

## AUS KRISEN LERNEN: URSACHEN, GEWINNER, VERLIERER UND DIE ROLLE INTERNATIONALER FINANZINSTITUTIONEN

Martina Metzger

1. Vorbemerkungen
2. Ursachen
3. Verlierer
4. Gewinner
5. Schlussbemerkungen

### I. Vorbemerkungen

1.1. In jedem Panel wurde bislang sowohl seitens der Referenten als auch der Teilnehmer Bezug auf die Asienkrise genommen. Alle Referenten haben, obgleich sie sich auf die Auseinandersetzung mit Problemfeldern von Industrieländern, insbesondere der Bundesrepublik Deutschland und Europa, konzentrierten, ihre Argumentation mit empirischen Verweisen auf die mit der Asienkrise einhergehenden ökonomischen und sozialen Verwerfungen oder sogar auf die Erfahrungen einzelner asiatischer Länder gestützt. Ein solches Vorgehen verwischt jedoch die existierenden qualitativen Differenzen, die zwischen Entwicklungs- und Industrieländern bestehen, hinsichtlich einerseits der Tiefe bzw. Intensität von Anpassungsprozessen und andererseits der Souveränität der jeweiligen Ländern sowie ihrer Steuereinkapazität. Ist aber bereits die Analyse unscharf, so müssen die auf ihr basierenden Konsequenzen und Empfehlungen notwendigerweise ebenso unscharf sein.

1.2. Ein weiterer Aspekt, der sich durch die Diskussionen der Tagung wie ein roter Faden zieht, besteht in der Spekulation, zu der grob zwei Argumentationslinien präsentiert wurden, wobei die Einschätzungen über die negativen Auswirkungen von Finanzmarktspekulationen deutlich überwiegen. Einerseits wird die These vertreten, dass Devisenmarktspekulationen in Form der Arbitrage *auch* ein stabilisierendes Moment in einer Welt generell instabiler Wechselkurse beinhalte und darüber hinaus eine unterschiedliche Bewertung zwischen Spekulationsaktivitäten rein binnenwirtschaftlicher Natur, d.h. in heimischer Währung abgewickelte Transaktionen, und grenzüberschreitender Spekulationsaktivitäten, sprich Transaktionen, die einen Währungswechsel bedingen, zumindest fraglich sei. Andererseits wird postuliert, dass Spekulation eine, wenn nicht gar *die* wesentliche Ursache für Finanzmarktkrisen sei, in dem einzelwirtschaftliche Akteure immer stärker einem sogenannten Herdentierverhalten folgten: Je stärker das Portfolio internationaler Anleger auf unterschiedliche Länder differenziert ist, desto weniger verfolgen sie die konkrete wirtschaftliche Entwicklung der Länder, gegenüber denen sie Forderungen halten, sind deshalb schlecht informiert oder glauben es mindestens zu sein. Kündigt dann ein (relevanter) Anleger einen Rückzug seiner Forderungen an bzw. verweigert er ihre Verlängerung, so werten das andere Anleger als Signal für eine bevorstehende Zahlungsunfähigkeit des entsprechenden Landes und sichern sich trotz guter Entwicklung, sprich Wirtschaftsdaten ebenfalls gegen eine von ihnen *erwartete* Abwertung durch einen manchmal geradezu panikartigen anmutenden Ausstieg aus der entsprechenden Währung ab. Auf dem Devisenmarkt steigt sofort das Angebot

an heimischer und die Nachfrage nach Fremdwährung, wodurch das Land tatsächlich zahlungsunfähig wird. Self-fulfilling-prophecy der Spekulanten als international agierende Schnäppchenjäger, die nicht nur Spekulationsblasen kreieren, sondern sie auch zum Platzen bringen - allerdings mit den bekannten desaströsen Auswirkungen für das betroffene Land. Daraus wird gefolgert, dass erstens das Verhalten der Akteure auf den Finanzmärkten sich von sogenannten 'Fundamentals' gelöst habe bzw. ihre Handlungen immer stärker zu Irrationalität neige und dass zweitens die Finanzmärkte selbst nicht mehr ihrer ursprünglichen Funktion, Investitionen und Arbeitsplätze zu finanzieren, dienen. Dem muss entgegengehalten werden, dass Spekulation lediglich bereits *vorhandene* instabile Prozesse verstärkt, diese jedoch nicht verursacht. Darüber hinaus befördert die These vom Herdentierverhalten häufig den Irrglauben, dass, wenn alle Wirtschaftsakteure rational handelten, sich zwingend ein stabiler Wachstumsprozess ohne Finanzmarktkrisen einstellte. In diesem Beitrag möchte ich deshalb versuchen, dass selbst unter Bedingungen vollkommen rationalen Verhaltens der einzelwirtschaftlichen Akteure und unter Abwesenheit von Spekulation internationale Finanzmärkte inhärente Instabilitäten aufweisen. Insofern werden in diesem Beitrag Instabilitäten als ein Systemmerkmal interpretiert und Krisen sind somit weder das Resultat irrationaler einzelwirtschaftlicher Akteure noch einer bad governance. Umgekehrt deutet dies bereits Grenzen der Steuerbarkeit an: Rationalität und good governance gleichermaßen vermögen Finanzkrisen nicht zu verhindern.

