchgeführt – als Giftpille für die Regierungspartei oder ihre Nachfolgerin erweisen. (Calvo, 1994).

Die Argumente, die die mexikanischen Behörden vortrugen, erschienen weitgehend logisch und vernünftig. Allerdings stützten sie sich auf die Annahme, dass die Kapitalströme nach Mexiko der Jahre 1991-1993 – die über 7% des BIP entsprachen – mittel- und langfristig in etwa dieser Höhe anhalten würden. Wie die mexikanische Krise zeigt, erwies sich diese Annahme als falsch, da sich die Voraussetzungen für eine Aufrechterhaltung der gewaltigen Kapitalströme nach Mexiko 1994 in dramatischer Weise veränderten.

3.2.4 Die Rückständigkeit des politischen Systems

Bis Dezember 1993 schien kein ausländischer Investor besorgt über das politische System Mexikos zu sein. Sogar die renommiertesten Wirtschaftswissenschaftler und Mexiko-Experten gingen davon aus, dass die Stabilität, die Mexiko über mehr als sechs Jahrzehnte genossen hatte, noch viele Jahre andauern würde. Die NAFTA und die optimistischen Prognosen hinsichtlich der Entwicklung der mexikanischen Wirtschaft versprachen, auch die soziale Stabilität zu erhöhen, da die mexikanische Bevölkerung von dem höheren Wirtschaftswachstum und der rascheren wirtschaftlichen Entwicklung profitieren würde.

Im Jahre 1994 zeigte sich, dass alle diese Annahmen falsch gewesen waren. Während des gesamten Jahres trug eine Reihe politischer Ereignisse dazu bei, das Vertrauen der Investoren in die Stabilität des politischen Systems Mexikos zu untergraben, was zu einer rapiden Abnahme von Mexikos Devisenreserven führte, da die Behörden darauf bestanden, den Wechselkurs so wenig wie möglich zu verändern. Die Zentralbank verkaufte ihre US-Dollar, um den Wert des mexikanischen Peso aufrechtzuerhalten. Am 1. Januar 1994, dem Tag, an dem die NAFTA in Kraft trat, betrat eine Guerilla-Bewegung die politische Bühne Mexikos. Die Guerilla, Ejército Zapatista de Liberación Nacional [Zapatistische Befreiungsarmee, EZLN], erklärte der mexikanischen Regierung den Krieg. Die Befreiungsarmee setzte sich aus Tausenden von Eingeborenen aus dem Staat Chiapas im Süden Mexikos zusammen und wurde von einem charismatischen Führer, dem Subcomandante Marcos, einem ehemaligen Professor einer der führenden Universitäten Mexikos, der Universidad Autónoma Metropolitana, angeführt. Die Guerilla appellierte an die mexikanische Bevölkerung, sich für die Demokratisierung des politischen Systems Mexikos, ein Ende der Diskriminierung der Urbevölkerung des Landes und die Autonomie der Gemeinden der Eingeborenen einzusetzen.³³ Auch wenn die Guerilla keine wirkliche Bedrohung für die mexikanische Armee darstellte, war sie doch in der Lage, die Fundamente des politischen Systems des Landes ins Wanken zu bringen. Sie erinnerte die Mexikaner ebenso wie die Ausländer daran, dass Mexiko trotz der Reformen zur Modernisierung und der hoch gelobten Sozialpolitik auch weiterhin ein Land mit drängenden sozialen Problemen und gewaltigen, wachsenden und nicht akzeptablen Ungleichheiten war.

Die Zapatistabewegung zeigte auch, dass das mexikanische politische System überholt war. Im Vergleich zu den dramatischen Veränderungen im

³³ Vgl. Carlos Tello Díaz (1995): La Rebelión de las Cañadas. México, Cal y Arena.

Wirtschaftsbereich erweckte das autoritäre politische System den Eindruck von Immobilität. Der Demokratisierungsprozess in Mexiko war hinter den wirtschaftlichen Reformen zurückgeblieben:

Die während der Salinas-Zeit (1988-1994) unternommenen Liberalisierungsanstrengungen wurzelten in bereits vollzogenen institutionellen Veränderungen und wurden durch diese erst ermöglicht. {...} Parallel zu den wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Stärkung der Marktkräfte bestand ein historisches Erbe an Staatsdirigismus, Günstlingswirtschaft, Präsidialherrschaft und der Kontrolle von Gewerkschaften und Verbänden durch den Staat fort. Infolgedessen wiesen die Liberalisierungsanstrengungen unter Salinas verschiedene Anomalien auf. Das Ergebnis war ein hybrides Paket wirtschaftspolitischer Maßnahmen, das eine technokratische und marktwirtschaftliche Lenkung mit einer umfassenden Entschädigung inländischer Interessen für aufgrund der Liberalisierung erlittene Verluste verband. Der Staat förderte die Transparenz der Wirtschaftstransaktionen, die Liberalisierung und Deregulierung, um die „Gewinner“ des neuen Wirtschaftsmodells zu unterstützen, und erhöhte den Umfang der Entschädigungen für die „Verlierer“. Er versprach in zahlreichen Bereichen das Überleben des Tüchtigsten und stellte in anderen Entschädigungen zur Verfügung. Zwar setzten die staatlichen Eliten die Marktkräfte frei, sie errichteten aber auch massive Barrieren für die demokratische Entwicklung. Diese ungute und unsolide Mischung von neoliberalen und neopopulistischen Politiken – die in Verbindung mit einer stark kontrollierten politischen Liberalisierung umgesetzt wurden – schuf die Voraussetzungen, die zu dem finanziellen Chaos vom Dezember 1994 führen sollten. (Dresser 1997, S. 55 und 56).

Präsident Carlos Salinas befürchtete, dass eine rapide Demokratisierung von Mexiko die Erfolge der Wirtschaftsreformen untergraben würde.³⁴ Er glaubte, dass politische und ökonomische Reformen nicht gleichzeitig umgesetzt werden

³⁴ Die Demokratisierung Mexikos erfolgte in vielen Etappen. Die meisten Autoren stimmen überein, dass die Demokratisierung des mexikanischen politischen Systems mit der Studentenbewegung im Oktober 1968 begonnen hat. Außerdem sind die meisten von ihnen der Meinung, dass die Demokratisierung Mexikos im Juli 2000 gipfelte, als Vicente Fox aus der konservativen Partei Partido Acción Nacional die Präsidentschaftswahlen gewann und somit 71 Jahren der Herrschaft durch die Regierungspartei, die Partei der Institutionalisierten Revolution (PRI), ein Ende setzte.

könnten. Salinas zitierte oft das Beispiel von Russland, wo Glasnost und Perestroika zu einer Desintegration des Landes geführt hatten:

„Wir können nicht zulassen, dass Mexiko dem russischen Beispiel folgt“. Salinas sah sich selbst im Spiegel von Gorbatschow, woraus er den Schluss zog, dass er zuerst die Wirtschaftsreform umsetzen müsste und erst dann (in einer unbestimmten Zukunft, zu einem Zeitpunkt, über den er und seine Regierungsmannschaft entscheiden würden) versuchen sollte, das politische System zu öffnen. Es war ein verhängnisvoller Fehler. (Krauze, 1997, S. 426).

Viele Autoren haben auch gezeigt, dass die Wirtschaftsreformen, die unter der Regierung Salinas umgesetzt wurden, den Lebensstandard der Mehrheit der Mexikaner kaum gehoben haben. Zwischen 1990 und 1994 betrug das durchschnittliche Realwachstum des mexikanischen BIP nur 2,5%. Weder die Reallöhne, noch die Arbeitslosigkeit, die Einkommensverteilung und andere soziale Indikatoren haben sich während der Regierung von Salinas verbessert.³⁵ Die Zahl der Mexikaner, die in extremer Armut leben, ist weiter gestiegen.³⁶

Die mexikanische Wirtschaft konnte dem politischen Schock standhalten, den der Aufstand der Guerilla darstellte, und so das Vertrauen nationaler und internationaler Investoren in die wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Landes aufrechterhalten. Die Regierung nahm einen Dialog mit den wichtigsten Führern der Guerilla auf. Die Währungsreserven blieben stabil und große Kapitalströme flossen auch weiterhin nach Mexiko. Trotzdem bewegte sich der Wechselkurs in Folge der politischen Ungewissheit Ende Februar an die obere Limite des Crawling Peg.

Am 23. März 1994 kam es ein weiteres Signal für die Rückständigkeit des mexikanischen politischen Systems. Der Präsidentschaftskandidat - Luis Donaldo Colosio - wurde bei einer politischen Veranstaltung in Lomas Taurinas, Tijuana (Baja California), ermordet. Colosio war der Kandidat der Partei der Institutionalisierten Revolution, der Partei, die Mexiko 65 Jahre ohne Unterbrechung regiert hatte. Der Mord an Colosio war in der Geschichte des modernen Mexiko ein noch nie da gewesenes Ereignis. Dieses Mal reagierte die Finanzgemeinde mit Panik. Sowohl inländische als auch ausländische Investoren verkauften ihre mexikanischen Wertpapiere. Unter dem Eindruck,

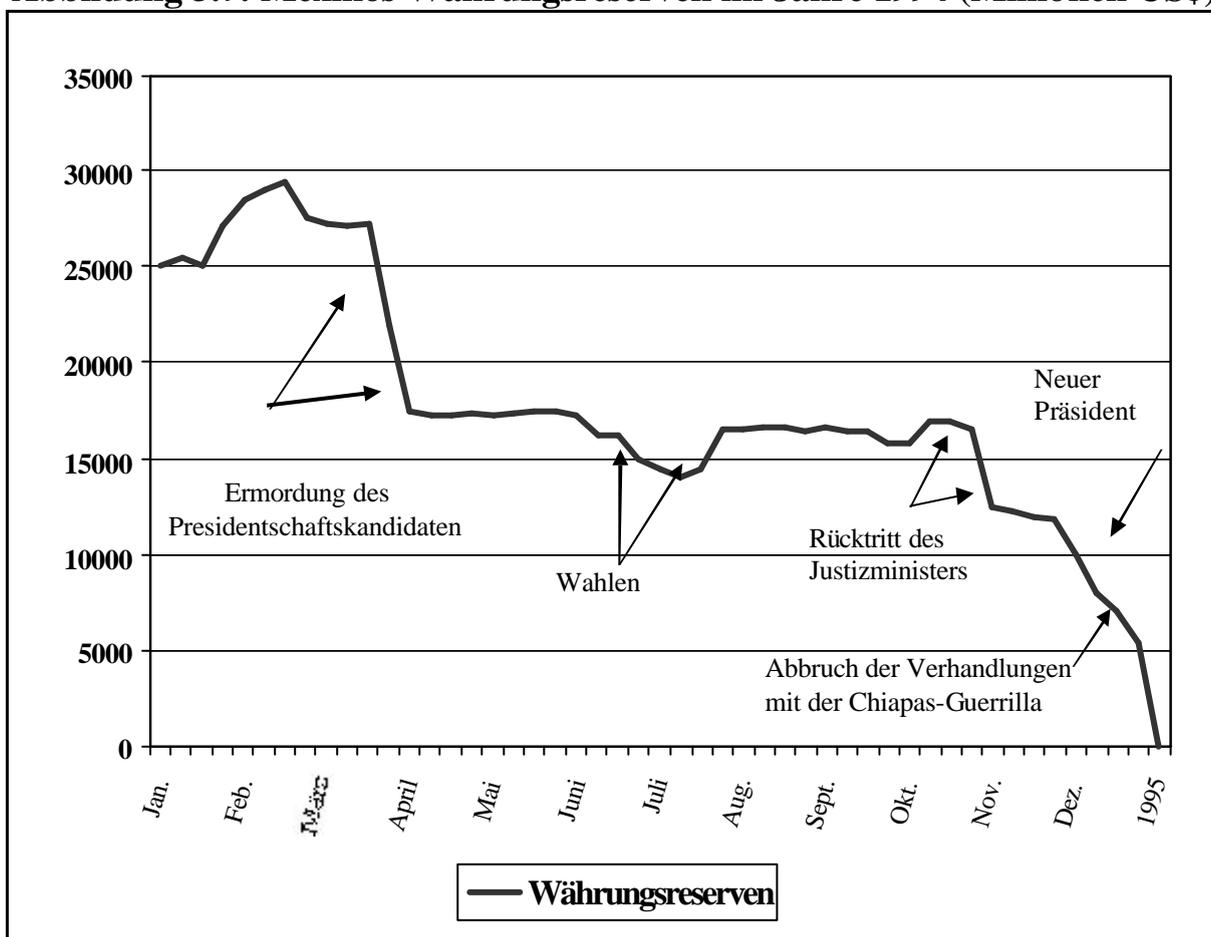
³⁵ Vgl. Jorge Castañeda (1996): Mexico's Circle of Misery. In: Foreign Affairs. Juli und August.

