

**Leistungsbilanzdefizite,
makroökonomische Fundamentaldaten und
ihre Bedeutung für Ausbruch und Verlauf der "Asienkrise"**

**Seminararbeit
Im Seminar "Die Asienkrise"
Eingereicht bei:
Prof. Dr. I. Barens
SS 1999**

Vorgelegt von
Jochen Müllerxxxx
10. Fachsemester
Fachrichtung: FB2/Magister
M.-Nr. xxx

TU-Darmstadt, Juni 1999

Gliederung

1. Einleitung: Verlauf und Besonderheiten der Asienkrise	
3	
2. Leistungsbilanzdefizite	5
2.1 Deutung und Bedeutung von Leistungsbilanzdefiziten	
5	
2.2 Einflußfaktoren auf Leistungsbilanzdefizite	7
3. Analyse und Interpretation der makroökonomischen Fundamentaldaten	10
3.1 Leistungsbilanzdefizite	10
3.2 Wirtschaftswachstum und Inflationsrate	13
3.3 Die Sparquote	15
3.3.1 Die private Sparquote	15
3.3.2 Die staatliche Sparquote: Haushaltsdefizite	16
3.4 Die Investitionsraten	17
3.5 Die Rentabilität von Investitionen	19
3.6 Die Finanzierung von Investitionen	21
3.7 Handelsbilanz und "Offenheit"	23
3.8 Exportwachstum, Marktveränderungen, externe Einflüsse und reale Wechselkurse	24
4. Resümee	29
5. Anhang: Tabellen und Diagramme	32
6. Literaturverzeichnis	41

1. Einleitung: Verlauf und Besonderheiten der Asienkrise

Als Mitte 1997, beginnend mit der Abwertung des thailändischen Baht, die Finanz- und Währungskrise in Asien ausbrach und sich schnell auf Malaysia, Indonesien und Südkorea ausbreitete, gehörte es zu ihren Besonderheiten, daß sie völlig unerwartet und ohne Vorwarnung durch Marktbeobachter auftrat. Zudem traf sie Länder, deren wirtschaftliche Entwicklung sich seit Jahren durch hohe Wachstumsraten des BIP auszeichnete und deren ökonomische Aussichten zuvor vom IWF als durchaus positiv eingeschätzt wurden. Der Beginn der asiatischen Währungskrise bietet sich chronologisch folgendermaßen dar: Am 10. März 1997 erklärte die thailändische Regierung, notleidende Immobilienkredite in Höhe von US-\$ 3,9 Mrd. von privaten Finanzinstituten erwerben zu wollen, hält diese Zusage aber nicht ein; am 28. März verfügt die Zentralbank Malaysias Beschränkungen für Immobilienkredite und Kredite, die mit Aktien abgesichert sind. Im selben Monat führt der Zusammenbruch von Sammi Stelle zu der Befürchtung, in Südkorea könnte eine Kreditkrise des privaten Sektors drohen. Anfang Mai 1997 deuten japanische Ministerialbeamte die Möglichkeit einer Zinserhöhung in Südkorea zur Stützung des Yen-Kurses an; zwar wurde die Ankündigung nie realisiert, sie führte aber zu einem Wandel der Einschätzungen internationaler Investoren in bezug auf Ostasien; es beginnt der Verkauf von südost- und ostasiatischen Währungen und Aktien. Am 14. und 15. Mai 1997 ist der thailändische Baht einer massiven Spekulation ausgesetzt, der Wechselkurs wird jedoch von den Zentralbanken Thailands und Singapurs verteidigt. Die Einschätzung der Situation Thailands durch die Gläubiger verschlechtert sich; so verfügt die thailändische Zentralbank am 27. Juni 1997 die Einstellung des Betriebs von 16 Finanzinstituten und verlangt die Vorlage von Vorschlägen zu Fusions- und Konsolidierungsplänen. Am 2. Juli 1997 erklärt die thailändische Zentralbank schließlich, daß der Wechselkurs des Baht künftig flexibel sein wird und bittet den IWF um Unterstützung. Der Baht verliert daraufhin umgehend knapp 20% an Wert und schließt auf dem Niedrigstand von 28,8 pro US-Dollar; zugleich versucht die philippinische Zentralbank mit massiven Interventionen, den Wechselkurs des Peso zu verteidigen. Die Abwertung trifft am 14. Juli auch den Ringit; die Zentralbank Malaysias stellt die Verteidigung der Ringit-Wechselkurse ein, worauf der Kurs am 24. Juli auf ein 38-Monatstief fällt. Am 13. August gerät dann auch die indonesische Rupie

unter Druck und fällt auf den historischen Tiefststand von R 2682 pro US-Dollar; bis zum 6. Oktober fällt der Kurs weiter auf R 3845 pro US-Dollar. Schließlich breitet sich am 6. November die Krise unmittelbar auf Südkorea aus. Die koreanische Zentralbank versucht zwar, den Wechselkurs des Won zu stützen, am 20. November fällt der Won aber um die erlaubten 10% der erweiterten Bandbreite auf 1139 pro US-\$, woraufhin alle Währungen der Regionen weiter unter Druck geraten.

Anhand dieses kurzen Abrisses des Beginns der asiatischen Währungskrise stellt sich die Frage, was zu ihrem plötzlichen Auftreten und ihrer raschen Ausbreitung auf mehrere asiatische Länder (Thailand, Malaysia, Indonesien und Südkorea) geführt haben kann, und insbesondere, was sich in der ökonomischen Struktur und den makroökonomischen Fundamentaldaten der betroffenen Volkswirtschaften verändert haben könnte im Zeitraum zwischen dem "Wunder" anhaltend hoher Wachstumsraten und der Währungskrise (vgl. Frankel 1998, S. 4). Daraus ergibt sich die Leitfrage, welchen Anteil Leistungsbilanzdefizite am Ausbruch der asiatischen Währungskrise haben, verbunden mit der Frage, wodurch Leistungsbilanzdefizite verursacht wurden und wie sie im konkreten Fall zu bewerten sind. Um die Fähigkeit eines Landes, ein Leistungsbilanzdefizit zu tragen, einschätzen zu können, werde ich mehrere makroökonomische Einflußfaktoren untersuchen: Wirtschaftswachstum und Inflationsraten, insbesondere private und öffentliche Sparquoten und die Investitionsraten; ein Schwerpunkt der Untersuchung wird einerseits auf der Rentabilität von Investitionen, andererseits auf externen Einflüsse liegen, insbesondere dem Exportwachstum und dem Einfluß der realen Wechselkurse. Dabei geht es zum einen um eine Analyse der Daten der betroffenen Länder, andererseits um ihre Bewertung und Interpretation hinsichtlich des Zusammenhangs von Leistungsbilanzdefiziten mit dem Ausbruch der Währungskrise. Abschließend werde ich anhand der aufgezeigten Daten ein vorläufiges Resümee der Bedeutung von Leistungsbilanzdefiziten und makroökonomischen Fundamentaldaten für den Ausbruch der Krise ziehen.

2. Leistungsbilanzdefizite

2.1 Deutung und Bedeutung von Leistungsbilanzdefiziten

Die Leistungsbilanz setzt sich zusammen aus der Handelsbilanz, also dem Saldo aus Importen und Exporten von Gütern, und der Dienstleistungsbilanz, in der auch der Zinsdienst erfaßt wird. In der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung gleichen sich Leistungsbilanzsaldo und Kapitalverkehrsbilanzsaldo gegenseitig aus, d. h. ein Überschuß in der Leistungsbilanz entspricht einem Defizit in der Kapitalverkehrsbilanz, d. h. einem Export von Kapital, und umgekehrt. Daneben gilt, daß die Nettoauslandsinvestition dem Leistungsbilanzsaldo entsprechen muß ($S - I = NX$). Sind $S - I$ und NX positiv, dann liegt ein Leistungsbilanzüberschuß vor. In diesem Fall ist das Inland an den Weltfinanzmärkten Nettodarlehensgeber und exportiert mehr Güter als es importiert; im umgekehrten Fall liegt ein Leistungsbilanzdefizit vor, d. h. das Inland ist an den Weltfinanzmärkten Nettodarlehensnehmer und importiert mehr Güter als es exportiert (vgl. Mankiw 1998, S. 209). Leistungsbilanzdefizite bedeuten somit, daß ein Land ausländisches Kapital aufnimmt, d. h. sich im Ausland verschuldet. Weiterhin gilt, daß die Summe aus Leistungsbilanzsaldo und Kapitalverkehrsbilanzsaldo der Veränderung der Devisenbilanz entsprechen muß. Reicht der Kapitalfluß aus dem Ausland nicht aus, ein Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren, so muß bei der Zentralbank ausländische Währung nachgefragt werden, um den Überschuß importierter Leistungen zu finanzieren (vgl. Krugman 1997, S. 320f.). Da die Zahlungsbilanz stets ausgeglichen ist, bedeutet ein Leistungsbilanzdefizit eine Ansammlung von ausländischem Vermögen, d. h. entweder liegt ein Kapitalbilanzüberschuß vor (Kapitalimport) oder eine Abnahme der Währungsreserven der Zentralbank (vgl. Krugmann 1997, S. 322). Damit beeinflussen Leistungsbilanzsalden auch die Fähigkeit der Zentralbank, in einem System fester Wechselkurse die heimische Währung gegen Abwertungen zu stützen.