## 2. Ursachen

2.1 Wenn von Finanzmarktkrisen die Rede ist, so sind damit im wesentlichen Währungskrisen gemeint, die zuweilen auch mit Banken Krisen einhergehen mögen, diese jedoch weder voraussetzen noch identisch mit ihnen sind. Während eine geschlossene Volkswirtschaft lediglich einen heimischen Vermögensmarkt, einen Gütermarkt sowie einen Arbeitsmarkt aufweist, bedingt eine gegenüber anderen Ökonomien offene Volkswirtschaft einen zusätzlichen Markt, in concreto den Devisenmarkt. Der Preis, der sich in Form des Wechselkurses auf diesem Markt bildet, bestimmt einerseits die Wettbewerbsfähigkeit der heimisch produzierten Güter und Dienstleistungen auf dem Binnen- und Weltmarkt und stellt andererseits einen Vermögenspreis dar, da er in heimischer Währung denominatedes Vermögen im Vergleich zu Fremdwährungsvermögen bewertet. Ab einer Abwertung des Wechselkurses von ca. 20 Prozent innerhalb eines Zeitraumes von einem Jahr wird in aller Regel von einer Währungskrise gesprochen, wobei diese quantitative Definition nur bedingt aussagefähig ist, da sie sowohl Länder - wie beispielsweise Euroland - einschließt, die selbst bei einer Abwertung in diesem Ausmaß noch keine Währungskrise aufweisen als auch Länder noch unberücksichtigt lässt, bei denen eine deutlich geringere Abwertung bereits eine Währungskrise auslöst. Dies deutet auf die Notwendigkeit einer qualitativen Fassung von Währungskrisen hin. Unter einer Währungskrise wird in diesem Beitrag die externe Zahlungsunfähigkeit der Ökonomie verstanden, die durch eine Abwertung des Wechselkurses - jedoch unabhängig von ihrem konkreten Ausmaß - hervorgerufen wird, weshalb auch von einer abwertungsinduzierten Zahlungsbilanzkrise gesprochen werden kann. Einer Abwertung des Wechselkurses geht voraus, dass die Fremdwährungsnachfrage auf dem Devisenmarkt das Fremdwährungsangebot übersteigt. Die heimische Zentralbank kann dann lediglich versuchen, die Fremdwährungsnachfrage durch einen Anstieg des heimischen Zinsniveaus zu reduzieren, da sie, abgesehen von ihren eigenen

Devisenbeständen und dem Ausbau der staatlichen Auslandsverschuldung, Fremdwährung zur Erhöhung des Devisenangebotes - in aller Regel US Dollar - nicht selbst generieren kann. Eine restriktive Geldpolitik vermag jedoch nicht immer die Überschussnachfrage nach Fremdwährung zu unterdrücken und die Abwertung mit dem Verfall des Wechselkurses zu verhindern. Wenn Spekulation und generell irrationales Verhalten der einzelwirtschaftlichen Akteure annahmegemäß ausgeschlossen wird, bleibt bislang offen, auf welche Ursache diese Fremdwährungsnachfrage und damit die Währungs Krise zurückzuführen ist.