³⁶ Vgl. Boltvinik, Julio und Enrique Hernández Laos (1999): Pobreza y Distribución del Ingreso en México. México, Siglo XXI Editores.

dass es sich um einen Schock vorübergehender Natur handelte, intervenierten die Behörden stark, um den Peso zu verteidigen, wofür sie ungefähr 10 Milliarden US-Dollar aufwendeten. Zudem kam es zu einer schnellen Erhöhung der Zinsen der auf Peso lautenden Schuldtitel. Der Zinssatz auf Cetes mit 28-tägiger Fälligkeit stieg von etwa 10 Prozent im Februar auf mehr als 16 Prozent im April.

Wie die folgende Abbildung zeigt, fielen Mexikos Währungsreserven in den vier Wochen nach dem Mord an Colosio von 24,2 Milliarden Ende März um 6,9 Milliarden US-Dollar auf 17,3 Milliarden US-Dollar Ende April. Eine Woche nach dem Mord an Colosio wurde Ernesto Zedillo von der PRI zum neuen Präsidentschaftskandidaten ernannt und versprach, den Reformweg Mexikos fortzusetzen.

Abbildung 3.7: Mexikos Währungsreserven im Jahre 1994 (Millionen US\$)



Quelle: Agustín Carstens und Gil Diaz (1997)

Die US-Behörden reagierten auf diese Ereignisse alarmiert. Am 24. März erklärten Finanzminister Bentsen and Notenbankchef Alan Greenspan, dass die Vereinigten Staaten Mexiko eine SWAP-Fazilität von 6 Milliarden US-Dollar einräumen würden.

Doch trotz dieser Ereignisse blieb die Nachfrage von Investoren nach Cetes weiterhin aus. Die Investoren forderten auf neu emittierte Cetes höhere Zinsen, da sie davon ausgingen, dass der Peso Gegenstand einer relativ umfassenden Abwertung werden würde. Angesichts der niedrigen Nachfrage nach mexikanischen Wertpapieren begann die mexikanische Regierung, großen Schwierigkeiten beim *Roll-over* ihrer schnell fällig werdenden, auf Peso lautenden Schulden zu begegnen. Die Behörden gerieten in ein Dilemma: Sollten sie einen weiteren Anstieg der Zinsen zulassen, der das Risiko einer Rezession in einem Wahljahr erhöhen und ein bereits stark angeschlagenes Bankensystem weiter schwächen würde, oder sollten sie die die Fälligkeit erreichenden Cetes durch an den Dollar angebundene Staatspapiere (Tesobonos), deren Zinsniveau wesentlich niedriger war, ersetzen? Ende April entschieden sich die mexikanischen Behörden dafür, eine Zinsobergrenze einzurichten und immer mehr auf Dollar lautende Tesobonos zu emittieren.

Während sich die Regierung steigenden Zinsen auf die auf Peso lautenden Schulden der öffentlichen Hand widersetzte, sterilisierte die Zentralbank den Rückgang der Devisenreserven. Die Entscheidung, das Geldmengenziel aufrecht zu erhalten, bedeutete gleichzeitig, dass der Rückgang der Devisenreserven durch eine Ausweitung der inländischen Kredite der Zentralbank kompensiert werden musste. Zusätzlich zu all diesen Maßnahmen wurde die Haushaltspolitik gelockert, da sich der Wahlkampf für die schon lange regierende Partei als unerwartet schwierig herausstellte.

Der Rückgang der Devisenreserven setzte sich in den folgenden Monaten fort. Eine Reihe politischer Ereignisse untergrub das Vertrauen der Investoren in die mexikanische Wirtschaft noch weiter. Zwischen Juni und Juli 1994, inmitten der Ungewissheit hinsichtlich des Ausgangs der Präsidentschaftswahlen, fielen die Währungsreserven von 17,5 US-Milliarden auf 13,5 US-Milliarden. Im August, als der Wahlausgang von allen großen politischen Kräften akzeptiert wurde, erreichten die Devisenreserven wieder ihr Niveau vom Juni. Im August 1994 wurde Ernesto Zedillo Ponce de León mit einer der knappsten Mehrheiten in der modernen Geschichte Mexikos zum Präsidenten gewählt. Nach der Wahl entschied die Regierung, die grundlegende Ausrichtung der Wirtschaftspolitik unverändert beizubehalten. Insbesondere blieben die Wechselkurs-, die Geld- und Fiskalpolitik unverändert, und die Strategie der Substitution der die Fälligkeit erreichenden Cetes durch Tesobonos wurde fortgesetzt.

Ende September zeigte sich erneut die Überholtheit des mexikanischen politischen Systems. Ein weiterer bekannter Politiker, José Francisco Ruiz Massieu, der Generalsekretär der PRI, wurde ermordet. Als die Zahl der Morde ebenso wie die Gewalt und die Ungewissheit zunahmen, wurden die Investoren

nervöser, und die Behörden intensivierten die Substitution der Cetes durch Tesobonos. Die Devisenreserven nahmen auch während der Monate September bis Dezember drastisch ab. Am 21. Oktober kündigte Zentralbankchef Miguel Mancera an, dass sich die Devisenreserven der Banco de México auf 17,1 Milliarden US-Dollar beliefen. Viele Analysten - auch Analysten der US-Regierung - nahmen jedoch an, die Banco de México nehme Kredite auf, um die Devisenbestände zu stützen (Kessler, 2000).

Am 15. November 1994 trat Mexikos Vize-Justizminister zurück und beschuldigte Mitglieder der Regierungspartei, die Ermittlungen zum Mord an Massieu zu behindern. Die Anschuldigungen - einer der seltenen Fälle von öffentlichen Anschuldigungen durch Mitglieder der Regierungspartei - verunsicherten sowohl die inländischen als auch die ausländischen Investoren, was zu einem erneuten Rückgang der Währungsreserven führte. Die Devisenreserven fielen von 17,5 Milliarden US-Dollar Ende Oktober auf 12,5 Milliarden US-Dollar Ende November.

Am 15. November kam es zu einer weiteren Erschütterung. Dieses Mal kam sie aus dem Ausland. In Anbetracht der Wirtschaftslage in den USA erhöhte die US-Notenbank den Tagesgeldsatz um einen dreiviertel Prozentpunkt, wodurch es zu einem allgemeinen Anstieg des Zinsniveaus in den USA kam und die Attraktivität der US-Bonds für Investoren zunahm. Der Amtsantritt des mexikanischen Präsidenten am 1. Dezember und das Scheitern der Verhandlungen zwischen den Chiapas-Guerillas und der Regierung Mitte Dezember untergruben das Vertrauen der Investoren zusätzlich. Wie obige Abbildung zeigt, waren Mexikos Devisenreserven bis zum 20. Dezember praktisch erschöpft. Die Währungsreserven beliefen sich auf weniger als sechs Milliarden US-Dollar. Dieser Betrag war eindeutig zu niedrig, um 30 Milliarden US-Dollar an Tesobonos, die in den folgenden zwei Monaten die Fälligkeit erreichten, zurückzuzahlen. Zudem war er zu niedrig, um den zu dieser Zeit geltenden Wechselkurs aufrecht zu erhalten. An diesem Tag versuchten die mexikanischen Behörden, den Druck auf die Währung zu vermindern, indem sie eine Ausweitung der Bandbreite des Peso/Dollar-Kurses ankündigten. Die Erhöhung der Limite des Crawling Peg wertete den Peso faktisch um etwa 15 Prozent ab. Allerdings kündigte die Regierung keine neuen geld- oder haushaltspolitischen Maßnahmen an, um die Abwertung zu begleiten - wie z.B. eine Erhöhung der Zinssätze. Dieses Versäumnis führte am 21. Dezember zu einem Rückgang der Devisenreserven um mehr als vier Milliarden. Zu diesem Zeitpunkt wurde den Behörden bewusst, dass sie keine andere Wahl hatten, als den Peso frei floaten zu lassen. Am 22. Dezember, als Mexikos Devisenreserven zur Neige gingen, war Mexiko gezwungen, seine Währung frei zu geben. Die Diskrepanz zwischen der von der mexikanischen Regierung während fast des gesamten Jahres 1994 betriebenen Wechselkurspolitik und der Abwertung des

Peso am 20. Dezember, in Verbindung mit den fehlenden wirtschaftspolitischen Begleitmaßnahmen, trug zu einem beachtlichen Verlust des Vertrauens der Investoren in die neu gewählte Regierung und zur wachsenden Sorge, die Zahlungsunfähigkeit stehe unmittelbar bevor, bei. Anfang Januar 1995 wurde den Investoren bewusst, dass die Einlösung der Tesobonos Mexikos Devisenreserven schnell erschöpfen könnte und Mexiko ohne ausländische Hilfe seinen Verpflichtungen aus dollar-indexierten und auf Dollar lautenden Schulden nicht nachkommen könnte. Als den Investoren die Höhe der Devisenreserven und die Liquiditätsprobleme Mexikos bewusst wurden, begann eine umfassende Kapitalflucht.

3.2.5 Politische Faktoren, die eine Abwertung des mexikanischen Pesos verhindert haben.

Im Rückblick behaupten viele Analysten, die mexikanische Finanzkrise hätte verhindert werden können, wenn die mexikanischen Finanzbehörden eine drastische Abwertung der mexikanischen Währung zugelassen hätten, um das Leistungsbilanzdefizit zu reduzieren (Dornbusch 1995).