Leistungsbilanzdefizite sind allerdings in zwei Hinsichten kontrovers zu interpretieren: Zum einen ist die Bewertung von Leistungsbilanzdefiziten umstritten. Ob Leistungsbilanzdefizite hinsichtlich der langfristigen ökonomischen Entwicklung eines Landes gefährlich und welche spezifischen Risiken mit Leistungsbilanzdefiziten verbunden sind, ist pauschal nicht einzuschätzen, sondern unterliegt einer Vielzahl anderer Faktoren (vgl. Krugman 1997, 538f.). Dennoch kann man Leistungsbilanzsalden eine Indikatorfunktion unterstellen, sofern hohe, dauerhafte Defizite auf strukturelle makroökonomische Probleme verweisen können (vgl. Hesse

1990, 44f.). Zum anderen ist mit der Frage nach der Bewertung von Leistungsbilanzdefiziten die Deutung der Leistungsbilanz selbst verbunden. Sie läßt sich einerseits als Ergebnis der Handelsbilanz zuzüglich der Dienstleistungsbilanz und der Summe von Übertragungen und Transferleistungen definieren. Die Kapitalverkehrsbilanz muß dann als Ergebnis der Leistungsbilanz angesehen werden, d. h. eine Ökonomie erzielt Defizite im Warenhandel sowie bei Dienstleistungen und muß daher Kapital importieren. Andererseits kann man die Leistungsbilanz als Differenz zwischen Ersparnis und Investitionen des Inlandes betrachten. Ein Überschuß in der Kapitalverkehrsbilanz und ein Leistungsbilanzdefizit entstehen dann dadurch, daß mehr investiert als gespart wird und Kapital importiert werden muß. Demnach sind nicht Entwicklungen des Warenhandels, sondern Investitionsentscheidungen die ausschlaggebenden Faktoren, d. h. Kapitalimporte verursachen Leistungsbilanzdefizite.

Daran schließt sich die Frage an, in welche Krisenmodellen Leistungsbilanzdefizite als wesentliche Ursache für den Ausbruch und den Verlauf von Währungs- und Finanzkrisen betrachtet werden. Nachdem die Entwicklung der Asienkrise ihr Ausmaß aufzeigte, boten sich mehrere Erklärungsansätze an: erstens die These, Veränderungen der internationalen Marktverhältnisse könnten die Ursache sein, zweitens die Ansicht, wachsende Schwächen der betroffenen Volkswirtschaften könnten die Finanzkrise ausgelöst haben, und schließlich der Vorwurf, die Instabilität der internationalen Kapital- und Finanzmärkte sei verantwortlich zu machen (vgl. Radelet und Sachs 1998a, S. 29). In diesem Sinne lassen sich grob zwei Interpretationsrichtungen unterscheiden (vgl. Corsetti/Pesenti/Roubini 1998a, S. 1): In dem einen Modell werden plötzliche Veränderung der Markterwartungen und des Marktvertrauen betont, so daß die Krise nicht an der Verschlechterung makroökonomischer Fundamentaldaten festgemacht wird, sondern an der Panik von Investoren, verstärkt durch die Reaktion des IWF. Das andere Modell sieht die Krise wesentliche durch makroökonomische Ungleichgewichte ausgelöst, so daß die asiatische Währungskrise wesentliche strukturelle makroökonomische Defizite widerspiegelt, wenn auch mit der Einschränkung, Überreaktion und "Herdentrieb" des Finanzmarktes hätten die Krise über das von Fundamentaldaten zu erwartende Maß hinaus verstärkt. In dieser Sichtweise spielen demnach makroökonomische Daten, insbesondere Leistungsbilanzdefizite, eine entscheidende Rolle für den Ausbruch von

Währungs- und Finanzkrisen. Ein derartiger Zusammenhang könnte zum einen darin bestehen, daß Leistungsbilanzdefizite die Fähigkeit eines Landes, seine Wechselkurse zu verteidigen, unterminieren. Zum anderen können schlechte Fundamentaldaten Anlaß zum Abzug von ausländischem Kapital sein und zu einer veränderten Einschätzung eines Landes durch die Finanzmärkte führen, was zugleich spekulative Attacken auf den Wechselkurs eines Landes wahrscheinlicher macht. Wird die Bedeutung von Leistungsbilanzdefiziten für den Ausbruch von Währungskrisen betont, ist zweierlei nachzuweisen: Erstens, daß Defizite einen kausalen und wesentlichen Anteil am Ausbruch der Krise haben und statistisch eng mit Währungskrisen verbunden sind; zweitens, daß in den betroffenen Ländern Defizite ein Ausmaß angenommen haben, daß langfristig nicht aufrechtzuhalten war und die Zahlungsfähigkeit des Landes gefährdete.

2.2 Einflußfaktoren auf Leistungsbilanzdefizite

Eine Einschätzung der Bedeutung von Leistungsbilanzdefiziten muß sich vor allem auf die Frage konzentrieren, ob das Defizit dauerhaft tragbar ist. Tragbar sind Defizite nach Corsetti, Pesenti und Roubini (1998a, S. 10), wenn sie durch eine positive Veränderung der Handelsbilanz ohne Berücksichtigung veränderter makroökonomischer Politik oder auftretender externe Krisen kompensiert werden können. Bei der Betrachtung der makroökonomischen Daten der asiatischen Krisenländer ist zu beachten, daß es keine allgemeinen Kriterien dafür gibt, wann Leistungsbilanzdefizite einen Umfang annehmen, der langfristig nicht tragbar ist (vgl. Corsetti, Pesenti und Roubini 1998a, S. 8). Auch das Kriterium der langfristigen Zahlungsfähigkeit eines Landes, also die Fähigkeit, Auslandsschulden in absehbarer Zeit zu begleichen, besitzt nur eingeschränkte Aussagekraft, denn Leistungsbilanzdefizite sagen nichts über die zukünftige Entwicklung der Leistungsbilanz und der Auslandsschulden aus. Ein Land kann zugleich große Leistungsbilanzdefizite besitzen und dennoch zahlungsfähig bleiben, wenn es in Zukunft Überschüsse erzielt. Die Fähigkeit eines Landes, ein Leistungsbilanzdefizit zutragen, wird vielmehr durch die Zusammensetzung bzw. die Ursachen des Defizits selbst beeinflusst: Ein großes Handelsbilanzdefizit kann problematischer sein als der Import von Kapital, da Handelsbilanzdefizite Anzeichen für strukturelle Probleme eines

Landes, insbesondere mangelnde Konkurrenzfähigkeit, sein können. Umgekehrt können geringe Handelsbilanzdefizite oder sogar Überschüsse darauf hinweisen, daß in Zukunft ein Ausgleich des Defizits durch wachsende Exporte möglich ist. Die Analyse, ob ein Land langfristig ein Leistungsbilanzdefizit tragen kann, konzentriert sich daher auf mehrere makroökonomische Fundamentaldaten, wie das Wachstum des BIP. Traditionell werden Defizite als tragbar angesehen, wenn sie mit hohen Wachstumsraten einher gehen, die als wachsende Fähigkeit des Landes, seine Auslandsschulden zu begleichen, verstanden werden und zu einem geringeren Wachstum der Auslandsschulden im Verhältnis zum BIP führen. Als aussagekräftiges Kriterium zur Einschätzung der langfristigen Zahlungsfähigkeit wird von Corsetti, Pesenti und Roubini (1998a, S. 9f.) das Verhältnis zwischen Handelsbilanz und den Handelsüberschüssen herangezogen, die zur Stabilisierung des Verhältnisses von (Auslands-) Schulden zum BIP nötig sind ("resource balance gap").

Verbunden mit dem Kriterium der Zusammensetzung und der Entstehung eines Leistungsbilanzdefizits sind Investitionsraten und Sparquoten. Dabei wird eine Verringerung der staatlichen Sparquote, verbunden mit einem höheren Haushaltsdefizits, als problematischer angesehen als ein Sinken der privaten Sparquote. Ein Haushaltsdefizit kann auf strukturelle fiskalpolitische Probleme verweisen, die nur schwer zu beheben sind und insofern erheblichen Anteil an dem Auftreten eines nicht tragbaren Leistungsbilanzdefizits besitzen. Demgegenüber kann ein Rückgang der privaten Sparquote durch optimistische Erwartungen auf hohes Wirtschaftswachstum und steigende Einkommen ausgelöst und gegebenenfalls durch höhere Sparquoten in der Zukunft kompensiert werden. Traditionell wird die Aufnahme von Auslandsschulden als ungefährlich angesehen, wenn das Kapital für Investitionen und nicht für den Konsum verwendet wird; ein Leistungsbilanzdefizit mit einhergehendem Rückgang der Sparquote erscheint demnach eher als problematisch als ein Defizit, das mit einem Anstieg der Investitionsquote verbunden ist. Dabei ist allerdings zu fragen, um welche Art von Investitionen es sich handelt (vgl. Corsetti, Pesenti und Roubini 1998a, S. 13), d. h., nicht die Quantität, sondern die Qualität von Investitionen ist entscheidend. Investitionen, die nicht die Produktivität in Wirtschaftszweigen steigern, die im Außenhandel Überschüsse erzielen können, sondern z. B. in Immobilien fließen, steigern nicht die Fähigkeit eines Landes, seine Auslandsschulden bzw. sein Leistungsbilanzdefizit durch Handelsbilanzüberschüsse abzubauen. Weiterhin

kommt es auch auf die Art der Finanzierung von Investitionen an: Leistungsbilanzdefizite erscheinen eher unbedenklich, wenn das Defizit vor allem durch ausländische Direktinvestitionen finanziert wird, und problematischer, wenn der Anteil kurzfristiger Kapitalzuflüsse groß ist, die bei plötzlichen Veränderungen schnell abgezogen werden können.