2.2. Gemeinsames Merkmal aller von Währungskrisen betroffenen Entwicklungsländern besteht in einem Leistungsbilanzdefizit, das mit Nettokapitalimporten in Fremdwährung finanziert wurde und das zu einem kontinuierlichen Aufbau einer internationalen Nettoschuldnerposition führte. **[Zur Entwicklung der Leistungsbilanzdefizite für Indonesien, Südkorea und Thailand vgl. Graphik 1]** Dabei ist unerheblich, ob die heimischen, in Fremdwährung verschuldeten Akteure überwiegend dem staatlichen Sektor, einschließlich öffentlicher Unternehmen, - wie beispielsweise in Mexiko - zugeordnet werden können, oder ob diese - wie in Asien vor Ausbruch der Krise - vorwiegend im privaten Sektor zu finden sind. Zurückzuführen ist diese internationale Nettoschuldnerposition Mexikos und Asiens auf das zwischen ihnen und den USA existierenden positiven Zinssatzdifferentials. **[Vgl. hierzu exemplarisch Südkorea Graphik 2].** Allgemeiner formuliert besteht zwischen Entwicklungs- und Industrieländern ein inflationsbereinigtes positives Zinssatzdifferential, das die unterschiedlichen Qualitäten dieser Währungen widerspiegelt. Je geringer die Qualität der heimischen Währung ist, desto höher muss das heimische reale Zinsniveau sein, um diese geringe Qualität pekuniär zu kompensieren. Dieses Zinssatzdifferential induziert heimische Schuldner mit Zugang zum internationalen Kapitalmarkt, seien es Unternehmen und Geschäftsbanken oder der Staat, sich im Ausland zu verschulden, da bei gegebenem Wechselkurs die Investitions- bzw. Kapitalkosten geringer ausfallen, als bei einer Kreditaufnahme in heimischer Währung. Umgekehrt bildet die höhere Verzinsung für internationale Anleger einen Anreiz, diesen Ländern mindestens Fremdwährungskredite zur Verfügung zu stellen oder sogar durch Portfolioinvestitionen Wertpapiere, Aktien und andere Vermögenswerte in heimischer Währung zu halten. Beide Akteure, heimische Schuldner und internationale Anleger verhalten sich völlig rational und konform mit ihrer eigenen Budgetrestriktion.

2.3. Mit dem Aufbau von Fremdwährungsverbindlichkeiten ist jedoch nicht nur der Anspruch auf Tilgung dieser Auslandsschuld nach Ablauf der vereinbarten Frist, sondern gleichzeitig der Anspruch auf Zinszahlung verbunden. Dies erscheint zunächst als eine kaum erwähnenswerte Banalität, aber dies ist gleichbedeutend damit, dass jedes Fremdwährungsangebot seitens internationaler Anleger eine Fremdwährungsnachfrage der heimischen, in Fremdwährung verschuldeten Akteure kreiert, die größer ist als das ursprüngliche Angebot. Oder anders ausgedrückt: Jeder Kredit in US Dollar an Akteure eines Entwicklungslandes, verursacht während seiner Laufzeit seitens dieser Akteure eine Nachfrage nach US Dollar, die höher ist als der ursprüngliche Kredit. Wenn das Land nicht anderweitig und das heißt über einen positiven Nettoexport seiner Güter und Dienstleistungen diese für die Rückzahlung des Kredites notwendigen Devisen erwirtschaften kann, ist die Währungs Krise vorprogrammiert.

2.4. Ein solcher Prozess kann so lange andauern wie die heimischen Schuldner, die Fremdwährungsverbindlichkeiten halten, diese Verbindlichkeiten fristgerecht bedienen können *und* so lange internationale Gläubiger bereit sind, weiterhin Forderungen gegenüber diesen Ländern zu halten. **[Zur Entwicklung der Fremdwährungsverschuldung für Indonesien, Südkorea und Thailand für den Zeitraum seit 1980 vgl. Graphik 3]** Je mehr Auslandsverschuldung die Ökonomie jedoch akkumuliert, desto mehr sinkt das Vertrauen internationaler Anleger in die Rückzahlungsfähigkeit des Landes und damit in die Stabilität seiner Währung. Darauf reagieren internationale Kreditgeber, in dem sie die Fristigkeiten ihrer Forderungen entsprechend verringern, um im Falle einer bevorstehenden Abwertung relativ schnell und flexibel reagieren zu können, während Portfolioanleger einen Verkauf der von ihnen gehaltenen Aktien und Wertpapiere in Erwägung ziehen oder auch bereits durchführen, um sich durch den vorzeitigen Wechsel in eine Hartwährung den Konsequenzen einer Abwertung weitestgehend zu entziehen. Eine Zentralbank kann versuchen diesen 'Vertrauensverlust, oder etwas genauer formuliert, die Abwertungserwartung durch eine Zinssatzerhöhung zu konterkarieren. Eine restriktive Geldpolitik ist jedoch ein 'zweischneidiges', zuweilen sogar ein stumpfes Schwert. Höhere inländische Zinsen reduzieren zwar die inländische Nachfrage und wirken dämpfend auf das Wachstum und somit auch auf die aus ihm gespeisten Kreditnachfrage. Gleichzeitig aber erhöht eine Hochzinspolitik sowohl den Liquiditätsdruck auf in heimischer Währung verschuldete Unternehmen als auch den Anreiz für heimische Akteure, sich verstärkt im Ausland zu verschulden. Darüber hinaus ist ex ante nicht nur völlig ungewiss, in welchem *Ausmaß* der heimische Wachstumsprozess restringiert werden muss sondern auch *ob* bei gegebener Auslandsverschuldung der Akteure überhaupt ein Zinssatzniveau existiert, das ein Gleichgewicht auf dem Devisenmarkt herstellen kann, ohne dass dadurch ein Konkurs relevanter Anteile des Unternehmens- und Geschäftsbankensektors in Kauf genommen werden muss. Wenn es der Zentralbank nicht gelingt, den Anstieg der Fremdwährungsverschuldung zu begrenzen, steigen die Abwertungserwartungen und induzieren immer mehr internationale Anleger, ihr Fremdwährungsangebot beispielsweise durch die Verweigerung eines roll-over von auslaufenden Krediten drastisch zu verringern bis eine Abwertung schließlich unumgänglich wird.