Anfangs glaubte die Regierung, das Hauptproblem sei, dass politische Erschütterungen in Mexiko die Investoren abgeschreckt hätten. Daher reagierte sie nicht angemessen auf den Anstieg des Zinsniveaus in den Vereinigten Staaten, durch den ausländisches Kapital nicht nur von Mexiko, sondern von allen „*emerging markets*“ abgezogen wurde. Die Aufmerksamkeit wurde den politischen Turbulenzen im eigenen Lande geschenkt, anstatt auf die grundlegenden ökonomischen Veränderungen im Ausland zu reagieren. Anstatt die Geld-, Fiskal- und Währungspolitik an die neuen Gegebenheiten in der ausländischen Finanzwelt anzupassen, konzentrierte sich die Regierung darauf, die politische Lage zu stabilisieren. Sie war nicht bereit, die Währung abzuwerten, die Zinssätze zu erhöhen, die Geldmenge zu verringern oder die staatlichen Regionalbanken davon abzuhalten, das Haushaltsgleichgewicht zu unterlaufen. Nachdem die Regierung einmal entschieden hatte, dass das Problem eher inländischer und politischer als ausländischer und wirtschaftlicher Natur war, überwogen politische Erwägungen über wirtschaftliche, und die Tür zum darauf folgenden Debakel war aufgestoßen. (Naim 1997, S. 300 und 301)

Aus der Perspektive der mexikanischen Behörden war die Abwertung der mexikanischen Währung, wie sie einige Wirtschaftswissenschaftler empfahlen, jedoch in verschiedenerlei Hinsicht problematisch. Zunächst einmal hatte es politische Probleme, wie die, die das Vertrauen der Investoren untergruben, in dieser Form noch nie zuvor in Mexiko gegeben. Sie wurden als Einzelereignisse, nicht als Serie von Problemen gesehen, die letzten Endes die gesamte politische Landschaft Mexikos verändern sollten. Zweitens galt die Abwertung in einem Wahljahr als politisch teure Entscheidung, da sie zu einer beachtlichen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums führen konnte. In Anbetracht der Tatsache, dass der Kandidat der PRI zum ersten Mal seit 65 Jahren eine Wahl verlieren könnte, galt die Abwertung als gänzlich indiskutable Option. Zudem war eine Abwertung in sofern unattraktiv, als Mexikos Erfolg, umfassende ausländische Investitionen anzuziehen, von seinem Versprechen, einen stabilen Wechselkurs aufrechtzuerhalten, abhing. Und nicht zuletzt war der stabile Wechselkurs ein wesentlicher Bestandteil der langjährigen politischen Abkommen zwischen Regierung, Gewerkschaften und Wirtschaft gewesen und wurde als Garant für die wirtschaftliche und soziale Stabilität gesehen.

Selbst 1993, als sich das Leistungsbilanzdefizit auf nur 8% des BIP belief und Mexiko noch über umfangreiche Devisenreserven verfügte, sträubte sich die Regierung gegen eine Abwertung. Als 1993 die Debatte im US-Kongress über die Ratifizierung der NAFTA immer erhitzter geführt wurde, kam die mexikanische Regierung zu dem Schluss, eine Abwertung würde die Aussichten auf Ratifizierung zunichte machen, da eine drastische Abwertung als unfaires Mittel gesehen werden könnte, die mexikanischen Exporte in die USA zu steigern.

Die mexikanische Regierung entschied sich, den mexikanischen Peso zwischen dem 1. Januar und dem 20. Dezember nur um 15% abzuwerten. Sie hoffte eine Kapitalflucht verhindern zu können, wenn die Attraktivität des Landes in den Augen der ausländischen Investoren erhalten bliebe. Ihre zweite Hoffnung bestand darin, dass die Abhängigkeit von ausländischem Kapital in dem Maße nachlassen würde, in dem sich die Höhe der Importe und Exporte langsam wieder angleichen würde. Die Regierung erwartete, dass die Exporte Mexikos in die Höhe schnellen würden, sobald sich die Wettbewerbsfähigkeit des Landes verbessern würde und internationale Verträge den Zugang zu den Märkten der industrialisierten Länder erleichtern würden. Im Gegenzug sollten diese Verträge das politische Risiko in den Augen der ausländischen Investoren verringern und Mexikos Attraktivität für ausländisches Kapital weiter erhöhen. Somit wurde der Beitritt zur NAFTA zu einer Priorität der Regierung und die Möglichkeit ihres Scheiterns zur größten Bedrohung für Mexikos Stabilität.

Nach dem Bericht des ehemaligen Präsidenten Salinas (Salinas 2000, S. 1072 ff.) traf er sich in der Nacht des 20. November 1994 mit dem designierten Präsidenten Zedillo und einer Gruppe von Beratern. Nach einer langen Diskussion war sich die Mehrheit der Anwesenden einig, dass eine Abwertung nötig sei, um die Märkte zu beruhigen. Dem Bericht zufolge drohte jedoch Finanzminister Pedro Aspe mit seinem Rücktritt, sollte die Wechselkursanbindung aufgegeben werden. Aspe meinte, daß eine Abwertung der Währung mit anderen wirtschaftlichen Maßnahmen umgesetzt werden sollte, um die Stabilität der mexikanischen Finanzmärkte zu bewahren. Diese neue Maßnahmen konnte aber nicht von einer Regierung, die in einigen Tagen ihre Amtszeit beenden würde, angekündigt werden. Das Projekt einer Korrektur musste aufgeschoben werden.

Die neue Regierung kam am 1. Dezember ins Amt und Pedro Aspe wurde durch Jaime Serra ersetzt. Auch wenn das neue Regierungsteam über umfassende internationale Erfahrung verfügte - schließlich hatte Serra erfolgreich die NAFTA-Verhandlungen geführt -, hatte es noch nie eng mit der internationalen Finanzgemeinschaft zusammengearbeitet. Zudem legen vom US-Finanzministerium veröffentlichte Dokumente die Vermutung nahe, die Entscheidung, den Peso abzuwerten, sei von den mexikanischen Behörden getroffen worden, bevor sie einen ersten offiziellen Kontakt mit ihren amerikanischen Kollegen aufgenommen hatten.

3.3 Ursachen der Krisen in Korea: Eine Krise des Privatsektors

Ganz anders als in Mexiko war der finanzielle Zusammenbruch Südkoreas nicht die Folge makroökonomischer Schwächen oder einer nicht nachhaltigen Wirtschaftspolitik. Beim Ausbruch der Krise waren die makroökonomischen Fundamentaldaten Koreas gut, wie die folgende Tabelle zeigt.

Verglichen mit Mexiko war Koreas Leistungsbilanzdefizit niedrig. Es entsprach 1995 1,7% des BIP, stieg im Jahre 1996 auf 4,4% und sank dann 1997 wieder auf 1,7%. Zudem war der effektive Wechselkurs nicht wie in Mexiko überbewertet. Wie in Tabelle 3.3 gezeigt, blieb der reale Wechselkurs in Korea in den drei Jahren vor der Krise weitgehend unverändert.

Tabelle 3.3: Makroökonomische Fundamentaldaten Koreas (1991-98)

	91	92	93	94	95	96	97	98
Haushaltsüberschuss/ BIP (1)	-1.9	-0.7	0.3	0.5	0.4	0.3	-1.5	-4.2
Leistungsbilanz/BIP	-2.82	-1.25	0.29	-0.96	-1.74	-4.42	-1.71	12.4 6
Realer effektiver Wechselkurs (2)	93.5	98.8	100. 9	98.3	98.0	96.0	104. 6	131. 1
Inflation (VPI)	9.3	6.3	4.8	6.2	4.5	4.9	4.5	7.5
Reales BIP-Wachstum	9.2	5.4	5.5	8.3	8.9	6.8	5.0	-5.8
Bruttosparquote	37.3	36.4	36.2	35.5	35.5	33.8	33.4	33.2

Anmerkungen: 1) Gesamter öffentlicher Sektor. 2) Handelsgewichtet, Zahlen unter 100 bedeuten Überbewertung.

Quellen: National Statistical Office, Bank of Korea, Ministry of Finance and Economy und Korea Development Institute

Zudem wies Korea einen geringen Haushaltsüberschuss auf. Auch die Inflation war niedrig, zwischen 1995 und 1997 lag sie unter 5%. Die Bruttosparquote war hoch und betrug über 30% des BIP. Damit war sie eine der höchsten weltweit, während Mexikos Sparquote recht niedrig war (um 15% von Mexikos BIP im Jahre 1993). Hinzu kam, dass die koreanische Wirtschaft eine der höchsten BIP-Wachstumsraten weltweit aufwies: 8,9% im Jahre 1995, 6,8% im Jahre 1996 und 5% im Jahre 1997, im Jahr der Krise. In makroökonomischer Hinsicht schien Koreas Volkswirtschaft in guter Verfassung zu sein. Dies ist der Hauptgrund, weshalb die Finanzkrise in Korea für die Märkte so überraschend kam.

Es gibt noch viele andere wirtschaftliche Indikatoren, die zeigen, dass Koreas makroökonomische Fundamentaldaten deutlich besser waren als die Mexikos. Während Mexikos Handelsdefizit seit den frühen Neunzigerjahren kontinuierlich gewachsen war, wies Korea bis 1996 einen Handelsüberschuss auf, danach geringe Handelsdefizite. Noch wichtiger ist der Unterschied, dass, während in Mexiko ein Großteil der ausländischen Kapitalströme für den Konsum und intermediäre Inputs verwendet wurde, sie in Korea für Investitionen in Produktionsbereichen eingesetzt wurden, von denen man erwartete, sie würden in der Zukunft hohe Gewinne erbringen. In der Tat hatten Politiker und Rating-Agenturen genau deshalb das Gefühl, alles sei in Ordnung, weil Koreas Fundamentaldaten so gut waren. Im Vergleich zu weltweiten Standards waren das Verhältnis der Auslandsverschuldung zum BIP und die Verschuldung der öffentlichen Hand recht niedrig.