Als weiteren Einflußfaktor ist die inländische Inflationsrate zu nennen. Eine nationale Inflationsrate oberhalb der ausländischen Inflationsrate führt dazu, daß die nationale Währung abgewertet wird; besitzt ein Land gleichzeitig feste Wechselkurse, die mit einer Aufwertung des realen Wechselkurses einher gehen, unterminiert eine hohe Inflationsrate die Glaubwürdigkeit des festen Wechselkurssystems. Schließlich spielen die Offenheit und Exportorientierung eines Landes für die Bewertung eines Leistungsbilanzdefizites eine Rolle, da große Exporte im Verhältnis zum BIP die Fähigkeit des Landes vergrößern, seinen Schuldverpflichtungen nachzukommen und Erlöse in ausländischer Währung zu erwerben. Da Offenheit auch eine große Abhängigkeit von internationalen Kapitalmärkten bedeuten kann, ist aus Sicht der ausländischen Gläubiger bei "offenen" Volkswirtschaften die Wahrscheinlichkeit größer, daß ein Land seine ausländischen Verbindlichkeiten begleicht; zugleich steigt die Verletzlichkeit durch eine protektionistische Politik des Auslandes und die Verschlechterung der "terms of trade". Schließlich ist die Bedeutung der realen Wechselkurse für die Entwicklung und die Bewertung der Leistungsbilanz zu erwähnen. Mit der Aufwertung der realen Wechselkurse ist ein Verlust an Konkurrenzfähigkeit, eine Verschlechterung der Handelsbilanz und damit ein größeres, auf Dauer nicht aufrechtzuerhaltendes Leistungsbilanzdefizit verbunden.

3. Analyse und Interpretation der makroökonomischen Fundamentaldaten

3.1 Leistungsbilanzdefizite

Die Analyse der Leistungsbilanzdefizite der von der Währungskrise besonders betroffenen Länder (Thailand, Malaysia, Indonesien und Südkorea) zeigt, daß diese Länder im betrachteten Zeitraum von 1990 bis 1996 durchweg Leistungsbilanzdefizite aufwiesen. So betragen die Leistungsbilanzdefizite Thailands im Zeitraum jeweils

zwischen 5% und 8% des BIP und erreichten 1995/96 mit jeweils 8,1% einen Höhepunkt; in Malaysia erreichten die Defizite 1991 und 1995 mehr als 8% des BIP und fielen 1996 auf 4,9% (siehe Tabelle2 und Diagramm2). In Erinnerung zu halten ist hier, daß Thailand und Malaysia diejenigen Länder sind, die von der Währungskrise frühzeitig erfaßt wurden; die massive Abwertung der Währungen der Krisenländer ging von der Abwertung des thailändischen Baht aus. Indonesien hingegen zeichnete sich in den 90ern durch vergleichsweise geringe Defizite aus; die Leistungsbilanzdefizite sanken von 2,8% im Jahr 1990 auf 1,3% im Jahr 1994 und stiegen bis 1996 auf 3,3% an. Auffällig ist ebenfalls, daß Südkorea zwischen 1990 und 1995 Defizite von lediglich 0,6% bis 2,8% zu verzeichnen hatte – mit einem Überschuß von 0,3% im Jahr 1993 – und erst im Jahr 1996 unmittelbar vor Ausbruch der Krise ein wachsendes Defizit von 4,8% aufwies. Gerade von der Währungskrise nur geringfügig betroffene Länder, wie Singapur, Taiwan und China besaßen in den 90ern große bzw. moderate Leistungsbilanzüberschüsse (siehe Tabelle2). Bemerkenswert ist zudem, daß zwischen 1985 und 1989 die Krisenländer durchschnittlich ein Leistungsbilanzüberschuß von 0,3% des BIP besaßen, mit einem Überschuß Südkoreas von 4,3% und Malaysias von 2,4% des BIP, während die Leistungsbilanzdefizite der Krisenländer zwischen 1990 und 1996 bei durchschnittlich 4% lagen (vgl. Radelet und Sachs 1998b, S. 14). Diese Verschlechterung der Leistungsbilanz wirft die Frage auf, welche Faktoren im Zusammenhang mit den aufgezeigten Veränderungen in der Tendenz der Leistungsbilanz stehen. Durch welche Entwicklungen sind die Leistungsbilanzdefizite der von der Krise betroffenen Länder zustande gekommen? Welchen Anteil hat die Rentabilität getätigter Investitionen, die Entwicklung der Handelsbilanz und der Einfluß externer Faktoren, wie z. B. Aufwertung der realen Wechselkurse und veränderte Marktverhältnisse? Dabei ist zu berücksichtigen, daß Indonesien und Südkorea, die Länder mit den geringsten Defiziten, am stärksten von der Krise betroffen waren, während Malaysias Defizit in der Zeit vor der Krise gesunken ist (von 8,4% im Jahr 1995 auf 4,9% im folgenden Jahr).

Offensichtlich gibt es keine eindeutige Korrelation zwischen Leistungsbilanzdefiziten und dem Ausmaß der Währungsabwertungen während der Asienkrise; dadurch wird die Bewertung und Interpretation der Defizite zusätzlich erschwert. Insbesondere Corsetti, Pesenti und Roubini (1998, S. 6) vertreten aber die These, die in mehreren asiatischen Volkswirtschaften zu beobachtenden

Leistungsbilanzdefizite könnten für die Reaktion der Finanzmärkte und damit für den Verlauf der Krise eine wichtige Rolle gespielt haben; insbesondere Thailand und Malaysia hätten sich in den Jahren vor Ausbruch der Währungskrise durch ein über ein Jahrzehnt anhaltendes Leistungsbilanzdefizit ausgezeichnet. Sie betonen, daß anhaltende Leistungsbilanzdefizite über 5% des BIP als bedenklich angesehen werden könnten, und verweisen darauf, daß die von der Währungskrise betroffenen Länder gerade diejenigen sind, die zuvor anhaltend große Leistungsdefizite aufwiesen (Corsetti, Pesenti und Roubini 1998a, S. 7). So habe die Aufwertung des Dollar relativ zu den Währungen der entsprechenden Länder zwischen 52% (Malaysia, Philippinen) und 151% (Indonesien) gelegen, während Länder mit geringen Defiziten oder Leistungsbilanzüberschüssen wie China, Singapur und Taiwan keine vergleichbaren Abwertungen hinnehmen mußten. Der Zusammenhang von Währungsabwertung und Leistungsbilanzdefiziten, den Corsetti, Pesenti und Roubini behaupten, wirft an dieser Stelle aber bereits die Frage auf, wieso gerade Länder mit relativ moderaten Defiziten wie Südkorea und Indonesien zu den von der Abwertung am stärksten betroffenen Ländern zählen.

Insbesondere Radelet und Sachs vertreten daher die These, eine plötzliche und letztlich übertrieben Veränderung der Erwartungen der Investoren habe zum Verlauf und Ausbruch der Krise entscheidend beigetragen (1998a, 42f.). In ihrer statistischen Untersuchung testen sie die Erklärungskraft großer Leistungsbilanzdefizite für den Ausbruch von Währungskrisen und betonen, daß große Leistungsbilanzdefizite statistisch nur schwach mit dem Ausbruch einer Krise verbunden sind und mithin ein Defizit statistisch nicht signifikant ist (vgl. Radelet und Sachs 1998a, S. 44). Im Rahmen einer Betrachtungsweise, die sich auf Finanzströme konzentriert, betrachten sie Kapitalzuflüsse als wesentliche Komponente der Krise und stufen die Kapitalverkehrsbilanz als geeigneteres Betrachtungsmittel ein als die Leistungsbilanz. Eine stärkere statistische Verbindung zwischen Kapitalverkehrsbilanzdefiziten und dem Krisenausbrüchen lasse sich auch dadurch erklären, da die Instabilität der Krisenländer durch Kapitalzuflüsse ausgelöst worden sei, nicht durch Handelsbilanz- und Leistungsbilanzdefizite an sich (Radelet und Sachs 1998a, S. 48). Eine derartige Sichtweise muß allerdings nicht unbedingt im Widerspruch zur Interpretation der Ursachen der Asienkrise von Corsetti, Pesenti und Roubini (1998a) stehen. Diese

betonen schließlich, daß für die Fähigkeit eines Landes, ein Leistungsbilanzdefizit zu tragen, vor allem die Art des Zustandekommens eines Defizits ausschlaggebend ist.

Auch Jeffrey A. Frankel relativiert die Bedeutung von Leistungsbilanzdefiziten (1998, S. 1). Hohe Leistungsbilanzdefizite und hohe Schulden seien keine signifikanten Anzeichen für eine bevorstehende Krise, vielmehr komme es auf die Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits und die Verwendung der Finanzmittel an. Vor allem sei es sinnlos, im Nachhinein anhand statistischer Daten belegen zu wollen, wieso eine Währungskrise offensichtlich oder unausweichlich war, zumal Statistiken nichts über die Wahrscheinlichkeit einer Krise aussagen könnten. Einen weiteren wichtigen Einwand gegen die Bedeutung von Leistungsbilanzdefiziten erhebt auch Goldstein (1998, S. 14). Zwar verweist auch er auf die hohen Leistungsbilanzdefizite der asiatischen Krisenländer – so habe das kumulierte Defizit Thailands bei 36% des BIP des Jahres 1996 gelegen. Diese Defizite seien aber noch vor Ausbruch der Krise als positiv eingeschätzt worden. Die Kreditaufnahme im Ausland habe schließlich zur Steigerung oder Aufrechterhaltung einer hohen Investitionsquote gedient (siehe Abschnitt 3.4), so daß die Defizite als weitaus weniger bedenklich angesehen wurden als die lateinamerikanischen Länder.

Die kontroverse Interpretation der Leistungsbilanzdefizite der Krisenländer zeigt soweit vor allem, daß Defizite allein noch nichts über die Anfälligkeit von Ländern für Währungskrisen aussagen; vielmehr ist eine Vielzahl anderer Faktoren heranzuziehen, die die Bedeutung und das Zustandekommen der Defizite weiter spezifizieren.