### 3. Verlierer

Verlierer einer Währungskrise sind sowohl Gläubiger als auch Schuldner, die durch den Wechselkursverfall unfreiwillig Verluste realisieren. In der Gruppe der *unmittelbaren Verlierer* finden sich erstens alle heimischen Akteure (Unternehmen, Geschäftsbanken und Staat), die Fremdwährungsverbindlichkeiten aufweisen, zweitens alle (heimischen und internationalen) Anleger, die (noch) Vermögen in heimischer Währung halten, das durch die Abwertung relativ entwertet wurde und schließlich drittens internationale Geschäftsbanken, die ihre Fremdwährungsforderungen gegenüber dem abwertenden Währungsraum als uneinbringbar einstufen und auf diese verzichten müssen. Der Anpassungsdruck der Währungskrise lastet vor allem auf den in Fremdwährung verschuldeten Akteuren, da die Abwertung deren Real-schuld bezogen auf Einnahmen in der heimischen Währung erhöht, was sich in einem Abbau von Beschäftigten, um die laufenden Kosten zu reduzieren, einem vermehrten Verkauf von Aktiva jeglicher Art (Immobilien, Aktien etc.) bzw. Fusionen, um die Liquiditätsslage zu verbessern und - so weit dies nicht gelingt - dem Anstieg

von Konkursen widerspiegelt. *Mittelbare Verlierer* sind diejenigen Akteure, die von den Anpassungsprozessen der unmittelbaren Verlierer negativ tangiert werden. Dazu zählen vor allem die entlassenen Arbeitnehmer sowie Unternehmen und Geschäftsbanken, die zwar selbst keine Fremdwährungsverbindlichkeiten halten, aber aufgrund von Liquiditätsproblemen und Insolvenz ihrer in Fremdwährung verschuldeten Kunden bzw. Kreditnehmer, Forderungen abschreiben und im schlimmsten Falle ebenfalls Konkurs anmelden müssen. Konsequenz der auf dem Devisenmarkt ausgelösten Währungskrise sind somit Anpassungsprozesse auf dem heimischen Vermögens-, Güter- sowie Arbeitsmarkt, die sich aufgrund der Vernichtung von Vermögenswerten und Produktionskapazitäten insbesondere in einem Entwicklungsland ohne umfassende soziale Sicherungssysteme in einer weitreichenden Verarmung bzw. in einem Anstieg des informellen Sektors - die Schätzungen der UNCTAD belaufen sich auf etwa 20 Millionen Menschen, die sich als Folge der Asienkrise im informellen Sektor verdingen müssen - sowie der verminderten Steuerungsfähigkeit des Staates ausdrücken, der mit geringeren Steuereinnahmen und krisenbedingten Mehrausgaben konfrontiert ist.

