

Diehl, Markus

Article — Digitized Version

Wechselkurspolitik, Abfolge von Reformschritten und die "Internationale Finanzarchitektur": Lehren aus der Asienkrise 1997/98

Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Diehl, Markus (1999) : Wechselkurspolitik, Abfolge von Reformschritten und die "Internationale Finanzarchitektur": Lehren aus der Asienkrise 1997/98, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 0340-1707, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 68, Iss. 1, pp. 57-67

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/141221>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Wechselkurspolitik, Abfolge von Reformschritten und die „Internationale Finanzarchitektur“: Lehren aus der Asienkrise 1997/98

Von Markus Diehl*

„Jede Wirtschaft beruht auf dem Kreditsystem, das heißt auf der irrtümlichen Annahme, der andere werde gepumptes Geld zurückzahlen. Tut er das nicht, so erfolgt eine sogenannte 'Stützungsaktion', bei der alle bis auf den Staat, gut verdienen. Solche Pleite erkennt man daran, daß die Bevölkerung aufgefordert wird, Vertrauen zu haben. Weiter hat sie ja dann auch meist nichts mehr“

*Peter Panter (alias Kurt Tucholsky),
Kurzer Abriß der Nationalökonomie, 1931.*

Zusammenfassung

Die Asien-Krise war das unmittelbare Resultat eines panikartigen Meinungsumschwungs internationaler Investoren und der daraus folgenden Kapitalabflüsse aus Ostasien; das Ausmaß der Krise wurde aber erst ermöglicht durch die hohe Verwundbarkeit der ostasiatischen Volkswirtschaften, die aus der Kombination von nominaler Wechselkursfixierung, selektiver Kapitalverkehrsliberalisierung und ineffektiver inländischer Finanzmarktaufsicht entstanden war. Im Mittelpunkt dieses Beitrags steht die Frage, welche wirtschaftspolitischen Empfehlungen für aufholende Entwicklungsländer aus der Asien-Krise gewonnen werden können. Außerdem wird die Frage erörtert, ob und wie die Asien-Krise durch ein rechtzeitiges Gegensteuern hätte verhindert werden können. Schließlich werden Elemente einer neuen „internationalen Finanzarchitektur“ diskutiert.

1. Unterschiede und Gemeinsamkeiten von Währungskrisen

Die anhaltend hohen Wachstumsraten der Pro-Kopf-Einkommen und die relativ stabile politische und wirtschaftliche Situation der ostasiatischen Entwicklungs- und Schwellenländer — im Gegensatz zu den krisengeschüttelten Ländern in Lateinamerika und Afrika — haben den Blick für mögliche Ursachen von Währungskrisen in dieser Region verstellt. Dabei hätte die Erinnerung an die frühen achtziger Jahre mit Schuldenkrisen (in Südkorea, Indonesien und den Philippinen), Bankenkrisen (in Thailand, Indonesien und Malaysia), und Währungskrisen (in Indonesien und Thailand) ausgereicht um zu erkennen, daß Ostasien nicht generell gegen Schocks immun ist. Während diese Krisen allerdings noch relativ schnell und ohne

größere Einkommenseinbußen verarbeitet werden konnten, scheint die derzeitige Wirtschaftskrise in Ostasien angesichts optimistisch stimmender Fundamentaldaten von einem neuen Typus zu sein. Gelegentlich wird deshalb die Ursache im kurzfristigen Gewinnstreben internationaler Investmentfonds gesehen, die eine Währungskrise vorsätzlich herbeigeführt hätten.¹ Solche „spekulativen Attacken“ haben zwar auch in Ostasien stattgefunden; angesichts des immensen Umfangs der Kapitalabflüsse aus Ostasien seit Mitte 1997 können diese Aktivitäten die Asien-Krise aber wohl nicht erklären. Plausibel erscheint

* Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Postfach 4309, D-24105 Kiel; e-mail: M.Diehl@ifw.uni-kiel.de

¹ Vgl. etwa Dieter (1998).

dagegen die folgende Erklärung:² Jede Währungskrise ist im Kern eine Vertrauenskrise, zu der es nur kommen kann, wenn eine Volkswirtschaft verwundbar geworden ist, also auf exogene Schocks nicht mehr sofort und angemessen reagieren kann. Unerwartete wirtschaftliche oder politische Ereignisse reichen dann aus, um einen plötzlichen Stimmungswechsel der internationalen Investoren und damit die Krise auszulösen.

Seit Ende der achtziger Jahre waren die Leistungsbilanzdefizite der von der Wirtschaftskrise betroffenen ostasiatischen Ländern deutlich gestiegen, was angesichts der hohen inländischen Investitionsquoten zwar keine Probleme hinsichtlich der Bedienung der Auslandsschulden erwarten ließ, aber dennoch die Verwundbarkeit der Volkswirtschaften deutlich erhöht hatte. Die Verwundbarkeit hatte aber in den neunziger Jahren auch aus anderen Gründen zugenommen. Vor allem die ungünstige Fristenstruktur der Außenverschuldung und die akkumulierten Kreditrisiken im inländischen Finanzsektor, der in Thailand und Südkorea zudem den größten Teil der externen Kapitalzuflüsse vermittelt hatte, stellten eine latente Gefahr für die makroökonomische Stabilität dar. Dabei hätten Erfahrungen aus früheren Krisen in anderen Ländern, insbesondere der Banken- und Währungskrise in Chile (Anfang der achtziger Jahre) und dem plötzlichen Ende des Immobilien- und Aktienbooms in Japan (Anfang der neunziger Jahre), den Handlungsbedarf in Ostasien schon früh aufzeigen können.