3.2 Wirtschaftswachstum und Inflationsrate

Zu diesen Faktoren gehört insbesondere das Wachstum des BIP. Gerade die von der Währungskrise betroffenen Länder zeichneten sich allerdings durch bemerkenswert hohe Wachstumsraten aus (vgl. Tabelle1 und Diagramm1). So sind in Südkorea, Indonesien, Malaysia, und Thailand zwischen 1990 und 1996 Wachstumsraten über 7% des BIP zu verzeichnen, mit Ausnahme der Philippinen, deren Wachstum aber bis 1996 auf über 5% steigt. Die von der Währungskrise weniger betroffenen Länder, wie Singapur, Taiwan und China, weisen keine

nennenswert höheren durchschnittlichen Wachstumsraten auf – mit Ausnahme Chinas, das eine durchschnittliche Wachstumsrate von 11,4% besitzt.

Demnach könnte pauschal davon ausgegangen werden, daß die Leistungsbilanzdefizite der asiatischen Krisenländer relativ unbedenklich waren. Diese Einschätzung wird aber von Corsetti, Pesenti und Roubini (1998a, S. 12) relativiert, da gerade das hohe Wirtschaftswachstum die Anfälligkeit für eine plötzlich auftretende Krise verstärkt haben könnte. Dieser Einwand ist insofern von Bedeutung, da vor Ausbruch der Krise die überaus optimistischen Erwartungen zu einem Konsum- und Investitionsboom geführt hatte. Dieser könnte die Länder der für einen externen Schock – im Sinne eines plötzlichen Rückzugs von Kapitalanlegern aufgrund einer Veränderung ihrer Erwartung – besonders verletzlich gemacht haben. Entscheidend ist bei der Betrachtung der Wachstumsraten, daß für die Fähigkeit eines Landes, ein Leistungsbilanzdefizit zu tragen, vor allem die *erwarteten* Wachstumsraten eine Rolle spielen; wird mit einem Rückgang der Wachstumsraten gerechnet, können Leistungsbilanzdefizite wesentlich bedrohlicher erscheinen als bei "ungetrübten" Wachstumsaussichten.

Damit verbunden ist die Bewertung und Interpretation des rapiden Wachstums der asiatischen Länder selbst. Insbesondere Krugman (1994, S. 2) hat vor Ausbruch der Krise darauf hingewiesen, daß die Höhe des Wirtschaftswachstums der asiatischen Länder nicht dauerhaft sein könne. Das "asiatische Wunder" beruht in seinen Augen nämlich hauptsächlich auf dem Wachstum an Input-Faktoren wie Beschäftigung und Anlagevermögen, nicht jedoch auf dem Wachstum totaler Faktorproduktivität (Krugman 1994, S. 3f.), also einem Zuwachs an Effizienz. Zur Erläuterung zieht Krugman die Entwicklung Singapurs heran: Die Zunahme der Beschäftigung, die Verbesserung von Erziehung und Ausbildung und vor allem die vergrößerten Investitionen in Anlagevermögen. Krugman zieht daraus den Schluß (1994, S. 6):

These numbers should make it obvious that Singapore's growth has been based largely on one-time changes in behavior that cannot be repeated. Over the past generation the percentage of people employed has almost doubled; it cannot double again [...] And an investment share of 40 percent is amazingly high by any standard; a share of 70 percent would be ridiculous. So one can immediately conclude that Singapore is unlikely to achieve future growth rates comparable to those of the past.

Wenn die Wachstumsraten der Länder nicht durch wachsende Faktorproduktivität, sondern durch das Wachstum von Input-Faktoren zu erklären sind, kann daraus noch nicht eine plötzlich auftretende Währungskrise abgeleitet werden; aber es könnte verständlich machen, daß Investitionsentscheidungen auf der unrealistischen Extrapolation von Wachstumsraten beruhten, die langfristig nicht beizubehalten waren, aber das Risiko von Leistungsbilanzdefiziten und der Abhängigkeit von ausländischem Kapital gering erscheinen ließ (vgl. Corsetti, Pesenti und Roubini 1998a, S. 12). Auffällig bleibt trotzdem, daß hohe und sehr hohe Raten des Wirtschaftswachstums sich nur schlecht mit der These vertragen, die Leistungsbilanzdefizite der asiatischen Krisenländer seien langfristig nicht tragbar gewesen. Um die Wachstumsraten bei gleichzeitig hohen Leistungsbilanzdefiziten besser einschätzen zu können, erscheint es hier wiederum sinnvoll, die Art, Qualität und Nachhaltigkeit der Investitionen zu untersuchen, die das Wirtschaftswachstum antrieben.

Festzuhalten ist, daß die hohen Wachstumsraten der Krisenländer auch mit einer geringen Inflationsrate einher gingen (vgl. Tabelle7 und Diagramm10). In Südkorea fiel die Inflationsrate von 9,3% auf 5% im Jahr 1996; in Indonesien betrug sie nach einem Hoch von 12,6 % im Jahr 1994 am Ende des betrachteten Zeitraumes 6,6%. In Thailand und Malaysia blieb die Inflationsrate auf niedrigem Niveau relativ konstant zwischen 4% und 5%. Corsetti, Pesenti und Roubini (1998a, S. 18) meinen allerdings, die Probleme des Bank- und Finanzsektors der Krisenländer und die mit einer Sanierung verbundenen Kosten hätten Zweifel an der Fähigkeit des Staates genährt, die Inflation in Zukunft niedrig zu halten.

3.3 Die Sparquote

3.3.1 Die private Sparquote

Die makroökonomischen Daten der asiatischen Krisenländer zeigen, daß sich die Länder durch sehr hohe Sparquoten auszeichnen (vgl. Tabelle3 und Diagramm3); sie betragen im betrachteten Zeitraum zwischen 1990 und 1996 in Südkorea fast durchgängig 35%, in Indonesien zwischen 1990 und 1992 über 30% mit leicht abnehmender Tendenz auf über 27% bis 1996. In Malaysia zeigen die Daten zwischen

1991 und 1996 einen Anstieg der Sparquote von 23% auf über 37%; Thailands Sparquote liegt relativ konstant bei 33-34%; lediglich die Philippinen weisen eine geringere Sparquote von durchschnittlich unter 20% auf. Bemerkenswert ist, daß die Sparquote Taiwans im betrachteten Zeitraum sogar um rund 4% sinkt (von 30,5% auf 25,9%), während die Quote Singapurs um rund 6% steigt; beide Länder gehören wohlgerne zu der Gruppe von Volkswirtschaften, die von der Währungskrise nur marginal getroffen wurden. Auf den ersten Blick deuten die Daten also darauf hin, daß die Leistungsbilanzdefizite der Krisenländer unter dem Aspekt der Sparquote relativ unbedenklich sind. Dieses Bild läßt sich jedoch durch die Differenz von Sparquote und Investitionsrate der betrachteten Länder modifizieren (siehe Tabelle5 und Diagramm5). Sowohl in Südkorea, Indonesien, Malaysia, den Philippinen als auch in Thailand überstieg demnach die Investitionsquote die Sparquote; dies belegt den außenfinanzierten, von Privatinvestoren angeregten Investitionsboom, der wesentlich zu den festgestellten Leistungsbilanzdefiziten beigetragen haben dürfte.

3.3.2 Die staatliche Sparquote: Haushaltsdefizite

Auch die Analyse der Daten zum Budgetgleichgewicht der öffentlichen Haushalte der betroffenen Länder läßt nicht den Schluß zu, daß in der betrachteten Periode ein nennenswertes staatliches Haushaltsdefizit aufgetreten ist (vgl. Tabelle6 und Diagramm14). So verfügt Südkorea über ein konstantes Fiskalgleichgewicht; Indonesien weist ab 1995 sogar einen leichten Haushaltsüberschuß auf (von 2,2% bzw. 1,2%), ebenso Malaysia (0,9% bzw. 0,7%) und Thailand (2,9% bzw. 2,3%). Demnach sind die Leistungsbilanzdefizite nicht als Resultat eines wachsenden Haushaltsdefizites zu verstehen, wurden also nicht durch eine exzessive Fiskalpolitik des Staates verursacht. Corsetti, Pesenti und Roubini (1998a, S. 18) erheben dagegen den Einwand, die Jahre vor Ausbruch der Krise hätten sich durch eine exzessive Kreditvergabe von Banken und "Finanzmittlern" ausgezeichnet. Die erwartete, aber noch ausstehende Restrukturierung des Finanzsystems bzw. die Unterstützung von Banken durch staatliche Eingriffe könnte demnach als erheblich zukünftige Belastung des Budgetgleichgewichts der betroffenen Länder verstanden werden, die durch die offiziellen Haushaltsdefizite nicht widerspiegelt wird. Diese versteckte Labilität der Fiskalpolitik hätte zur Erwartung noch höherer Leistungsbilanzdefizite durch zukünftige

Haushaltsdefizite geführt, die bereits bestehende Defizite als noch problematischer erscheinen ließ.

Dieser Einwand besitzt aber offensichtlich nur geringe Erklärungskraft; letztendlich bedeutet es, die Instabilität der nationalen Finanzsysteme mit versteckten Schwächen der makroökonomischen Fundamentaldaten zu verbinden. Selbst wenn man einen Zusammenhang herstellt, könnte die Reaktion der Kapitalmärkte weniger durch verschlechterte Fundamentaldaten als vielmehr durch die Instabilität der nationalen Finanzsysteme selbst motiviert worden sein. Radelet und Sachs (1998b, S. 12f.) weisen in diesem Zusammenhang darauf hin, daß die makroökonomischen Daten der Krisenländer im Zeitraum vor der Krise als solide bezeichnet werden müssen. Tatsächlich sind Haushaltsdefizite, die im Zentrum der Wirtschaftskrisen der lateinamerikanischen Länder in den 80er Jahren gestanden haben, in den asiatischen Krisenländern in nennenswertem Umfang nicht nachzuweisen, auch wenn möglicherweise versteckte finanzielle Schwächen außerhalb des Rahmens der offiziellen Haushalte anzutreffen sind. Da die Leistungsbilanzdefizite der Krisenländer nicht durch Haushaltsdefizite verursacht wurden, ist insbesondere das Verhalten des privaten Sektors (Kreditaufnahme durch Private) für die Erklärung und Interpretation der Leistungsdefizite zentral.