#### 4. Gewinner

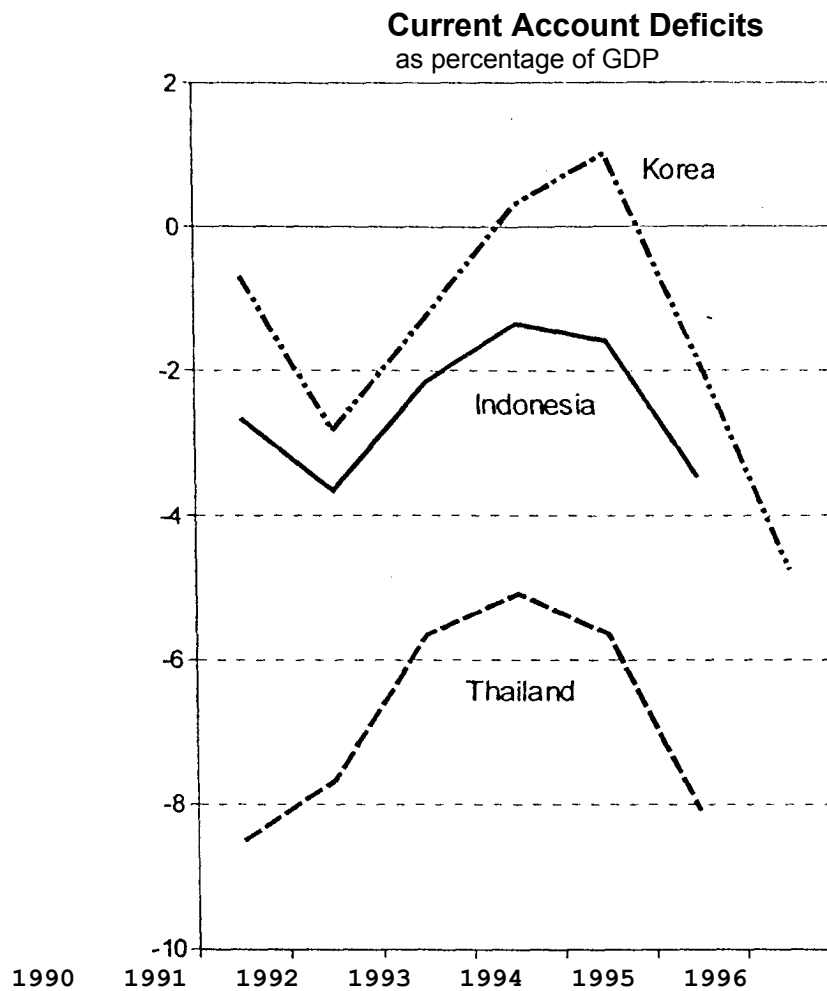
Gewinner einer Währungskrise sind demzufolge diejenigen, die durch die Abwertung keine Verluste realisieren. Dazu zählen einerseits internationale *und* heimische Vermögenseigentümer (z.B. private Haushalte, Pensionsfonds, Versicherungen), die noch vor der Abwertung einen Wechsel ihres in heimischer Währung denominierten Portfolios zugunsten dem Aufbau von Fremdwährungsverbindlichkeiten vorgenommen haben und andererseits international agierende Geschäftsbanken, die auslaufende Kredite vor dem Wechselkursverfall nicht verlängert haben. **[Zur Umschichtung der Kapitalströme zwischen 1996 und 1997, insbesondere im Bereich der Portfolioinvestitionen und der Geschäftsbankenkredite vgl. Tabelle 1]** Selbstverständlich gehören auch die gemeinhin als Spekulanten bezeichneten Akteure, die sich vor einer Abwertung in heimischer Währung verschulden, die Kreditsumme in Erwartung der Abwertung auf dem Devisenmarkt in Fremdwährung tauschen und diesen Kredit nach der Abwertung zurückzahlen ebenfalls zu den Gewinnern einer Währungskrise, da sich deren Realschuld bezogen auf ihre Einnahmen in Fremdwährung durch die Abwertung verringert hat.

#### 5. Schlussbemerkungen

Zusammenfassend kann somit festgehalten werden, dass eine Währungskrise auf den Prozess der Akkumulation von (privater oder staatlicher) Fremdwährungsverschuldung zurückgeführt werden kann, wobei die einzelwirtschaftlichen Akteure aufgrund des *positiven realen Zinssatzdifferentials*, das die unterschiedlichen Währungsqualitäten reflektiert, und *bei gegebenem Wechselkurs* durchaus einem rationalem Kalkül folgen. Der Aufbau einer Nettoschuldnerposition in Fremdwährung - und nicht in heimischer Währung wie von den USA vorexerziert - ist jedoch ein höchst instabiler Prozess, da er seitens der internationalen Anleger steigende Abwertungserwartungen generiert, die kurzfristig durch Zinssatzerhöhungen kompensiert, jedoch nicht dauerhaft neutralisiert werden können. Der Anlass, der einen (vollständigen) Rückzug der Anleger aus der heimischen Währung und somit die Währungskrise auslöst, ist nicht prognostizierbar und kann durchaus nicht ökonomi-