Korea begann wie Mexiko - allerdings sehr viel vorsichtiger -, seine in den Achtzigerjahren noch weitgehend staatlich dominierte Wirtschaft zu reformieren. Als die Wirtschaftsstruktur dezentralisierter und damit komplexer wurde, gab die Regierung die Steuerung der Investitionen auf und schränkte die bevorzugte Kreditvergabe an bestimmte Branchen ein. Außerdem verringerte sie schon lange bestehende Handelsbarrieren, wie die Zölle und Importquoten. Korea wurde Mitglied der Welthandelsorganisation (WTO) und im folgenden Jahr wie Mexiko eines der wenigen Schwellenländer der Welt, das Mitglied der angesehenen Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) war. Gleichzeitig liberalisierte Korea seinen Finanzmarkt. In den Achtzigerjahren gab der Staat die direkte Kontrolle über die Geschäftsbanken auf und deregulierte die Zinssätze. In den Neunzigerjahren wurde die Kontrolle der Kreditvergabe durch die Banken weitgehend aufgehoben.³⁷

Die Daten aus Tabelle 3.3 legen nahe, dass der Zustand der makroökonomischen Fundamentalvariablen nicht die Ursache für die Finanzkrise gewesen sein kann. Was ist in Korea schief gelaufen? Wie in den folgenden Abschnitten dargestellt wird, lag die Ursache für die Verwundbarkeit der koreanischen Wirtschaft in ihrem Privatsektor, insbesondere in Unternehmen und Finanzinstituten, die auf den internationalen Kapitalmärkten sehr hohe Kredite mit meist kurzen Laufzeiten aufnahmen. Diese Kapitalströme wurden vor allem verwendet, um die Investitionen der koreanischen Unternehmen zu finanzieren. Ende 1996 hatten die koreanischen Firmen gewaltige Schulden angehäuft, von denen die meisten in nicht rentable Projekte investiert worden waren. In den folgenden Monaten waren erste Unternehmen nicht mehr in der Lage, ihre Verbindlichkeiten zu bedienen, was den Ausbruch der koreanischen Finanzkrise beschleunigte.

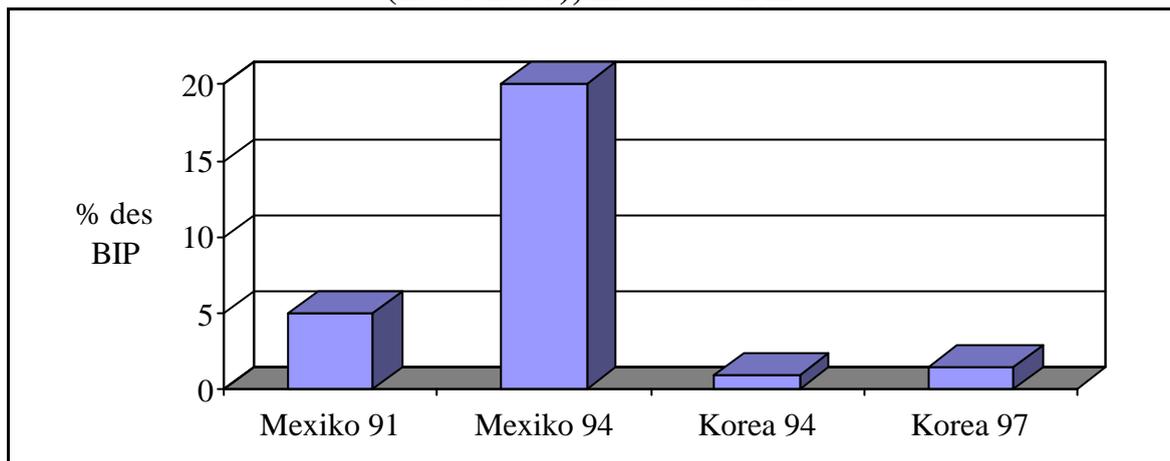
3.3.1 Kapitalzuflüsse und kurzfristige Verschuldung in ausländischer Währung

Anders als Mexiko gelang es Korea, die typischen makroökonomischen Probleme zu vermeiden, die häufig in Verbindung mit großen Kapitalzuflüssen auftreten, wie eine schnelle Aufwertung der Währung, ein Leistungsbilanzdefizit, ein Konsumboom etc. Der Hauptgrund dafür war, dass sich die koreanischen Behörden der Gefahren ausländischer Kapitalzuflüsse bewusst waren. 1995 brachte ein hoher Beamter des Wirtschafts- und Finanzministeriums in einer öffentlichen Erklärung die Sorge der Regierung

³⁷ Vgl. Yoon Je Choo (1999): "Korea's Financial Restructuring: Steps Taken and Remaining Challenges." Seoul, Sogang University.

über "heißes Geld aus dem Ausland" zum Ausdruck, das, so seine Befürchtung, "wenn es plötzlich wieder abgezogen wird, sehr großen Schaden anrichten könnte. Wenn dies geschieht, können wir die Solidität des Marktes nicht aufrechterhalten. Aus diesem Grunde führen wir eine schrittweise Öffnung des Bond- und Aktienmarktes durch." (McGill 1995: 374).

Abbildung 3.8: Portfolioinvestitionen in Mexiko (1991-1994) und Korea (1994-1997), in % des BIP



Quellen: Banco de México. Informe Anual. Verschiedene Jahrgänge; Bank of Korea. Annual Report. Verschiedene Jahrgänge.

Da die koreanische Regierung sich der Risiken kurzfristiger Kapitalzuflüsse bewusst war, förderte sie sie nicht. Wie obige Abbildung zeigt, blieben die ausländischen Portfolioinvestitionen in Korea niedrig; 1994 entsprachen sie 2% des BIP und 1997 2,5% des BIP. Allerdings war es trotz der Bemühungen der Regierung, massive kurzfristige Kapitalzuflüsse auf die koreanischen Kapitalmärkte zu verhindern, gerade die exorbitante kurzfristige Verschuldung im Ausland, die die koreanische Krise auslöste. Anders als in Mexiko, wo die exzessive kurzfristige Verschuldung des Staates die mexikanische Wirtschaft anfällig für eine Finanzkrise machte, war es in Korea die exzessive Kreditaufnahme durch den Privatsektor, die das Land in die tiefste Finanzkrise seiner Geschichte stürzte.

Koreanische Konglomerate - oder *Chaebol* - fanden ihre eigenen Wege, um im Ausland Kredite zur Finanzierung ihrer Investitionen aufzunehmen. Die koreanischen Unternehmen liehen sich direkt bei ausländischen Finanzinstituten Geld (meist in Form von Bankdarlehen), doch nutzten sie auch koreanische Banken und Finanzinstitute (die teilweise zu den *Chaebol* gehörten), um Kredite im Ausland aufzunehmen. Auf diese Weise wurde die koreanische Wirtschaft anfällig für eine Finanzkrise, da ein beachtlicher Teil der Verbindlichkeiten der Unternehmen auf ausländische Währungen lautete und kurzfristige Laufzeiten

hatte. Tabelle 3.4 stellt die wichtigsten Indikatoren zur Gesamtverschuldung Koreas im Ausland dar, die hauptsächlich aus Krediten an Firmen und Finanzinstitute bestand, da die Staatsschulden auf Won lauteten.

Tabelle 3.4: Koreas Auslandsverschuldung in Milliarden US-Dollar

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Bruttoauslandsschuld (1)	62	67	88	119	164	158	149
Finanzinstitute (2)	43	47	65	90	116	89	71
Unternehmen	13	15	20	26	41	46	41
Auslandsverschuldung/BIP (%)	19	19	22	24	31	33	46
Kurzfristige Auslandsverschuldung/Gesamt- verschuldung im Ausland (%)	58	60	65	65	56	40	20
Kurzfristige Auslandsverschuldung / Devisenreserven (%)	215	198	227	240	279	309	59

Quellen: Korea. Ministry of Finance und Bank of Korea.

Wie obige Tabelle zeigt, war die Bruttoauslandsverschuldung zwischen 1994 und 1996 jährlich über 30% gestiegen. Auch der Umfang der ausländischen Verbindlichkeiten im Verhältnis zum BIP nahm im gleichen Zeitraum rasch zu und stieg von 20% vor 1994 auf über 30% in den Jahren 1996 und 1997. Wie die Tabelle zeigt, setzten sich die ausländischen Verbindlichkeiten aus den Schulden der Unternehmen und der Finanzinstitute zusammen, die auf den internationalen Märkten Kredite aufnahmen, um die Investitionen des Unternehmenssektors zu finanzieren.

Einige Autoren sind der Ansicht, dass das Verhältnis Auslandsverschuldung zu BIP, das 1997 einen Stand von etwa 33% erreichte, angesichts des Wirtschaftswachstums in Korea nicht unbedingt unhaltbar war (Mishkin, 2000). Vom makroökonomischen Standpunkt aus ist dies richtig. Doch wenn man sich das Schuldenprofil näher ansieht, so stellt man fest, dass das Verhältnis Auslandsschuld zu Währungsreserven in diesem Zeitraum rasch größer wurde. Kurzfristige Verbindlichkeiten waren 2,1fach höher als die im Jahre 1992 vorhandenen Devisenreserven. 1997 waren die ausländischen Verbindlichkeiten mehr als dreimal so hoch wie die vorhandenen Währungsreserven, wodurch die koreanische Wirtschaft anfällig für eine Liquiditätskrise wurde.

Die Tatsache, dass die Wirtschaft aufgrund der exzessiven Aufnahme kurzfristiger Darlehen in ausländischer Währung verletzlich wurde, kann auf die Entscheidung vom Anfang der Neunzigerjahre zurückgeführt werden, das koreanische Finanzsystem zu liberalisieren. In dieser Zeit erlaubte es die koreanische Regierung den Finanzinstituten, Darlehen in ausländischer Währung aufzunehmen. Die Aufnahme von kurzfristigen Krediten im Ausland

durch Finanzinstitute wurde zu dieser Zeit erlaubt, während die Regierung bei langfristigen ausländischen Krediten quantitative Beschränkungen als Mittel der Kapitalverkehrskontrolle beibehielt. Noble und Ravenhill stellten fest, dass es aufgrund der Tatsache, dass kurzfristige Kredite niedrigere Zinssätze hatten als langfristige Kredite, für die koreanischen Banken interessanter wurde, im Ausland Geld aufzunehmen, um es im Inland auszuleihen (Noble und Ravenhill, 2000, S. 5 ff.)

Die Folge war, dass als die Wirtschaft einen Boom erlebte, ein drastischer Anstieg der kurzfristigen Verbindlichkeiten der Finanzinstitute im Ausland erfolgte, die der Finanzierung der starken Investitionstätigkeit des Unternehmenssektors dienten. Hinzu kam, dass die Zahl der Finanzinstitute, die aktiv an internationalen Finanzmärkten teilnehmen dürften, mit der Finanzliberalisierung steil anstieg. Von 1994 bis 1996 wurden insgesamt 24 Finanzgesellschaften in als „commercial banks“ bezeichnete Banken umgewandelt. „Commercial banks“ durften Währungsgeschäfte machen, Finanzinstitute hingegen nicht. Während des gleichen Zeitraums eröffneten die koreanischen Banken 28 ausländische Filialen, was ihnen größeren Zugang zu ausländischen Ressourcen verschaffte. Diese Veränderungen der institutionellen Rahmenbedingungen trugen in beachtlichem Maße zu der oben beschriebenen Ausweitung der Kreditaufnahme in ausländischer Währung durch Finanzinstitute und Unternehmen bei.

Viele Autoren sehen in dem Schuldenprofil Koreas den Hauptgrund für die Kapitalflucht, die zur Abwertung des koreanischen Won in November 1994 führte (z.B. Baliño 1999). Die Frage ist, warum eine Regierung, die auch weiterhin über beachtliche wirtschaftspolitische Macht verfügte und sich ganz klar dem Ziel der Wirtschaftsstabilität verschrieben hatte, einen derartig gefährlichen Aufbau kurzfristiger Schulden in ausländischer Währung zugelassen, ja sogar gefördert hat.