3.4 Die Investitionsraten

Wie schon die hohen Sparquoten andeuten, zeichnen sich die asiatischen Krisenländer im Zeitraum zwischen 1990 und 1996 durch sehr hohe Investitionsraten von 30% - 40% des BIP aus (vgl. Tabelle 5 und Diagramm 4). Malaysia und Thailand, die von der Währungskrise zuerst betroffenen Länder, weisen die höchsten Investitionsraten auf. Im Fall Malaysias steigt die Investitionsrate im betrachteten Zeitraum nahezu kontinuierlich von rund 31% auf über 41%; in Thailand liegt sie konstant bei 41%. Eine Ausnahme bilden wiederum die Philippinen mit einer geringeren Investitionsrate von leicht über 20%. Gewöhnlich müßte man hohe Investitionsraten als positiv einschätzen, zumal derart hohe Investitionen erwarten lassen, daß ein Land in absehbarer Zukunft durch steigende Exporterlöse in der Lage sein wird, sein Leistungsbilanzdefizit auszugleichen.

So werden von Radelet und Sachs (1998b) insbesondere die Investitionsraten der Krisenländer hervorgehoben, um zu belegen, daß vor allem die Schwäche der heimischen Finanzsysteme den größten Anteil am Ausbruch der Krise gehabt hätte. Radelet und Sachs (1998a, S. 19) gehen Auch auf die These ein, es sei die auf hohen Investitionen beruhende Wachstumsstrategie der asiatischen Länder selbst gewesen, die den Zusammenbruch der Finanzsysteme und die Währungskrise auslöste. Als Probleme der makroökonomischen Entwicklung nennen sie hier Kapitalzuflüsse und die reale Aufwertung der Währungen, nicht jedoch Leistungsbilanzdefizite. Die außenorientierte Industrialisierungsstrategie der Länder mit hohen privaten und staatlichen Sparquoten, niedriger Inflationsrate, konvertiblen Währungen und einer eingeschränkten heimischen Kreditvergabe [!] habe einen großen Anteil am schnellen Wachstum der asiatischen Krisenländer; die verstärkte Kreditaufnahme im Ausland habe hauptsächlich zur Ausweitung von Investitionen gedient, und nur in geringem Maße dem Konsum (Radelet und Sachs 1998a, S. 21). Auslöser und Ursache der Krise seien mithin nicht eine verfehlte makroökonomische Politik, sondern die Schwäche der nationalen Finanzsysteme. Gerade die Reform der Finanzsysteme mit einer verstärkten Öffnung zum internationalen Kapitalmarkt und einer "marktgerechten" Deregulierung habe die Anfälligkeit der Länder für eine Finanz- und Währungskrise begründet (Radelet und Sachs 1998a, S. 22):

At least in part, the East Asian financial crisis has its roots in attempts at financial reform in the early 1990s that were aimed at upgrading financial institutions but in fact left individual economies exposed to the instabilities of international financial markets [...]. Ironically, East Asia became vulnerable to external financial shocks in part because it attempted to reform its financial markets in a market-oriented manner.

Sie verweisen an dieser Stelle (1998a, S. 23f.) auf die hohen jährlichen Kapitalzuflüsse, die in Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen und Thailand zwischen 1990 und 1996 durchschnittlich über 6% des BIP betragen hätten; in Thailand läge der Durchschnitt sogar über 10%, in Malaysia über 9%, in Indonesien lediglich bei 4%.

Angesichts der sehr hohen Investitionsraten ist aber zu fragen, ob derartigen Statistiken zu trauen ist, insofern sie möglicherweise nicht die wirkliche Akkumulation an produktivem Kapital wiedergeben (vgl. Corsetti, Pesenti und Roubini 1998a, S. 13f.). Es läßt sich der Verdacht erheben, daß eine Vielzahl von Investmentprojekten

entweder eine versteckte Form von Konsum darstellte oder nur eingeschränkt rentabel war. Eine vorsichtige Bewertung der hohen Investitionsraten bietet sich insofern an, da für die Bewertung von Leistungsbilanzdefiziten letztlich nicht die Quantität, sondern die Qualität der getätigten Investitionen entscheidend ist; Investitionen ohne ausreichende Rentabilität können, wenn sie durch ausländisches Kapital finanziert sind, zwar Leistungsbilanzdefizite verstärken, jedoch nicht zu einem zukünftigen Ausgleich der Defizite durch gesteigerte Exporterlöse beitragen. Daher werde ich mich im folgenden auf die Rentabilität der in den Krisenländern getätigten Investitionen konzentrieren.

3.5 Die Rentabilität von Investitionen

Als Beispiel für die mangelnde Rentabilität getätigter Investitionen läßt sich Südkorea heranziehen. So lag 1997 kurz vor Ausbruch der Krise das durchschnittliche Verhältnis von Schulden zu Eigenkapital der dreißig größten Konzerne (Chaebols) bei 333%; die Rentabilität des eingesetzten Kapitals deckte zwischen 1992 und 1996 noch nicht einmal die Kapitalkosten, so daß im Falle Koreas tatsächlich von einer sehr geringen Kapitalrentabilität ausgegangen werden kann. Der Erlös des investierten Kapitals lag bei elf der dreißig größten Konzerne noch unterhalb der Zinszahlungen (vgl. Corsetti, Pesenti und Roubini 1998a, S. 15). Während in Korea unrentable Investitionen im Bereich der Produktion stattfanden, zeichneten sich andere Länder durch spekulative Investitionen in Grundstücke und Immobilien aus; einher gingen stark steigende Preise, vergrößerte Leerstandsrate von Immobilien und ein rapider Preisverfall nach Ausbruch der Krise. Bei Investitionen in die Produktion scheint mangelnde Rentabilität eng mit übermäßiger Expansion und dem Aufbau von Überkapazitäten verbunden. Frankel (1998, S. 3) erwähnt in diesem Zusammenhang einen Führungs- und Management-Stil, der sich in den asiatischen Ländern auf die Maximierung des Marktanteils statt auf Rentabilität oder Aktienkurse konzentrierte und damit Überkapazitäten nach sich zog, wie in den Bereichen Stahl und Elektronik.

Als wichtiger Maßstab für die Rentabilität des investierten Kapitals ist insbesondere die Entwicklung des marginalen Kapitalkoeffizienten ("incremental capital output ratio" = ICOR) zu betrachten. Dabei fällt auf, daß die Rate des ICOR zwischen 1993 und 1996 in den Krisenländern zunimmt (vgl. Tabelle13 und Diagramm12). Daraus kann geschlossen werden, daß die Rentabilität von Investitionen in den Jahren

vor Ausbruch der Krise fällt; verschlechtert sich die Qualität eines Investitionsprojektes, steigt der ICOR, da eine größere Investition nötig ist, um eine gegebene Zunahme des BIP zu erreichen. (vgl. Corsetti, Pesenti und Roubini 1998a, S. 14). Dem steht die Interpretation von Radelet und Sachs entgegen: Sie betonen, die Veränderung des marginalen Kapitalkoeffizienten sei an sich mit Vorsicht zu betrachten, da sie nicht notwendigerweise eine Differenz zwischen Investitionen und Veränderungen des Outputs wiedergebe (1998a, 40f.). In den asiatischen Krisenländern seien die Investitionsraten in den 90ern gestiegen, da verstärkte Kapitalzuflüsse die bereits sehr hohen Sparquoten ergänzten. Das Wirtschaftswachstum sei weiterhin lebhaft gewesen, jedoch nicht in demselben Maße wie die Investitionen gewachsen. Die Zunahme der Kapitalkoeffizienten in den Krisenländern könne daher entweder als Abnahme der Qualität der getätigten Investitionen gedeutet werden, d. h. als verringerte Erlöse auf investiertes Kapital, oder als Differenz zwischen den exzessiven Investitionen und dem Wirtschaftswachstum der Länder. Entscheidend ist hierbei, daß eine ähnliche Verschlechterung der Kapitalkoeffizienten (d. h. eine Zunahme) auch in Ländern zu verzeichnen ist, die keiner Finanz- und Währungskrise ausgesetzt waren, wie Chile; andererseits ist die Verschlechterung der Kapitalkoeffizienten in Ländern, die 1994 und 1995 ebenfalls Krisen durchliefen, wie die Türkei und Mexiko, wesentlich größer als die der asiatischen Krisenländer. Auch wenn man die Veränderung des marginalen Kapitalkoeffizienten und seine Aussagekraft als eher gering einschätzt, ist aber festzuhalten, daß vor dem Ausbruch der Krise in den Krisenländern in hohem Maße unrentable Investitionen stattfanden, vor allem in Bereichen der Wirtschaft, die nicht zum Ausgleich von Leistungsbilanzdefiziten beitragen konnten.