sehen Charakters wie beispielsweise eine sich zuspitzende innenpolitische Situation wie beispielsweise in Mexiko 1994 sein. Eine 'Abkoppelung' des monetären vom realen Sektor kann nicht konstatiert werden - ganz im Gegenteil. Gerade die durch eine Währungskrise hervorgerufenen Anpassungsprozesse auf dem heimischen Güter- und Arbeitsmarkt mit den teilweise desaströsen Auswirkungen für die betroffenen Unternehmen und Arbeitnehmer verdeutlichen die enge Verzahnung des monetären mit dem realen Sektor. Die Instabilitäten des Finanzsektors sind somit weder das Resultat irrationalen Verhaltens einzelwirtschaftlicher Akteure noch das Ergebnis von sogenannten Spekulationsblasen, sondern ein Systemmerkmal internationaler Geldwirtschaften, die sich durch unterschiedliche Qualitäten ihrer Währungen auszeichnen und diese sich in Zinssatzdifferenzen ausdrücken, an denen sich einzelwirtschaftliche Akteure orientieren. So lange unterschiedliche Währungen existieren, wird es - unabhängig von dem jeweils uni- oder multilateral vorherrschenden Wechselkursregime - zwischen diesen Währungen Differenzierungsprozesse geben, wobei kontinuierlich ansteigende Fremdwährungsverschuldung, sich ausweitende Leistungsbilanzdefizite oder auch überdurchschnittliche Inflationsraten die heimische Währung schwächen, diese Prozesse beschleunigen sowie die ökonomischen und sozialen Anpassungskosten erhöhen bzw. generell den Gestaltungsspielraum des Staates und der Zentralbank drastisch verringern. Insofern ist sowohl die Diskussion um ein Politikversagen als wesentliche oder sogar einzige Ursache von Währungskrisen als auch die häufig anzutreffende Gegenüberstellung von Krisenprävention versus Krisenmanagement irreführend, da Währungskrisen als allgemeines Phänomen *nicht* verhindert werden können. Einzig und allein eine Abschaffung der Währungen und damit des Devisenmarktes sowie der Wechselkurse impliziert die Verhinderung von Währungs- und Zahlungsbilanzkrisen, wofür die Einführung des Euro beispielhaft ist. Zwischen den am Euro-Währungsgebiet beteiligten Länder wird es nie wieder Währungskrisen - wie beispielsweise die EWS-Krise 92/93 - geben können, was nicht bedeutet, dass die anderen Märkte in Euro-land (heimischer Vermögens-, Güter- oder Arbeitsmarkt) nun automatisch ebenfalls 'krisenfrei' sind, sondern lediglich, dass die Krisen auf diesen Märkten nicht mehr von Portfolioumschichtungen und Wechselkursverschiebungen zwischen den Euro-Mitgliedsstaaten verursacht werden können. Mit der einzigen Ausnahme einer Weltwährung, müssen wir deshalb auch weiterhin mit Devisenmärkten sowie mit den von ihnen ausgehenden Krisen leben. Mit Krisen zu leben erfordert jedoch von den staatlichen und privaten Akteuren die Akzeptanz von uni- und multilateralen Regulierungen, die bereits im Vorfeld stabilisierend auf Wechselkurse bzw. die Devisenmärkte wirken wie beispielsweise Kapitalimportkontrollen und so das Ausmaß einer Krise begrenzen sowie im Krisenfall selbst einerseits die Bereitstellung ausreichender internationaler Liquidität, sprich Fremdwährung, und andererseits eine zügige Entschuldung insolventer Ökonomien. Eine Diskussion konkreter Maßnahmen würde den Rahmen meines Beitrages sprengen, die finanziellen und wirtschaftlichen Kosten dieser Maßnahmen sind jedoch auch für eine Ökonomie wie die Bundesrepublik Deutschland nicht nur auf die sogenannten 'Global Players' beschränkt - oder wie Keynes es formulierte: There is no free lunch.