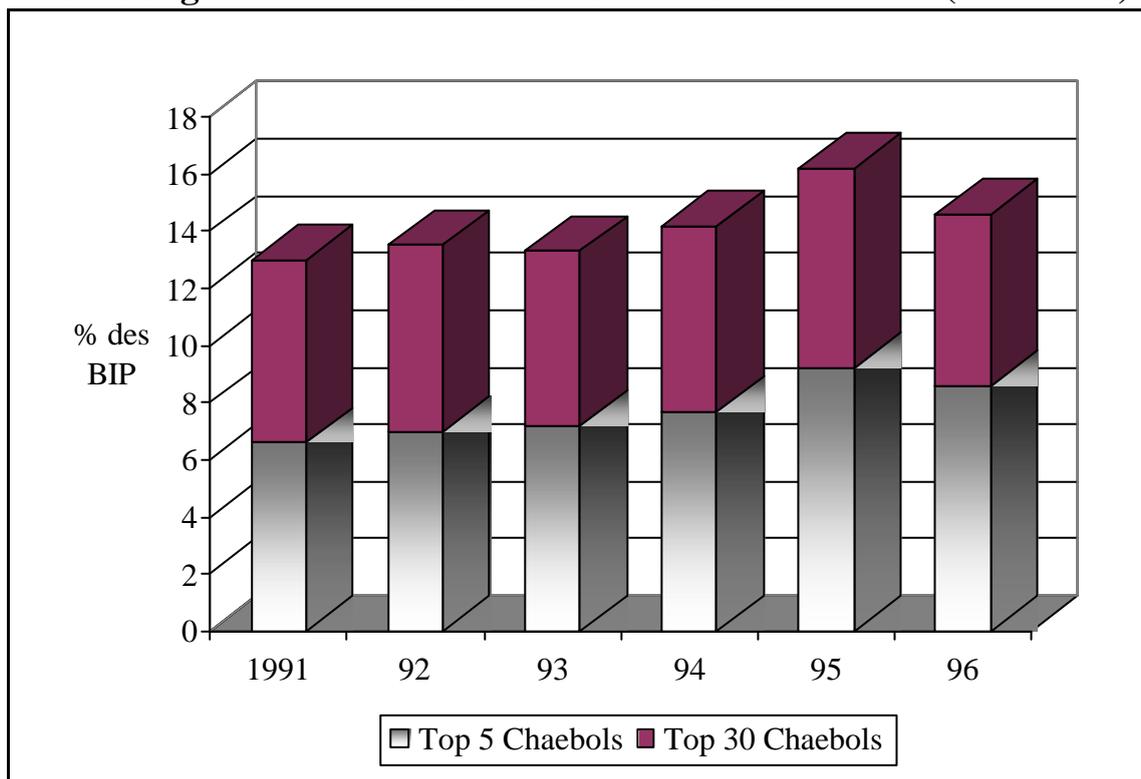
Wie in den folgenden Abschnitten erläutert wird, war nicht nur der exorbitante Umfang der Schulden koreanischer Unternehmen in ausländischer Währung mit kurzen Fälligkeiten problematisch. Hinter der gewaltigen Verschuldung der koreanischen Unternehmen verbargen sich auch strukturelle Probleme, die die Erfolgsaussichten des koreanischen „Wirtschaftswunders“ in Frage stellten. Unternehmen arbeiteten zunehmend unrentabel. In der Tat war eine wachsende Zahl an Unternehmen nicht mehr in der Lage, ausreichend hohe Gewinne zu erzielen, um die Zinsen auf ihre Kredite bezahlen zu können. Die Kombination aus sinkender Rentabilität und zunehmender Kreditaufnahme wurde beibehalten, während die Investoren davon ausgingen, die Unternehmen seien *„too big to fail“*. Als jedoch 1996 die ersten großen Unternehmen Zahlungsschwierigkeiten

hatten, wurde den Investoren das Ausmaß der koreanischen Probleme bewusst, und das Land geriet in eine tiefe Krise.

3.3.2 Staatliche Intervention und koreanische Konzerne (Chaebols)

Eines der typischsten Merkmale des koreanischen Entwicklungsmodells im letzten Viertel des 20. Jahrhunderts waren die *Chaebol*. *Chaebol* sind riesige, in vielen verschiedenen Bereichen tätige, private Konglomerate, auf die der Hauptteil der einheimischen Produktion, der Beschäftigung und der technologischen Innovationen entfiel. Wie die folgende Abbildung zeigt, erwirtschafteten die 30 größten *Chaebol* 1996 14,6% des koreanischen BIP. Im gleichen Jahr entfielen auf die 5 größten *Chaebol* alleine (Hyundai, Samsung, LG, Daewoo, und SK) 8,6% des koreanischen BIP.

Abbildung 3.9: Anteil der *Chaebol* am koreanischen BIP (1991-1996)



Quelle: Yoo Seong Min (1999), "Corporate Restructuring in Korea: Policy Issues Before and During the Crisis". In: Korea Economic Institute (1999), Korea and the Asian Economic Crisis: One Year Later. Washington, DC, S. 186.

Korea verfolgte ebenso wie andere ostasiatische Regierungen eine aggressive export-orientierte Entwicklungsstrategie. Die koreanische Regierung schuf für

Chaebol und Exporteure eine umfassende Anreizstruktur, zu der subventionierte Kredite und Steuerprivilegien gehörten. Damit die *Chaebol* stetig wachsen, ihre Technologie auf dem neuesten Stand halten und auf den internationalen Märkten wettbewerbsfähig bleiben konnten, benötigten sie gewaltige Ressourcen. Die eigenen Gewinne der Firmen reichten nicht aus, um eine derartig ehrgeizige Strategie zu verfolgen, weshalb die Firmen hohe Kredite aufnahmen. Um den Kreditbedarf der *Chaebol* befriedigen zu können, versuchte die Regierung über lokale Banken und andere Finanzinstitute, Ersparnisse der koreanischen Gesellschaft für die Finanzierung der Investitionen der *Chaebol* zu mobilisieren.

1980 begann die koreanische Regierung, sich schrittweise aus Finanzentscheidungen im Unternehmenssektor zurückzuziehen. Während der Neunzigerjahre leitete Korea die Liberalisierung seines Finanzsystems und die schrittweise Öffnung seines Kapitalmarkts ein. Die koreanische Regierung lockerte die Regeln zur Kreditaufnahme der Firmen im Ausland. Der Liberalisierungsprozess beschleunigte sich 1995 mit den Bemühungen, die Anforderungen an eine OECD-Mitgliedschaft zu erfüllen.

Bedauerlicherweise war die Regierung, als sie sich entschied, die ziellose Expansion der Industrie zu beenden, nicht mehr in der Lage, das Verhalten der *Chaebol* zu ändern (Kessler, 2000). Als Kim Young Sam 1993 Präsident wurde, versprach er, die Wirtschaft zu liberalisieren, die Geschäftswelt zu restrukturieren und insbesondere die *Chaebol* zu zwingen, sich auf wenige Nischen der Industrie zu spezialisieren. Allerdings hatte die koreanische Regierung durch die Deregulierung der Wirtschaft einen Großteil ihres Einflusses auf die Wirtschaft eingebüßt. Trotz der Anstrengungen, die *Chaebol* dazu zu bewegen, sich nur auf Schlüsselbereiche der Industrie zu konzentrieren, weiteten viele *Chaebol* 1995 die Palette ihrer Aktivitäten noch aus. Das zweitgrößte Industriekonglomerat Koreas, Samsung, versprach z.B. „den Absatz über die nächsten vier Jahre zu vervierfachen; es hoffte, bis 2001 einen Gegenwert von 200 Milliarden US-Dollar an Gütern zu produzieren, mehr als das gesamte Output Schwedens" (Kessler 2000).

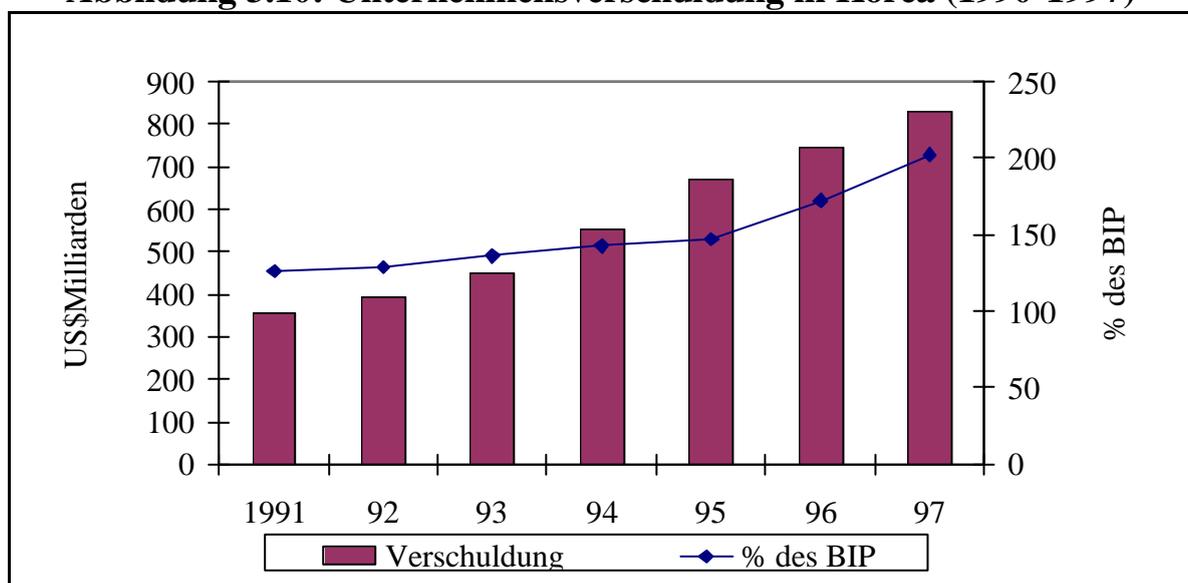
1995 wurden die aggressiven Pläne der *Chaebol* nicht nur von koreanischen Finanzinstituten finanziert, sondern auch von ausländischen Banken. Als die Vorschriften zur Kreditaufnahme im Ausland Anfang der Neunzigerjahre gelockert wurden, entdeckten die koreanischen Unternehmen, dass die ausländischen Investoren sehr interessiert daran waren, Unternehmen in Korea Geld zu günstigen Bedingungen zu leihen. Gläubiger und Schuldner gingen davon aus, dass das hohe Wirtschaftswachstum anhalten und der Wechselkurs auch weiterhin stabil bleiben würde. Die ausländischen Investoren ignorierten zudem ihre eigenen aufsichtsrechtlichen Bestimmungen für die Kreditvergabe an hoch verschuldete Unternehmen, da ihre Investitionen in Korea und der

ostasiatischen Region insgesamt nur einen kleinen Teil ihres Portfolios ausmachten und sie auf diese Geschäfte nicht verzichten wollten. Die vornehmlich privaten, kurzfristigen Verbindlichkeiten im Ausland wuchsen und große, ungesicherte Positionen entstanden.