3.6 Die Finanzierung von Investitionen

Für die Bewertung der hohen Investitionsraten der asiatischen Krisenländer ist ein Blick auf die Finanzierung der Investitionen ausschlaggebend. Der in den asiatischen Krisenländern auffällige Investment-Boom, einhergehend mit großen Leistungsbilanzdefiziten, hängt offensichtlich eng mit dem Wachstum von Bankkrediten an private Investoren zusammen (siehe Tabelle14). Corsetti, Pesenti und Roubini (1998a, S. 25) zeigen, daß das Verhältnis der Kredite von Privatpersonen zum BIP in

allen Ländern der Region ansteigt (vgl. Tabelle15 und Diagramm 13); der Kreditboom umfaßt in den Philippinen eine Zunahme der Kredite um 151%, in Thailand um 58% und in Malaysia immer noch um 31%. In Korea und Indonesien ist er moderat, aber immer noch relativ groß. Die Daten zeigen, daß gerade die Philippinen, Thailand und Malaysia einen anhaltenden Boom von Kreditvergaben aufweisen, d. h. gerade die Länder, die von den spekulativen Angriffen auf ihre Währungen zuerst betroffen waren. Entscheidend ist dabei laut Corsetti, Pesenti und Roubini (1998a, S. 27) aber vor allem die Qualität der Kredite. Diese hätten vor allem zur Finanzierung von Investitionen mit fragwürdiger Rentabilität gedient, so daß es exzessive Investition in riskante Projekte gegeben habe. Die Kapitalflüsse, die zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite dienten, wurden vor allem von heimischen Banken vermittelt, die umgekehrt Finanzmittel von ausländischen Banken liehen und diese an heimische Firmen und Investoren weitergaben; gerieten die heimischen Anleger in finanzielle Schwierigkeiten, waren die inländischen Banken mit ausstehenden Forderungen und dubiosen Krediten konfrontiert und andererseits mit kurzfristigen Verbindlichkeiten in ausländischer Währung (vgl. Corsetti, Pesenti und Roubini 1998a, S. 28).

Das Problem mangelnder Rentabilität von Investitionen und die Bewertung von Leistungsbilanzdefiziten ist insofern eng mit einer exzessiven Kreditaufnahme verbunden. Wie auch Goldstein feststellt (1998, S. 4), wurde der Investitions-Boom der asiatischen Krisenländer zu großen Teilen durch ausländisches Kapital finanziert. Laut Goldstein sei der Wachstum von Krediten an den privaten Sektor aber vor allem in Immobilien- und Vermögensanlagen geflossen. Diese Kreditausweitung habe deutlich oberhalb des Wachstums des BIP gelegen und zu 25 – 40% Darlehen für Immobilienprojekte betroffen (vgl. Goldstein 1998, 8). Gerade die übermäßige Kreditvergabe und die Konzentration von Krediten in einem Sektor der Wirtschaft habe die Volkswirtschaften der asiatischen Länder einer plötzlichen Veränderung der Kreditbedingungen gegenüber angreifbar gemacht. Die einschneidende Veränderung sei dann vor allem durch die Notwendigkeit der Kontrolle von Überhitzungserscheinungen eingetreten und durch die Verringerung des Exportwachstums, einhergehend mit dem Versuch, die Wechselkurse durch hohe Zinsen gegen den Druck der Märkte zu verteidigen; dies brachte fallende Immobilienpreise und eine ansteigende Zahl von Dubiosa mit sich. Diese Probleme hätten zum einen spekulative Angriffe auf die Wechselkurse der Länder motiviert, zum

anderen die Handlungsmöglichkeiten der Regierungen eingeengt. Allerdings seien vor der Krise die betroffenen Ländern von Investoren als attraktive Schuldner angesehen worden; sie hätten sich in die Weltwirtschaft integriert, besaßen hohe Wachstumsraten und ebenso hohe Spar- und Investitionsquoten sowie ausgeglichene Haushalte. Gerade dies habe Investoren und Geldgebern möglicherweise das Vertrauen gegeben, daß im Falle von auftretenden Zahlungsschwierigkeiten oder Liquiditätsproblemen mit staatlicher Unterstützung in größerem Maße zu rechnen sei.

Aus der Diagnose, daß unrentable Investitionen in den Krisenländern in großen Maßen durch ausländisches Kapital finanziert wurden, ergibt sich jedenfalls eine besondere Problematik von Leistungsbilanzdefiziten: In diesem Fall nimmt die Verschuldung eines Landes ebenso zu wie sein Leistungsbilanzdefizit; dieses ist dann langfristig nicht tragbar, d. h. es bahnt sich ein auf lange Sicht ein Zustand der Zahlungsunfähigkeit an. Zugleich entsteht ein zusätzlicher Druck, feste Wechselkurse um jeden Preis beizubehalten: Da Investitionen zum Teil durch Kredite in ausländischer Währung finanziert werden, würde eine Abwertung der Landeswährung die Kreditkosten in die Höhe treiben und angesichts ohnehin nur geringfügig rentabler Investitionen zu massenhaften Konkursen führen.

3.7 Handelsbilanz und "Offenheit"

Die Handelsbilanz ist für die Untersuchung von Leistungsbilanzdefiziten von besonderem Interesse; im Falle des asiatischen Krisenländer könnten große Handelsbilanzdefizite nämlich darauf hinweisen, daß tatsächlich grundlegende strukturelle Probleme vorgelegen haben, die Leistungsbilanzdefizite langfristig nicht tragbar machten. Wie aus Tabelle10 und Diagramm7 ersichtlich, wiesen Südkorea und Malaysia im Zeitraum zwischen 1990 und 1996 geringfügige durchschnittliche Handelsbilanzdefizite von 1,8% bzw. 0,7% auf; dabei stieg das Handelsbilanzdefizit Südkoreas im Jahr vor der Krise rapide auf 4,4%, während Malaysia einen geringfügigen Überschuß besaß. Am auffälligsten sind die großen Handelsbilanzdefizite Thailands und der Phillipinen (von 6,1% bzw. 7%), während alle betrachteten Nicht-Krisenländer (China, Taiwan und Singapur) sich durch Handelsbilanzüberschüsse auszeichneten. Die Handelsbilanzdefizite Thailands könnten so gerade auf die

mangelnde Rentabilität der getätigten Investitionen hinweisen, wie sie oben festgestellt wurde; jedenfalls scheint es Thailand nicht gelungen zu sein, seine Exporte in dem Maße auszuweiten, wie zur Ausgleichung der Handelsbilanz nötig gewesen wäre. Dies kann insofern auf strukturelle Konkurrenzprobleme der thailändischen Wirtschaft hinweisen. Schwieriger ist die Interpretation der Daten der anderen Länder: So paßt der geringfügige Handelsbilanzüberschuß Indonesiens von durchschnittlich 0,7%, der die Leistungsbilanzdefizite des Landes eher als unproblematisch erscheinen läßt, nicht ganz zu der Tatsache, daß gerade Indonesien von der Krise und den Währungsabwertungen heftig betroffen war. Das Land mit den höchsten Handelsbilanzdefiziten, nämlich die Philippinen, war zwar ebenfalls von der Abwertung seiner Wechselkurse betroffen, zählt jedoch nicht zu den am stärksten betroffenen Ländern. Aussagekräftiger zur Bewertung der Handelsbilanzdefizite könnte hier das Kriterium sein, das Corsetti, Pesenti und Roubini anführen (1998a, S. 9f.), nämlich das Verhältnis zwischen der Handelsbilanz und den Handelsüberschüssen, die zur Stabilisierung des Verhältnisses von (Auslands-) Schulden zum BIP nötig sind ("resource balance gap"). Sie stellen in diesem Zusammenhang fest, daß diese Deckungslücke schon 1996 in den Krisenländer groß war; so mußte Thailand rechnerisch 6,9% des BIP an Handelsbilanzüberschüssen aufwenden, um das Verhältnis von Auslandsschulden zum BIP konstant zu halten.

Um die Bedeutung von externen Einflüssen und Handelsbilanzdefiziten für die Entstehung und Bewertung von Leistungsbilanzdefiziten abzuschätzen, ist ein Blick auf die Offenheit und Außenorientierung der betroffenen Volkswirtschaften notwendig. Als Maßstab für die Offenheit eines Landes kann z. B. das Verhältnis des Durchschnitts aus Exporten und Importen zum BIP dienen. Tabelle 9 zeigt, daß die meisten asiatischen Länder verhältnismäßig offen waren; der Grad an Offenheit beträgt so 26 – 27% in Indonesien und 30 – 34% in Südkorea (vgl. Corsetti, Pesenti und Roubini 1998a, S. 19); in Malaysia – dem "offensten" der betrachteten Länder - steigt der Grad von 75% im Jahr 1990 auf 97,4 % im Jahr 1995 und in den Philippinen von 30,4% auf 44,9 % im Jahr 1996 an. Auch Thailand weist ein leicht wachsendes Maß an Offenheit auf mit einem Anstieg von 37,9% auf 44,9% im Jahr 1995. Die Betrachtung der Offenheit könnte vor allem erklären, inwiefern die Veränderungen des Exportwachstums kurz vor Ausbruch der Krise die asiatische Krisenländer besonders getroffen und die wirtschaftlichen Aussichten getrübt hat (siehe unten).

Auch das Verhältnis von Exporten zum BIP (siehe Tabelle11 und Diagramm8) ist in den Krisenländern verhältnismäßig hoch; in Südkorea, Indonesien, den Philippinen liegt es zwischen 20 – 30% des BIP; nur Malaysia besitzt einen wesentlich höheren Verhältnis von nahezu 80%. Von diesen Daten aus erscheint das Leistungsbilanzdefizit der Krisenländer wiederum als tragbar.