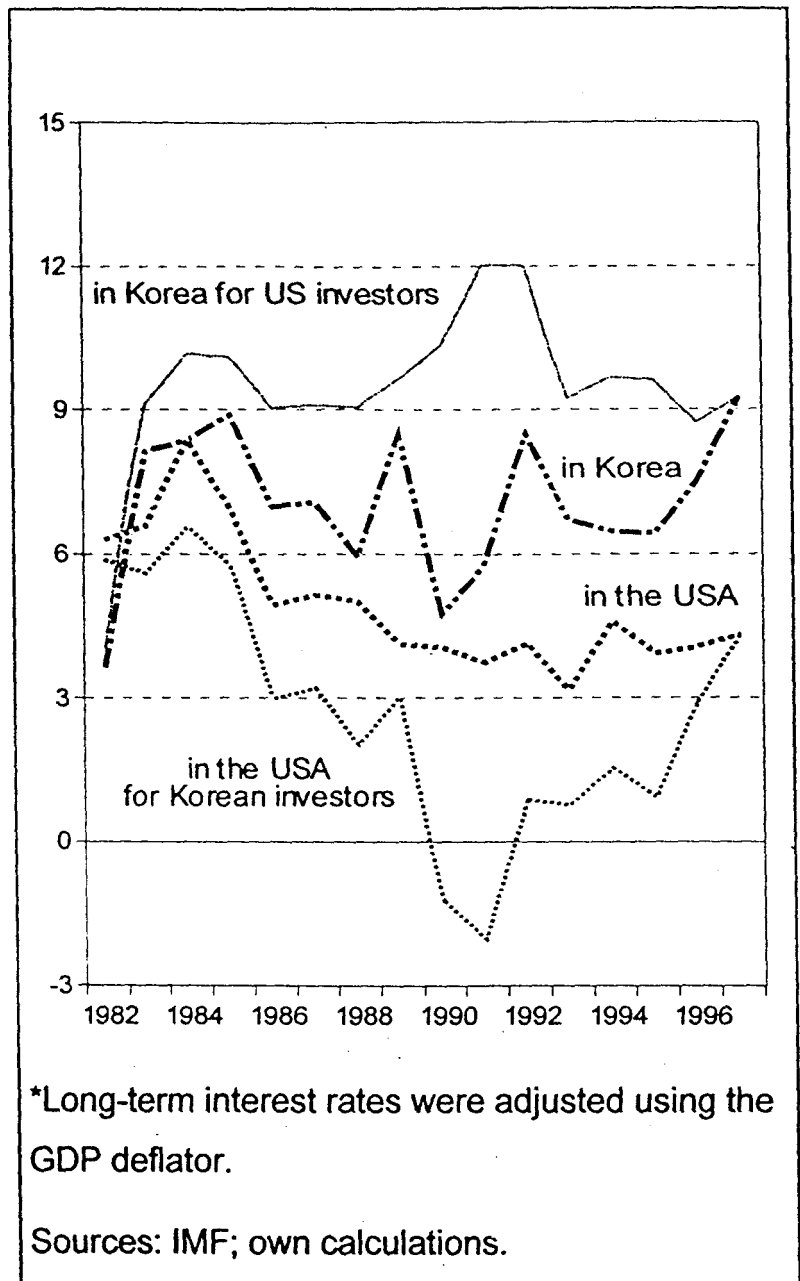
Grafik 1: Current Account Deficits as percentage of GDP



Sources: IMF; OECD; own calculations.