3.3.3 Die Verwundbarkeit der Unternehmen

Während der Neunzigerjahre kam es zu einem drastischen Anstieg der Verbindlichkeiten der koreanischen Unternehmen. Wie folgende Tabelle zeigt, nahm die Gesamtverschuldung der Unternehmen von 1991 bis 1997 sowohl real als auch im Verhältnis zu Koreas BIP graduierlich zu. Während 1991 die koreanischen Firmen etwa 350 Milliarden US-Dollar an Krediten aufnahmen, was 126% des BIP des Landes entsprach, um ihre Investitionen in Korea und im Ausland zu finanzieren, belief sich die Kreditaufnahme des Privatsektors 1997 auf 828 Milliarden Dollar, was 202% des BIP entsprach. Die Gesamtschulden der koreanischen Unternehmen wuchsen wesentlich schneller als Koreas BIP.

Abbildung 3.10: Unternehmensverschuldung in Korea (1990-1997)

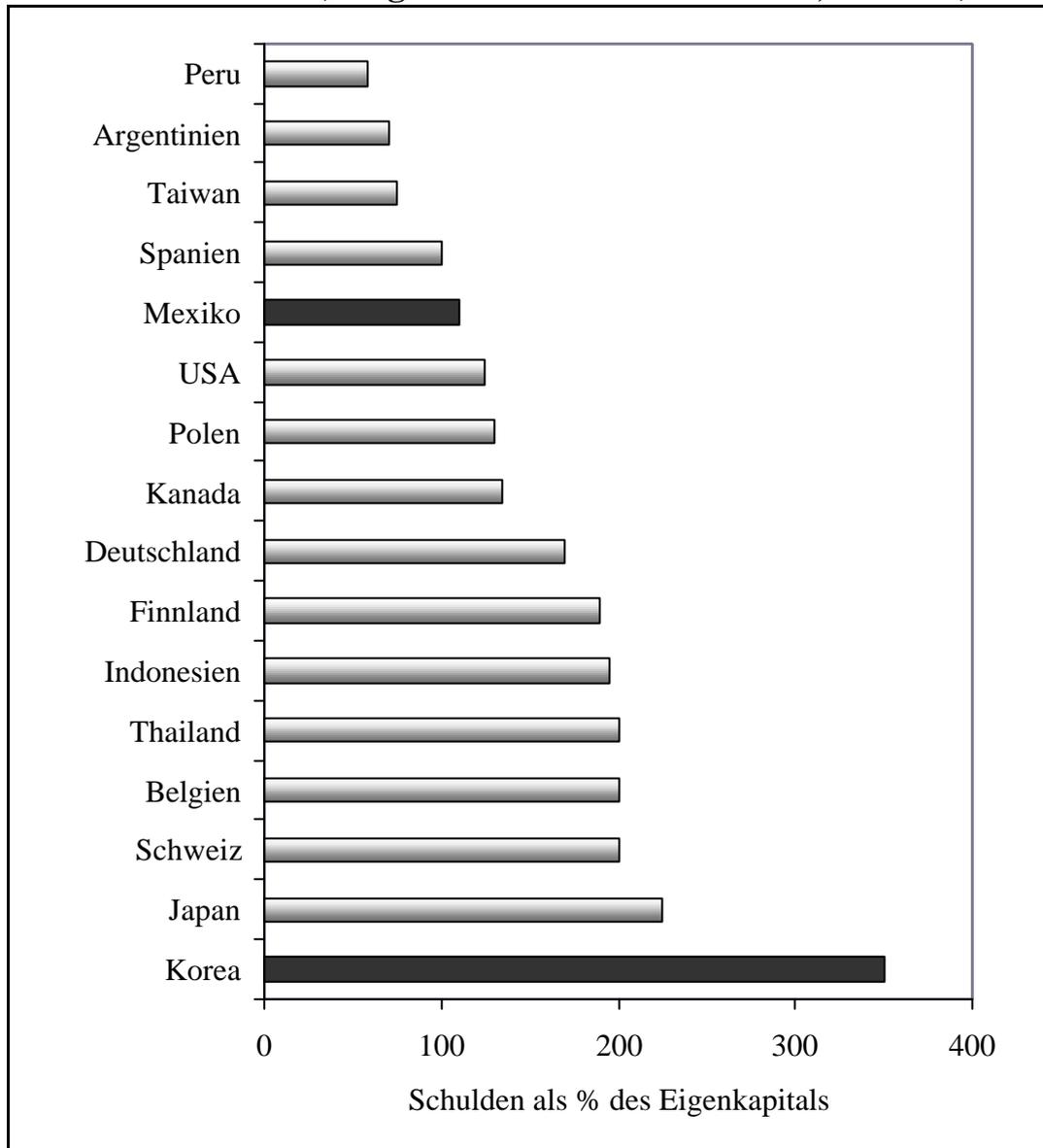


Quelle: Bank of Korea, Monthly Statistical Bulletin (verschiedene Ausgaben)

Die Schulden der Unternehmen waren nicht nur im Verhältnis zum BIP groß, sondern auch im Verhältnis zu Größe und Kapital der Firmen. Wie folgende Abbildung zeigt, überstiegen die Schulden der koreanischen Unternehmen zwischen 1988 und 1996 durchschnittlich ihr Kapital um 350%. Im internationalen Vergleich ist dies eine hohe Quote. In den USA zum Beispiel

erreichte das Verhältnis Schulden zu Eigenkapital der amerikanischen Firmen im gleichen Zeitraum 150%, in Deutschland 175%, in Mexiko nur 110%.

Abbildung 3.11: Internationaler Vergleich der Verschuldungsrate der Unternehmen (Ausgewählte Volkswirtschaften, 1988-96)

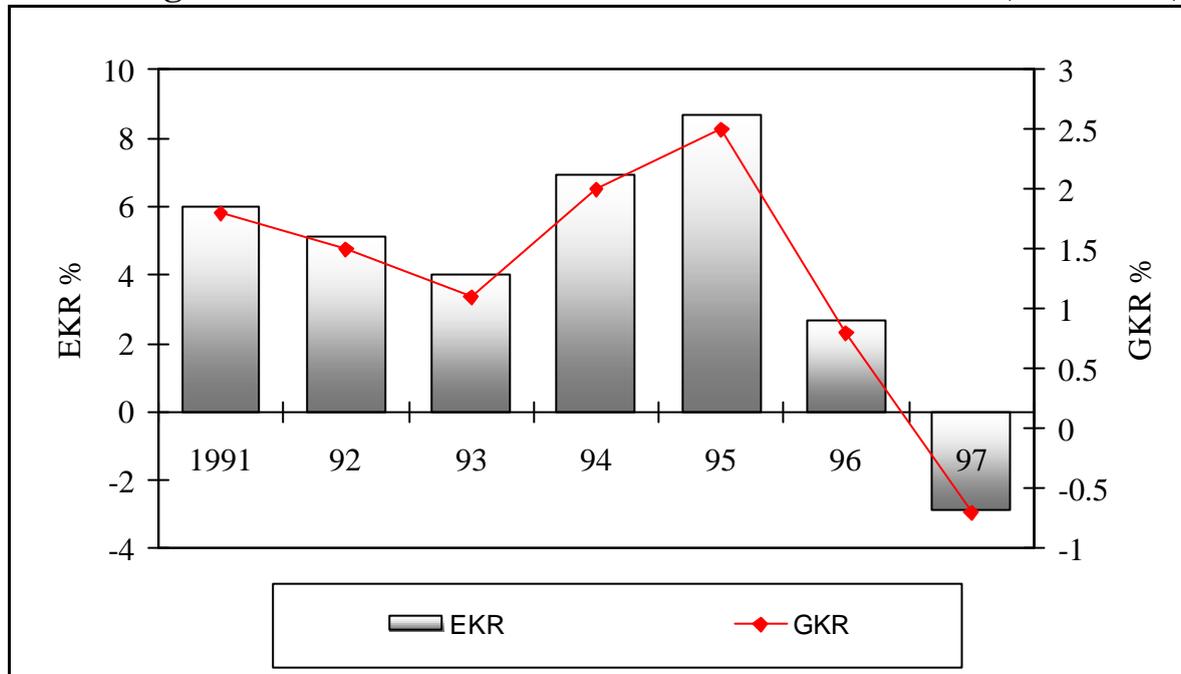


Quelle: Stijn Claessens, Simeon Djankov und Lixin Colin Xu (2000): Corporate performance in the East Asian financial crisis. In : World Bank Research Observer, 15, Nr. 1, S. 23-46, Februar 2000.

1996 hatte sich der Verschuldungsgrad der koreanischen Firmen in alarmierender Weise erhöht. Die Verschuldungsrate einer durchschnittlichen koreanischen Firma, gemessen am Verhältnis von Schulden zu Eigenkapital, hatte in Korea 620% erreicht. Dieser Verschuldungsgrad war gefährlich, da in

mehreren Fällen der Wert der Schulden den Wert der Unternehmen selbst überstieg. Wie folgende Abbildung zeigt, kam zur Fremdfinanzierung die nachlassende Rentabilität der koreanischen Unternehmen hinzu, wodurch die Lage noch problematischer wurde.

Abbildung 3.12: Rentabilität der koreanischen Unternehmen (1991-1996)



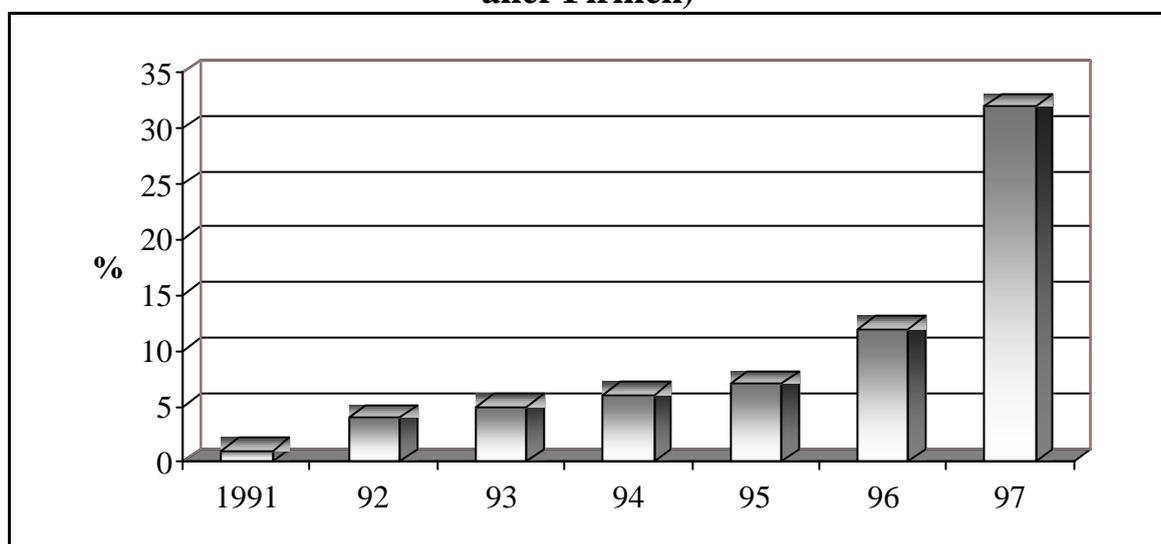
Quelle: Weltbank (1999): East Asia: The Road to Recovery, S. 57

Wie obige Abbildung zeigt, ging die Rentabilität der großen koreanischen Unternehmen zwischen 1991 und 1993 drastisch zurück. Schon 1991 waren sowohl die Eigenkapitalrentabilität (EKR) als auch die Gesamtkapitalrentabilität (GKR), die beiden gängigsten Indikatoren für die Rentabilität eines Unternehmen, niedrig. Die Eigenkapitalrentabilität ging von 6,0% im Jahre 1991 auf 4,0% im Jahre 1993 zurück. Auch der Indikator Gesamtkapitalrentabilität ging während des gleichen Zeitraums von 1,8% auf 1,1% zurück. 1994 und 1995 verbesserte sich die Rentabilität, doch 1996 sanken beide Indikatoren wieder drastisch und erreichten 1997 negative Werte.