3.8 Exportwachstum, Marktveränderungen, externe Einflüsse und reale Wechselkurse

Diese Sicht wird jedoch durch die Entwicklung des Exportwachstums eingeschränkt: In allen asiatischen Krisenländern ist im Jahr vor Ausbruch der Krise ein plötzlicher Rückgang des Exportwachstums festzustellen, wie Tabelle12 und Diagramm9 zeigen. So fiel das Wachstum des Exports in Südkorea von 30,3% im Jahr 1995 auf nur 3,7% im Jahr 1996, dem geringsten Wert im betrachteten Zeitraum. Dieselbe Entwicklung des Exportwachstums läßt sich für Malaysia und Thailand belegen, die beide ein scharf fallendes Exportwachstum aufweisen (von 26% auf 5,8% bzw. von 25% auf einen Rückgang der Exporte um 1,3%). Lediglich in Indonesien und auf den Philippinen erscheint die Abschwächung des Exportwachstum eher marginal (auf 9,7% und 16,7%). Bemerkenswert ist, daß auch China – als Nicht-Krisenland und Konkurrent der asiatischen Krisenländer – eine stark sinkendes Exportwachstums aufweist, nämlich von 22,9% im Jahr 1995 auf nur noch 1,6% im Jahr 1996. Dieser starke Rückgang könnte zur Erwartung einer sich stark verschlechternden ökonomischen Situation geführt haben und die Bewertung bestehender Leistungsbilanzdefizite durch die internationalen Finanzmärkte verschlechtert haben. Die Frage ist hier, wie es zu einem rapiden Rückgang des Exportwachstums kommen konnte.

Radelet und Sachs (1998a, S. 33) erwähnen einen weiteren externen Faktor, der die fallenden Exportzuwächse der asiatischen Krisenländer erklären könnte, nämlich die Rolle der USA als dem bedeutendsten Exportmarkt der von der Währungskrise betroffenen Länder. Die Gründung der NAFTA und die Zunahme mexikanischer Exporte im Zuge der Abwertung des Peso im Jahr 1994 könnte eine

starke neue Konkurrenz für die asiatischen Krisenländer bedeutet haben. Radelet und Sachs (1998a, S. 33) verweisen dabei auf die stark wachsenden Exporte Mexikos in die USA von 52 Mrd. \$ im Jahre 1993 auf 96 Mrd. \$ im Jahre 1996. Der Einfluß auf die Exporte der asiatischen Krisenländer sei jedoch nur als moderat einzustufen; so sei der Anteil der Exporte Chinas an den Gesamtexporten der Krisenländer, Chinas und Mexikos leicht gewachsen (von 25,8% auf 27,8%), während der Anteil Mexikos leicht gefallen sei (von 11,3% auf 10,9%). Zwar sei der Anteil von Indonesien und Korea an den Gesamtexporten gefallen, der Anteil Malaysias und der Philippinen jedoch gewachsen. Demnach könne von einem Verlust von Marktanteilen der Krisenländer an China und Mexiko nicht die Rede sein. Radelet und Sachs kommen daher zu dem Schluß (1998a, S. 35):

Each of the factors discussed above no doubt contributed to the export slowdown in 1996, which, in turn, probably raised concerns among creditors about the ability of Southeast Asian firms to repay their debts. But in the aggregate, the effect appears to have been modest. In contrast with the Latin American debt crises of the 1980s, it is difficult to attribute much weight to the contribution of international shocks to the East Asian financial crisis.

Laut Goldstein (1998, S. 15f.) könnte die Abschwächung des Exportwachstum auf zeitbezogene Faktoren zurückgeführt werden, wie das abnehmende Wachstum des Welthandels und die Entwicklung der Elektronik-Industrie. Herauszustellen ist dabei der hohe Anteil der asiatischen Länder am Weltelektronikhandel; er beträgt 57% der Exporte Singapurs, 49% der Malaysias, 40% der Exporte Philippinen und 17% der Thailands ausgemacht. Ein Großteil der Exporte der asiatischen Länder in die Vereinigten Staaten bestand aus Halbleitern, deren Preise vor Ausbruch der Krise stark fielen. Die These, der zunehmende Konkurrenzdruck aus China habe zu verschlechterten wirtschaftlichen Erwartungen in den Krisenländern geführt, weist Goldstein jedoch mit dem Hinweis zurück, China hätte dieselben Einbußen des Wachstums der Exporte aufzuweisen wie die übrigen asiatischen Länder. 1997 könnten die Leistungsbilanzdefizite jedenfalls durch die Überproduktion in Kernindustrien der Länder sowie intensive Export-Konkurrenz problematisch geworden sein und die Erwartung eines insgesamt verlangsamten Wachstums genährt haben. Goldstein meint daher (1998, S. 17) :

When you put it together – large current account deficits, deteriorating quality of investment, appreciating real exchange rates, a marked export slowdown in 1996, worries about China "eating the lunch" of the ASEAN-4 and concerns about overproduction, intense export competition, and potential protectionist pressures – it's not hard to see why external sector developments in the run up to the crisis constituted a second element of vulnerability.

Zur Erklärung des Rückgangs des Exportwachstums bietet sich vor allem ein Blick auf die Entwicklung der realen Wechselkurse der Krisenländer an. Möglicherweise hatten reale Aufwertungen der Währungen am Rückgang des Exportwachstums, der Vergrößerung von Leistungsdefiziten und ihrer Nicht-Tragbarkeit einen entscheidenden Anteil. Eine derartige Interpretation wird aber dadurch erschwert, daß das Maß der realen Währungsaufwertung in den asiatischen Ländern im Zeitraum zwischen 1990 und 1996 stark schwankt. Bei Betrachtung der entsprechenden Daten (siehe Tabelle8 und Diagramm11) fällt aber auf, daß alle von der Krise betroffenen Länder – wohlgemerkt mit Ausnahme Koreas – eine reale Aufwertung ihrer Währungen hinzunehmen hatten. Die Aufwertung verstärkte sich insbesondere im unmittelbaren Zeitraum vor der Krise, parallel zu einer starken Aufwertung des US-Dollar (zu erinnern ist hier an die Quasi-Bindung der Wechselkurse der Krisenländer an den US-Dollar). Länder mit flexibleren Wechselkursen, wie Korea und Taiwan, hatten in derselben Zeit eine reale Abwertung der Wechselkurse aufzuweisen, während Länder mit stabileren oder festen Wechselkursen wie Thailand, Malaysia und die Philippinen Aufwertungen zu verzeichnen hatten. Corsetti, Pesenti und Roubini (1998a, S. 21) ziehen daraus den Schluß, daß reale Aufwertungen mit der Verschlechterung der Leistungsbilanz verbunden waren. Gerade die Länder mit realen Währungsaufwertungen hatten eine wesentliche Verschlechterung ihrer Leistungsbilanz zu verzeichnen, während China und Taiwan – Länder mit einer realen Währungsabwertung – im Zeitraum zwischen 1990 und 1996 große Leistungsbilanzüberschüsse aufzeigten. Auch hier bildet Südkorea wiederum eine Ausnahme, da die Verschlechterung der Leistungsbilanz mit der realen Abwertung der Währung einher ging (ein Leistungsbilanzdefizit von 4,8% im Jahr 1996, siehe Tabelle2). Die mit einer Aufwertung der heimischen Währungen verbundene Verschlechterung der Konkurrenzfähigkeit durch eine Erhöhung der Exportpreise wurde durch weitere externe Einflüsse verstärkt (vgl. Corsetti, Pesenti und Roubini 1998a, S. 22f.). Zu nennen wäre die Stagnation der japanischen Wirtschaft, die das Wachstum der Exporte der asiatischen Krisenländer stark sinken ließ, das zunehmende Gewicht Chinas als Konkurrent für Exportgüter, möglicherweise verstärkt durch die Abwertung der chinesischen Währung im Jahr 1994, ein globales Überangebot an arbeitsintensiven Exportprodukten, auf denen das Wachstum der asiatischen Krisenländer beruhte, und Überkapazitäten in der Produktion, schließlich

die fallende Nachfrage nach Halbleitern, einem wichtigen Exportgut der betroffenen Länder.

Bei der Betrachtung der Aufwertung der realen Wechselkurse muß auch in Rechnung gestellt werden, daß es in den asiatischen Krisenländern zwar Aufwertungen der realen Wechselkurse gegeben hat, im Vergleich zu anderen Ländern erscheinen diese jedoch nicht als besonders groß. Die in den Krisenländern auffälligen Währungsaufwertungen in relativ kurzer Zeit werden zwar gewöhnlich mit Zahlungsbilanzproblemen in Verbindung gebracht; in diesem Fall ist jedoch auffällig, daß Mexikos Währung vor der "Peso"-Krise zwischen 1988 und 1993 um 40%, die Währungskurse Argentiniens, Brasiliens und Chinas ab 1990 aber um 45% aufgewertet wurden, ohne eine Krise dieses Ausmaßes nach sich zu ziehen (vgl. Radelet und Sachs 1998b, S. 15). Laut Radelet und Sachs hätte die Verringerung des Exportwachstums zudem nicht zur Erwartung einer sich ausweitenden Krise geführt, sondern sei von den Marktteilnehmern als kurzfristig und durch bestimmte Umstände hervorgerufen eingeschätzt worden. Die reale Aufwertung der Währungen der Krisenländer könne im Vergleich zu anderen Entwicklungsländern als relativ gering eingeschätzt werden; so hätten Brasilien und Argentinien wesentlich höhere reale Aufwertungen von mehr als 40% im gleichen Zeitraum aufzuweisen (vgl. Radelet und Sachs 1998a, S. 30). Damit begründen sie zugleich ihre These, Kapitalmarktinstabilitäten seien der Kernfaktor für den Ausbruch der Krise gewesen. Der Zusammenbruch des Exportwachstums, auf den Corsetti, Pesenti und Roubini in Zusammenhang mit den Leistungsbilanzdefiziten der Länder hinweisen, habe am Ausbruch der Krise allenfalls moderaten Anteil gehabt (Radelet und Sachs 1998a, S. 30f.).