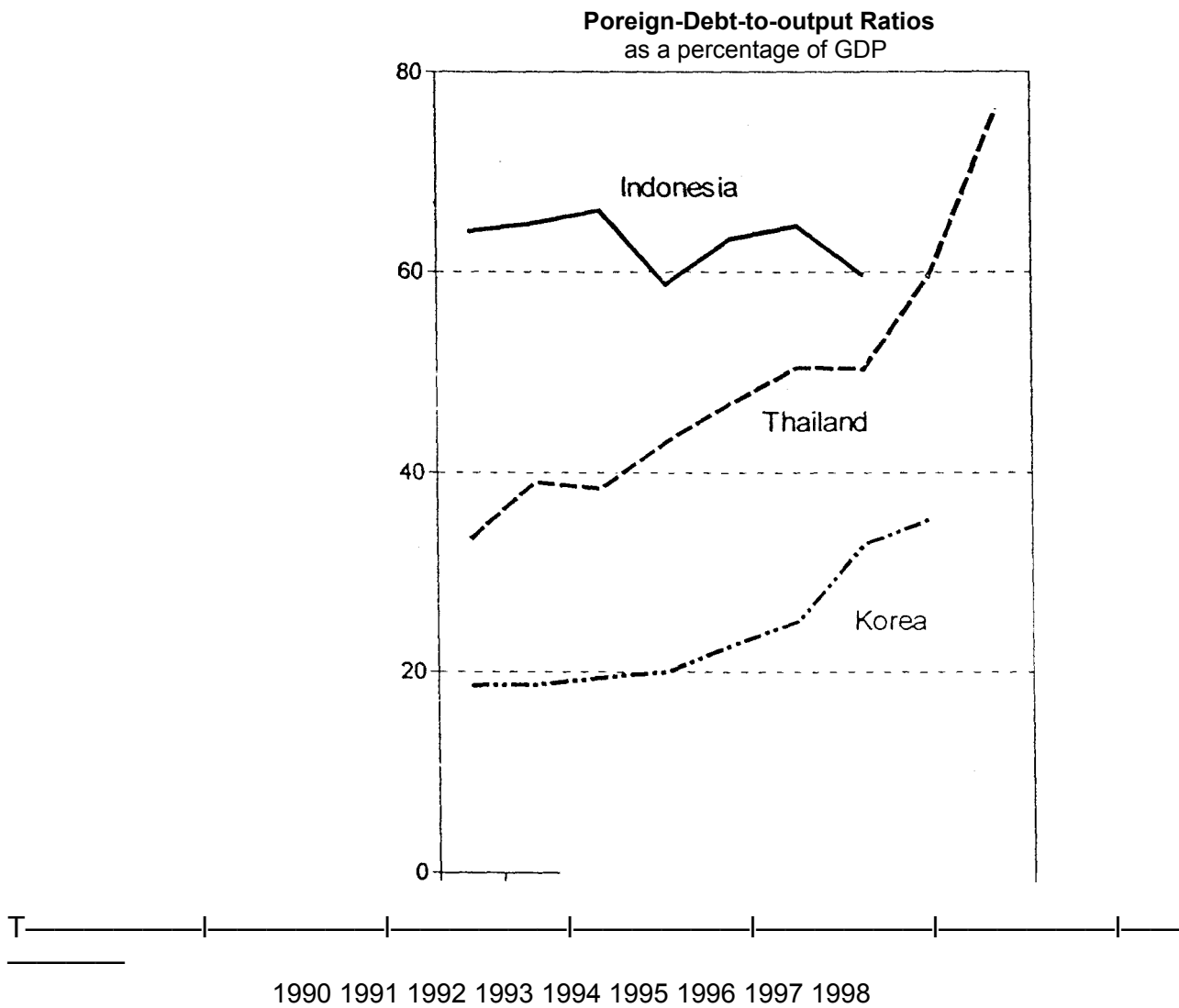
Grafik 2: Real Long-Term Interest Rates

## Real-Long-term Interest Rates





Grafik 3: Foreign-Debt-to-output Ratios as a percentage of GDP



Sources: The World Bank: Global Development

Finance; Bank of Thailand; IMF; OECD:

External Debt Statistics. Own  
calculations.

Tabelle 1: Five Asian Economies\*: External Financing  
(Billions of dollars)

	1994 1998f	1995	1996	1997e	
<b>Current account balance</b>	<b>-24.6</b>	<b>-41.3</b>	<b>-54.9</b>	<b>-26.0</b>	
<b>17.6</b>					
<b>External financing, net</b>	<b>47.4</b>	<b>80.9</b>	<b>92.8</b>	<b>15.2</b>	<b>15.2</b>
Private flows, net	40.5	77.4	93.0	-12.1	-9.4
Equity Investment					
Direct equity	12.2	15.5	19.1	-4.5	7.9
Portfolio equity	4.7	4.9	7.0	7.2	9.8
Private Creditors	7.6	10.6	12.1	-11.6	-1.9
Commercial banks					
Non-bank private creditors	28.2	61.8	74.0	-7.6	-17.3
<b>Official flows, net</b>	<b>24.0</b>	<b>49.5</b>	<b>55.5</b>	<b>-21.3</b>	<b>-14.1</b>
Int'l financial institutions	4.2	12.4	18.4	13.7	-3.2
Bilateral creditors	7.0	3.6	-0.2	27.2	24.6
	-0.4	-0.6	-1.0	23.0	18.5
	7.4	4.2	0.7	4.3	6.1
Resident lending/other, net**	-17.5	-25.9	-19.6	-11.9	-5.7
Reserves excl. gold (- = increase)	-5.4	-13.7	-18.3	22.7	-27.1

e = estimate, f = IIF forecast

\* South Korea, Indonesia, Malaysia, Thailand and the Philippines.

\*\* Including resident net lending, monetary gold, and errors and omissions.

Source: Institute of International Finance, Inc. "Capital Flows to Emerging

Market Economies."  
January 29, 1998

Quellenangaben für Graphiken und Tabellen:

Graphik 1: Current Account Deficits as percentage of GDP

aus: Hom, G./Schrooten, M. (1999), Twin Crisis in Asia: the Failure of Fixed Exchange Rate Regimes and Delayed Institutional Adjustment, in: DIW-Vierteljahresheft Nr. I, S. 14.

Graphik 2: Real Long-Term Interest Rates

aus: Hom, G./Schrooten, M. (1999), Twin Crisis in Asia: the Failure of Fixed Exchange Rate Regimes and Delayed Institutional Adjustment, in: DIW-Vierteljahresheft Nr. I, S. 15.

Graphik 3: Foreign-Debt-to-output Ratios as a percentage of GDP

aus: Hom, G./Schrooten, M. (1999), Twin Crisis in Asia: the Failure of Fixed Exchange Rate Regimes and Delayed Institutional Adjustment, in: DIW-Vierteljahresheft Nr. I, S. 19.

Tabelle I: Five Asian Economies: External Financing

aus: Radelet, S./Sachs, J. (1998), The Onset of the Asian Financial Crisis, hektographiertes Manuskript vom 30.03.1998.