Selbstverständlich bedeuten obige Zahlen nicht, dass alle hoch verschuldeten Firmen ineffizient waren; einige wuchsen rasch und machten immer höhere Gewinne. Doch einige Autoren konnten statistisch nachweisen, dass in der Regel bei den Unternehmen in Korea, ebenso wie in anderen ostasiatischen Ländern, eine deutliche Korrelation zwischen hoher Verschuldung und schlechter Unternehmensleistung bestand (Claessens, 1999).

Die exzessive Kreditaufnahme des Unternehmenssektors im Verhältnis zu seinen rückläufigen Gewinnen bedeutete, dass ein großer Anteil des Gewinns für Zinsen aufgewendet werden musste. Die sich ausweitende Kreditaufnahme bei abnehmender Rentabilität hätte die koreanischen Unternehmen dazu bringen müssen, ihre Geschäftsstrategie zu überdenken und sich nur noch auf wichtige, rentable Industriebereiche zu konzentrieren. Nichts dergleichen geschah. Dies hatte zur Folge, dass die Unternehmen zunehmend Probleme hatten, ihre Kredite zurückzuzahlen. Wie folgende Abbildung zeigt, stieg von 1995 an der Anteil der Firmen in Korea drastisch, die in Schwierigkeiten gerieten, d.h. deren Zinszahlungen die Gewinne überstiegen. 1997 war ein Drittel aller Firmen nicht mehr in der Lage, ausreichende Gewinne zu erwirtschaften, um ohne fremde Unterstützung ihre Kredite bedienen können.

Abbildung 3.13: Firmen mit höheren Zinskosten als Gewinnen (in % aller Firmen)



Quelle: Weltbank (1999): East Asia: The Road to Recovery. S. 58

Eines der externen Ereignisse, das die Zahlungsunfähigkeit koreanischer Unternehmen 1996 und 1997 beschleunigte, war die drastische Verschlechterung der *Terms of Trade* (durch den Rückgang des Wertes der Exporte), den die koreanische Wirtschaft 1996 erlitt. 1996 und 1997 sank der Gesamtwert der Exporte um etwa 12%, was der stärkste Rückgang seit der ersten Ölkrise von 1974-1975 war. Die Preise der Hauptexportgüter Koreas, wie Halbleiterchips, Stahl und chemische Produkte, fielen in diesem Zeitraum drastisch. So ging zum Beispiel 1996 der Preis einer Einheit von Halbleiterchips um mehr als 80% zurück, bevor er 1997 wieder sprunghaft anstieg (Radelet und Sachs, 1998, S. 19).

Die Verschlechterung der *Terms of Trade*, die extrem hohen Druck auf die bereits schmalen Gewinnmargen der *Chaebol* und der mit ihnen eng

verbundenen kleinen und mittleren Unternehmen ausübte, führte 1997 zum Konkurs großer Konglomerate. 1997 lag die durchschnittliche monatliche Zahl der Firmen, die ihre Bankkredite nicht bezahlen konnten bei 1431, was ein 50%iger Anstieg von 966 im Jahre 1996 war und den Grad der Verletzlichkeit der Wirtschaftsstrukturen zeigte.

Eine weitere große Erschütterung für die Wirtschaft Koreas stellte am 23. Januar 1997 der Konkurs von Hanbo, einem riesigen Stahlunternehmen und dem vierzehntgrößten *Chaebol* dar. Hanbo musste 1997 mit Schulden von mehr als 6 Milliarden US-Dollar Konkurs anmelden, nachdem der Firmenchef und sein Sohn überführt worden waren, Hunderte von Millionen US-Dollars veruntreut zu haben, um sich das Schweigen der Gläubiger und der staatlichen Aufsichtsbehörden zu erkaufen. Kurz nach dem Hanbo-Skandal brach ein noch größeres Konglomerat, der Automobilhersteller Kia Motors, angesichts von Schulden, die den Wert des Unternehmens um das Siebenfache überstiegen, zusammen. Die Aussicht auf ein Konkursverfahren drohte, auch den Zusammenbruch eines Hauptgläubigers von Kia Motors, der Korea First Bank, nach sich zu ziehen.

Dieser Konkursfall war ein Anzeichen dafür, dass die Ära des "*too big too fail*" vorbei war und die Verschlechterung der realen *Terms of Trade* eine umfassende Umstrukturierung des Unternehmenssektors erforderlich machte. In der Tat war der Konkurs dieser *Chaebol* erst der Anfang. Fünf andere *Chaebol* meldeten 1997 Konkurs an: Sammi, Dongseo Securities, Jinro, Haitai und New-Core.

In Folge der durch diese Konkurs-Fälle ausgelösten Unsicherheit und des sich verschlechternden Zustands der Bilanzen der Unternehmen und Finanzinstitute kam es zu einem Einbruch der Kurse am koreanischen Aktienmarkt. Von seinem Höchststand von 980,9 Punkten, der Ende April 1996 erreicht worden war, fiel der koreanische Aktienindex Ende März 1997 auf 677,3 Punkte, was einen Rückgang von mehr als 30% darstellte. In der Folge erholte sich der Aktienmarkt ein wenig, doch nach den aufeinander folgenden Konkursen von *Chaebol* im Laufe des Jahres 1997 fiel der KOSPI Ende Oktober, noch vor Ausbruch der Währungskrise, auf 470,8.

Anfang 1997 mussten viele Banken, die den *Chaebol* Kredite gewährt hatten, große Summen fauler Kredite abschreiben, was die Regierung dazu bewegte, einige schlecht durchgeführte finanzielle Rettungsmanöver zu unternehmen (*The Economist*, 25. Oktober 1997, S. 82). Doch als die internationalen Banken, die durch die Thailand-Krise und die die Schlagzeilen beherrschenden Konkursfälle der *Chaebol* aus ihrem Dornröschenschlaf geweckt worden waren, anfangen, ihre auf Dollar und Yen lautenden Positionen aufzulösen, geriet die koreanische Währung unter Druck. Bei einem Verhältnis von Schulden zu Eigenkapital von

weit über 500% hatten die großen koreanischen Unternehmen Schwierigkeiten, sich Geld zu günstigen Bedingungen zu beschaffen. Mitte 1997, als es immer deutlicher wurde, wie ernst die finanzielle Lage geworden war, wurde die Kreditwürdigkeit der koreanischen Banken herabgestuft. Eine Anzahl ausländischer Gläubiger entschied sich, ihr Risiko auf kurzfristige Verbindlichkeiten zu beschränken, während andere einfach ihre Positionen auflösten. Koreanische Unternehmen mussten auf „heißes“ Geld aus dem Ausland zurückgreifen, als die ausländischen Geldgeber begannen, ihr Kapital abzuziehen (Dong-sung Cho 1998, S. 21). Es scheint unglaublich, doch monatlich erreichten Verbindlichkeiten in Höhe von etwa 15 Milliarden Dollar ihre Fälligkeit.

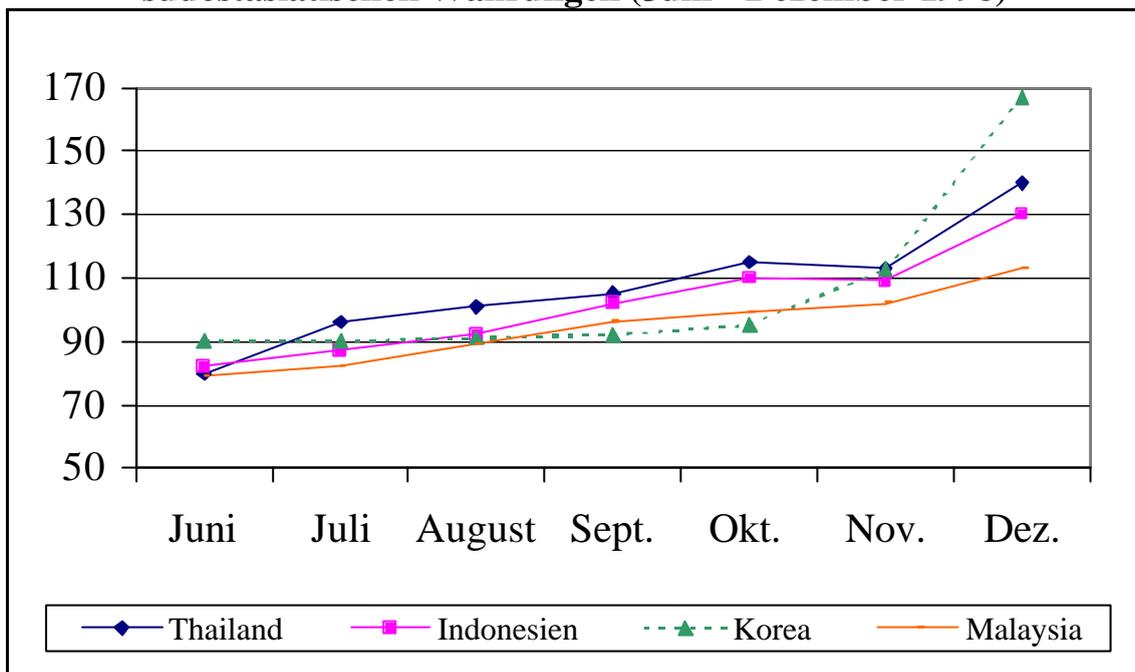
3.3.4 Ansteckung und Währungsreserven

Wie wir im vorigen Kapitel analysiert haben, ist einer der Hauptgründe für Finanzkrisen die rasche Übertragung von finanziellen Störungen und Panik von einem Land auf andere Länder, die ähnliche makroökonomische Schwächen aufweisen, oder sogar auf Länder mit starken wirtschaftlichen Fundamentaldaten. Im Falle von Mexiko spielte die Ansteckung bei der Auslösung der Krise keine Rolle, da ihr nicht Probleme in anderen Volkswirtschaften von Schwellenländern vorausgingen. Allerdings hatte die mexikanische Krise einen Ansteckungseffekt auf andere Länder, was zu dem so genannten Tequila-Effekt in anderen Schwellenländern der ganzen Welt führte und manche Länder, wie Argentinien, besonders hart traf.