Die zu beobachtenden realen Aufwertungen vor Ausbruch der Krise, die anhaltenden Leistungsbilanzdefizite der Krisenländer und die verschärfte Konkurrenz der Länder untereinander könnten aber erklären, wie es zu der Dynamik von Währungsabwertungen kam, die schließlich in eine Finanz- und Währungskrise mündete. Goldstein (1998, S. 19f.) erklärt die Dynamik der Abwertungen während der Währungskrise durch die Verschlechterung der Konkurrenzfähigkeit – man könnte von einer "Abwertungsspirale" durch hohen Konkurrenzdruck sprechen. Sobald ein Land nach dem anderen eine Abwertung seiner Währung hinnehmen muß, erfahren die konkurrierenden Länder der Region eine Verschlechterung ihrer Konkurrenzfähigkeit; in

Hinblick auf bestehende Leistungsbilanzdefizite verschlechtert sich somit zusätzlich die Fähigkeit eines Landes, diese weiterhin zu tragen, da die Verschlechterung der Konkurrenzsituation zukünftige Handelsbilanzüberschüsse unwahrscheinlich macht. Die Währungsabwertung konkurrierender Länder übt so einerseits erhöhten Druck auf die übrigen Länder aus, ihre Währungen ebenfalls abzuwerten, und macht sie andererseits aufgrund ihrer zusätzlich verschlechterten Situation anfälliger für spekulative Attacken auf ihre Währungen.

4. Resümee

Anhand der Analyse und Bewertung der makroökonomischen Fundamentaldaten ergibt sich insgesamt ein widersprüchliches Bild: So gehen bei den asiatischen Krisenländern anhaltende Leistungsbilanzdefizite mit hohen Wachstumsraten und niedriger Inflation, einer hohen Sparquote und Investitionsrate einher; die Krisenländer besitzen zwar zum Teil Handelsbilanzdefizite, mit Ausnahme Thailands jedoch nicht in großem Umfang. Ein Teil der Interpretationen der Asienkrise tendieren daher dazu, die Bedeutung makroökonomischer Daten eher gering einzuschätzen. Diese Sichtweise vertreten so z. B. Radelet und Sachs (1998b, S. 1), wenn sie die Panik der Finanzmärkte als zentrales Element der Krise ausmachen. Laut Radelet und Sachs seien die makroökonomischen Probleme trotz offensichtlicher Schwächen nicht ernst genug gewesen, um eine Finanzkrise dieses Ausmaßes zu rechtfertigen. Letztlich sei die Krise eine "crisis of success", da sie nicht durch eine Verschlechterung der wirtschaftlichen Aussichten, sondern durch übertriebene Kapitalzuflüsse ausgelöst wurde, die nicht aufrechterhalten werden konnten. Auch hätten die Bedingungen des Weltmarktes auf keine Krise hingewiesen; die Weltrealzinsrate sei bemerkenswert niedrig gewesen, so daß die Last der Begleichung von Auslandsschulden tragbar erscheinen mußte (vgl. Radelet und Sachs 1998b, S. 15),. Insofern könnten auch Leistungsbilanzdefizite kaum zur Erklärung der Krise herangezogen werden. Daraus schließen Radelet und Sachs (1998b, S. 17):

Second, traditional warning signs (current account deficits, overvalued exchange rates, export growth) gave some reason for concern, but the signals were muted and generally ignored. While East Asian currencies had appreciated in real terms in the 1990s, the real appreciation was considerably less than in most of Latin America. Current account deficits were very high in Thailand and Malaysia in 1996, but considerably lower in Indonesia and Korea. Malaysia's

current account deficit had declined markedly in 1996 compared with the preceding year. The biggest indicators of risk were financial, but were generally ignored.

Radelet und Sachs stellen heraus, daß die makroökonomischen Daten Indonesiens in besonders großem Widerspruch zum Ausmaß der indonesischen Finanz- und Währungskrise stünden (1998b, S. 21f.); das Leistungsbilanzdefizit von 3,5% sei das geringste der betroffenen Länder gewesen, der Exportwachstum sei trotz geringer Einbußen mit 10,4 % im Jahr 1996 recht groß gewesen, das Land habe Haushaltsüberschüsse von durchschnittlich 1% des BIP besessen; das Wachstum der Kreditvergabe sei moderater verlaufen als in den übrigen Krisenländern; und schließlich hätten die auswärtigen Verbindlichkeiten der Banken lediglich 5,6% des BIP und damit weit weniger als in anderen betroffenen Ländern betragen.

Dem müßte man in meinen Augen aber entgegenhalten, daß eine pauschale Betrachtung der Ursachen der Asienkrise möglicherweise weder möglich noch sinnvoll ist; so kann der Ausbruch der Krise in Thailand und ihre Ausweitung auf mehrere asiatische Länder (Malaysia, Indonesien, Südkorea) tatsächlich in jedem konkreten Fall andere Gründe besitzen. Insbesondere für die Deutung der Währungskrise in Thailand bietet sich eher eine Betonung der Leistungsbilanzdefizite und makroökonomischen Fundamentaldaten an als z. B. für die "Ansteckung" Indonesiens. Thailand nämlich besaß, wie die Analyse der Daten ergeben hat, zum einen anhaltend hohe Leistungsbilanzdefizite, zum anderen ein hohes Handelsbilanzdefizit und kurz vor Ausbruch Krise einen sehr starken Rückgang des Exportwachstums; in Thailand waren die Exporte sogar rückläufig. Insofern liegt im Falle Thailands die Betonung makroökonomischer Daten näher als z. B. für Indonesien oder auch Südkorea. Vor allem kann die Betrachtung der Leistungsbilanzdefizite der Krisenländer nicht ohne ein besonderes Augenmerk für die Finanzierung, die Art und die Rentabilität der Investitionen in den betroffenen Ländern auskommen; auch der Rückgang des Exportwachstums in allen asiatischen Krisenländern verdient eine besondere Berücksichtigung. Von daher können allzu positive Einschätzungen der ökonomischen Situation der Krisenländer vor Ausbruch der Währungskrise nicht ganz überzeugen. Den Vertretern von Erklärungsmodellen, die vor allem die Situation der Finanzsysteme betonen, ist aber insofern zuzustimmen, da eine Betrachtung der makroökonomischen Daten der Krisenländer nicht ohne Untersuchung der Schuldenakkumulation und

etwaiger Mängel der nationalen Finanzsysteme auskommen kann, will man die Ursachen der Krise im Gesamtzusammenhang verstehen.

5. Anhang: Tabellen und Diagramme

6. Literaturverzeichnis

- Baily, Martin und Eric Zitzewitz 1998: "Extending the East Asian Miracle: Microeconomic Evidence from Korea." In: *Brookings Papers on Economic Activity – Microeconomics*, 2, 1998, S. 249 – 321.
- Bello, Walden 1998: *The End of the Asian Miracle*. <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.
- Corsetti, Giancarlo, Pesenti, Paolo und Nouriel Roubini 1998a: *What caused the Asian financial crisis? Part I*. <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.
- Corsetti, Giancarlo, Pesenti, Paolo und Nouriel Roubini 1998b: *Fundamental determinants of the Asian crisis: a preliminary empirical assessment*. <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.
- Corsetti, Giancarlo, Pesenti, Paolo und Nouriel Roubini 1998c: *Paper tigers? A model of the Asian crisis*. <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.
- Dieter, Heribert 1999: *Die Asienkrise. Ursachen, Konsequenzen und die Rolle des Internationalen Währungsfonds*. Marburg: Metropolis-Verlag.
- Dornbusch, Rudi 1998: *Asian Crisis Themes*. <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.
- Fischer, Stanley 1998: *The Asian Crisis: A view from the IMF*. <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.
- Frankel, Jeffrey A. 1998: *The Asian model, the miracle, the crisis and the fund*. <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.
- Furman, Jason und Joseph E. Stiglitz 1998: "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia." In: *Brookings Papers on Economic Activity – Microeconomics*, 1, 1998, S. 1 – 135.
- Goldstein, Morris 1998: *The Asian Financial Crisis. Causes, Cures, and Systemic Implications*. Institute for International Economics, Washington D. C. (Policy analyses in international economics).
- Hesse, Helmut 1990: "Außenwirtschaftliches Gleichgewicht: Ursachen und Bewertung von Leistungsbilanzsalden." In: *Aus Politik und Zeitgeschichte*, Beilage zur Wochenzeitung 'Das Parlament', B18, S. 39 – 46.
- Internationaler Währungsfond (IWF) 1997: *Jahresbericht 1997*. Washington, D. C.
- Krugman, Paul 1994: *The Myth of Asia's Miracle. A cautionary fable*. <http://web.mit.edu/krugman/www>

- Krugman, Paul und M. Obstfeld 1997: *International Economics. Theory and Policy*. 4th edition. Reading: Addison-Wesley.
- Krugman, Paul 1998a: *What happened to Asia?* <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>
- Krugman, Paul 1998b: *Will Asia bounce back?* Speech for Credit Suisse First Boston, Hong Kong. <http://web.mit.edu/krugman/www>
- Krugman, Paul 1998c: *Currency Crisis*. Mimeo. <http://web.mit.edu/krugman/www>
- Krugman, Paul 1999: *Balance sheets, the transfer problem, and financial crisis*. <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.
- Mankiw, Gregory N. 1998: *Makroökonomik. Mit vielen Fallstudien*. Übers. Von Klaus Dieter John. 3., überarb. und erw. Aufl. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Radelet, Steven und Jeffrey Sachs 1998a: "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects." In: *Brookings Papers on Economic Activity – Macroeconomics*, 1, S. 1 – 90.
- Radelet, Steven. und Jeffrey Sachs 1998b: *The Onset of the East Asian Financial Crisis*. <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.
- Roubini, Nouriel und Paul Wachtel 1997: *Current Account Sustainability in Transition Economies*. <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.
- Shirazi, Javad K. 1998: *The East Asian Crisis: Origins, Policy Challenges and Prospects*. <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html>.