Im Falle von Korea spielte die Ansteckung bei der Auslösung der Finanzkrise des Jahres 1997 jedoch eine wichtige Rolle. Der Krise waren gewaltige finanzielle Turbulenzen auf den Finanzmärkten Thailands vorangegangen, die rasch auf die anderen Länder der Region wie Indonesien, Malaysia und Korea übergriffen. Jedes dieser Länder durchlief bis zu einem gewissen Grade den gleichen Kreislauf von einer dramatischer Abwertung der Währung, Konkursen im Finanz- und Unternehmenssektor und dem Zusammenbruch des Aktienmarktes.

Die folgende Abbildung zeigt die starke Korrelation der ostasiatischen Währungen in der zweiten Hälfte des Jahres 1997. Der Abbildung zufolge wurden die Währungen in Thailand, Indonesien, Malaysia und Korea zwischen Juni und Dezember 1997 durchschnittlich um mehr als 40% abgewertet.

Abbildung 3.14: Relativer Wert des US-Dollar ggü. ausgewählten südostasiatischen Währungen (Juni - Dezember 1998)



Quelle: IMF (1999): International Financial Statistics.

Die asiatische Krise wurde Anfang 1997 in Thailand ausgelöst, als ein Rückgang der thailändischen Exporte zu einem Vertrauensverlust bei den (in- und ausländischen) Investoren in die Fähigkeit der Regierung, die Anbindung des thailändischen Baht an den US-Dollar aufrechtzuerhalten, führte. Die Investoren, die nicht nur befürchteten, dass der Wert ihrer Investitionen in Dollar beträchtlich abnehmen würde, sondern auch, dass die thailändische Regierung nicht über ausreichende Devisenreserven verfügen würde, um allen Verbindlichkeiten nachzukommen, begannen ihre kurzfristigen Investitionen aus Thailand abzuziehen. Auch wenn die Regierung anfangs versuchte, den Wert des Baht durch Interventionen auf ausländischen Devisenmärkten zu erhalten, waren Thailands Währungsreserven bald erschöpft. Wie im Falle von Mexiko hatte die Regierung keine andere Wahl, als es dem Markt zu überlassen, den Wert der Währung zu bestimmen, und sich um eine dringende Kredithilfe beim IWF zu bemühen. Die thailändischen Finanzinstitute waren nicht mehr in der Lage, auf ausländische Währungen lautende Kredite zurückzuzahlen. Der thailändische Aktienmarkt brach zusammen, als die Abwertung der Währung, höhere Zinssätze und der Rückgang der Kreditvergabe durch die Banken dazu führte, dass die Investoren ihre Gelder abzogen.

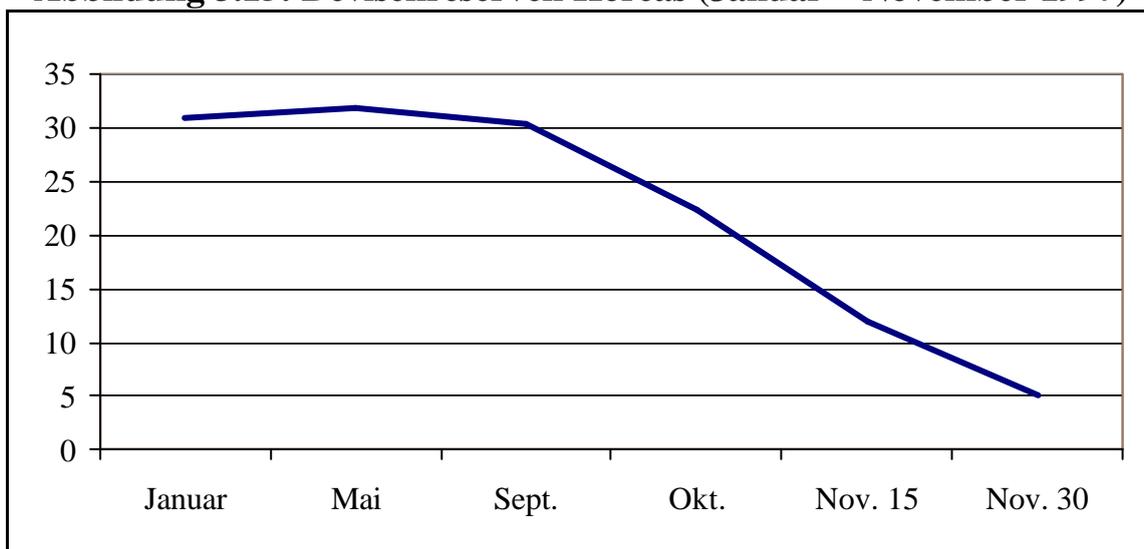
Kurz nachdem Thailand den Baht abgewertet hatte, begannen die Investoren, die Risiken in der gesamten Region neu zu bewerten. Der hoch verschuldete Unternehmenssektor und die kurzfristige Struktur der Schulden in Korea beunruhigten die Investoren. Ein anerkannter Investment-Spezialist stellte fest: "Als das Vertrauen einmal ins Bröckeln geraten war, konzentrierten sich die

Investoren nicht mehr auf makroökonomische Faktoren, wie das Haushaltsdefizit oder das Verhältnis Verschuldung zu BIP, sondern auf potenzielle mikroökonomische Risiken, wie den Umfang der Dollarschuld, die in den nächsten zwölf Monaten ihre Fälligkeit erreichen würde, oder den Quotienten Schulden zu Eigenkapital im Unternehmenssektor" (Hale 1998, S. 21). Andere Autoren, wie Hahm und Mishkin (2000), vertraten die gleiche Ansicht:

[Der Wertverlust des koreanischen Won wurde nicht ausgelöst] durch eine direkte Währungsattacke, durch die die erwartete Abwertung ausgenutzt werden sollte. [...] Der drastische Wertverlust des koreanischen Won wurde verursacht durch den Ansturm der ausländischen Kreditgeber auf die koreanischen Finanzinstitute und Chaebol, die ihre Kredite eintreiben wollten, und durch ausländische Investoren, die den koreanischen Aktienmarkt verlassen wollten. (Hahm und Mishkin, 2000, S. 25)

Von Juni bis Mitte November widerstand die koreanische Währung dem Abwertungsdruck. Doch im Oktober und im November 1997 machte Korea einen der typischen Fehler der Länder, die in eine Krise geraten: Es versuchte, den Wert seiner Währung um jeden Preis zu verteidigen und verbrauchte dafür seine Währungsreserven.

Abbildung 3.15: Devisenreserven Koreas (Januar – November 1997)



Quellen: Bank of Korea, Monthly Statistical -Bulletin (verschiedene Ausgabe); Bloomberg und Kwack (1998)

Anfang 1997 beliefen sich die Währungsreserven auf 30,96 Milliarden Dollar. Auf diesem Niveau konnten sie sich bis Oktober halten, als die internationalen Investoren begannen, ihre Unternehmenskredite zurückzufordern und ihr Geld aus dem Land abzuziehen. Ende Oktober waren die Devisenreserven auf 22,3 Milliarden US-Dollar gesunken. Am 6. November berichtete Bloomberg News, ein angesehenener internationaler Finanzinformationsdienst, dass sich Koreas Währungsbestände noch auf 15 Milliarden US-Dollar beliefen, während die Auslandsschuld 110 Milliarden betrug (Sung Kwack 1998, S.4).

Die koreanische Regierung wies den Bericht zurück und verstärkte ihre Interventionen auf den ausländischen Aktienmärkten, um den Wechselkurs zu stabilisieren. Außerdem nutzte die Zentralbank ihre Devisenreserven auch dazu, inländischen Banken zu helfen, ihre kurzfristigen Schulden in Fremdwährungen zurückzuzahlen. Am 10. November gab die Regierung ihre Wechselkursoperationen auf. Ende November fielen die Devisenreserven auf sieben Milliarden US-Dollar.

Im November und Dezember 1997 platzierte die koreanische Notenbank 23 Milliarden US-Dollar aus Währungsreserven in Form von Einlagen in ausländische Filialen und Tochtergesellschaften inländischer Finanzinstitute. Dieses Geld verwendeten die Banken dazu, die kurzfristigen Schulden, die sie nicht verlängern konnten, zurückzuzahlen. Auf diese Weise wurden die der koreanischen Zentralbank zur Verfügung stehenden Währungsreserven schnell verbraucht. Am 19. November versuchte die Regierung, die Märkte zu beruhigen, indem sie ein Reformpaket ankündigte, das eine Ausweitung des Wechselkursbandes auf +/- 10 Prozent (von +/- 2,25 Prozent) beinhaltete... Die Sorgen der Märkte konnten dadurch jedoch nicht zerstreut werden, und während der letzten November-Woche intensivierte sich der Rückgang der Währungsreserven auf 1-2 Milliarden US-Dollar pro Tag, wodurch die verfügbaren Währungsreserven am Ende des Monats nur noch bei 5 Milliarden US-Dollar lagen (Lindgren, et. al, 1999. S.71).

Die Folgen der koreanischen Krise waren verheerend. Im Verlauf von nur einem Jahr stieg die Arbeitslosigkeit von weniger als drei Prozent auf fast acht Prozent. Während der ersten Hälfte des Jahres 1998 schrumpfte das BIP um mehr als fünf Prozent, nachdem es in der ersten Hälfte des Jahres 1997 um mehr als sechs Prozent gestiegen war. Die Konkursrate bei kleinen Unternehmen verdoppelte sich im Vergleich zum Vorjahr. Anfang 1998 verhandelten die meisten

koreanischen Unternehmen über Wege, ihre kurzfristigen Schulden umzustrukturieren und einen Großteil davon in langfristige Schuldverschreibungen umzuwandeln. Am 21. November 1997 kündigte die Regierung an, dass sich Korea beim IWF um eine sofortige Kredithilfe bemühen würde. Am 5. Dezember erzielten der IWF und Korea eine Einigung.

Gewiss haben die Turbulenzen in Thailand dazu beigetragen, die koreanische Finanzkrise auszulösen, indem sie den internationalen Investoren die dringende Notwendigkeit vor Augen hielten, die makroökonomischen Fundamentaldaten der anderen ostasiatischen Länder sorgfältig zu überprüfen. Doch auch unabhängig von den finanziellen Turbulenzen in der Region Ostasien ist es schwierig sich vorzustellen, wie die koreanische Krise hätte verhindert werden können. Zahlreiche strukturelle Probleme, wie der Rückgang der Rentabilität der koreanischen Unternehmen, der hohe Verschuldungsgrad der Banken und *Chaebol* und die exorbitanten, wachsenden kurzfristigen Verbindlichkeiten des koreanischen Privatsektors in ausländischer Währung behinderten die Entwicklung der koreanischen Wirtschaft. Ohne effiziente Maßnahmen zur Beseitigung dieser Probleme war abzusehen, dass die koreanische Krise früher oder später zum Ausbruch kommen würde, ganz unabhängig von den sonstigen Problemen in der ostasiatischen Region.