Vor Ausbruch der Asien-Krise zeigten sich sowohl Anzeichen für eine „klassische“ Währungskrise (reale Aufwertung, Exportschwäche) als auch für eine spekulative Überbewertung von Immobilien und Aktien, gefördert nicht zuletzt durch die hohen Kapitalzuflüsse seit Ende der achtziger Jahre. Auslöser für den plötzlichen Stimmungswechsel internationaler Investoren von unkritischem Enthusiasmus über die Wachstumsaussichten Ostasiens zu unreflektierter Panik waren dann aber das Scheitern der Sanierungspläne für insolvente Finanzinstitute in Thailand und die Probleme einiger großer Industrie-Konglomerate in Südkorea. Auch die hohe Außenverschuldung einiger ostasiatischer Staaten, deren wahres Ausmaß erst im Verlauf des Jahres 1997 bekannt wurde, trug zu der Verunsicherung bei. Schließlich sind auch strukturelle Ertragschwächen der inländischen Industrie und die starke Verflechtung zwischen politischer und ökonomischer Sphäre zu nennen, deren Bedeutung in den vergangenen Jahren durch günstige weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen und steigende Kapitalzuflüsse überdeckt worden war. Anhand einer umfangreichen Bilanzdatenbank der Weltbank läßt sich jetzt z. B. erkennen, daß die Rendite von Unternehmen in Südkorea relativ niedrig war und in den letzten Jahren sogar noch abgenommen hat.³ Verschärfend kam hinzu, daß der Umfang der inländischen Verschuldung des Unternehmenssektors in Ostasien in Relation zu dessen Eigenkapital deutlich größer war als etwa in Lateinamerika.⁴ Der Unternehmenssektor wurde daher von der Wirtschaftskrise nicht nur durch die abwertungs-

bedingte Zunahme des externen Schuldendienstes getroffen, sondern auch durch die Zunahme des internen Schuldendienstes, die aus der Zinserhöhung resultiert. Diese Doppelbelastung erklärt vermutlich, warum die asiatische Währungskrise deutlich stärkere Produktionsrückgänge und höhere Folgekosten für den inländischen Finanzsektor verursacht hat als etwa die Mexiko-Krise.

Bei der Suche nach Fehlern stößt man auf drei Bereiche, in denen die inländische Wirtschaftspolitik in Ostasien zum Entstehen der Verwundbarkeit beigetragen hat: die Fixierung des nominalen Wechselkurses, die rapide Ausweitung des Kreditvolumens bei ineffektiver Finanzsektoraufsicht und die selektive Öffnung des außenwirtschaftlichen Kapitalverkehrs, vor allem für Bankkredite. Für die Bewältigung zukünftiger Krisen ist darüber hinaus der institutionelle Rahmen der internationalen Finanzmärkte zu diskutieren.

2. Wechselkurspolitik im Aufholprozeß

Seit vielen Jahrzehnten wird über die Frage der optimalen Wechselkurspolitik diskutiert. Dabei herrscht vermutlich nur darüber weitgehend Konsens, daß es nicht „die“ optimale Lösung geben kann. Dies wird auch vom Internationalen Währungsfond (IWF) so gesehen,⁵ entgegen einiger Äußerungen, die dem IWF eine bewußte Beeinflussung der jetzt von der Krise betroffenen Länder unterstellen.⁶ Mittlerweile liegt eine Vielzahl von Kriterien vor, nach denen das für die spezifischen Bedürfnisse eines Landes am besten geeignete Konzept ermittelt werden kann. Im Kern geht es dabei um die beiden Kriterien „Anpassungsfähigkeit“ und „Glaubwürdigkeit“; ersteres zielt auf die Verarbeitung exogener Schocks, letzteres auf die Stabilisierung von Erwartungen.

Auf den ersten Blick erscheint eine Fixierung des nominalen Wechselkurses sowohl geeignet, exogene Schocks zu absorbieren als auch die Inflationsrate niedrig zu halten und die Kapitalzuflüsse zu verstetigen. Allerdings ergeben

² Vgl. dazu ausführlich Diehl/Schweickert (1998).

³ Claessens/Djankov/Lang (1998).

⁴ Armstrong/Garber/Spencer (1998).

⁵ So heißt es etwa im Jahresbericht 1995/96 des IWF (IMF, 1996, p. 124): „In deciding to provide support for currency stabilization funds, the Board noted that there was no intention to signal any preference on the part of the Fund for fixed exchange rates or exchange-rate-based stabilization, nor was it expected that there would be frequent recourse to currency stabilization funds.“ Konkrete Aussagen zur Wechselkurspolitik einzelner Länder in Ostasien finden sich in den Berichten über die „Artikel-IV-Konsultationen“, die seit Anfang der neunziger Jahre in den Jahresberichten des IWF veröffentlicht werden.

⁶ So heißt es etwa in der Wirtschaftswoche vom 1.10.1998 (S. 57) mit Bezug auf eine angebliche Äußerung von Jeffrey Sachs: „Über Jahre hat der IWF Entwicklungs- und Schwellenländer gedrängt, die Wechselkurse ihrer Währungen zu fixieren, um Vertrauen bei risikoscheuen Großanlegern zu schaffen.“

sich in einer offenen Volkswirtschaft häufig Zielkonflikte: erstens können nominale Schocks (Zinsänderungen und Änderungen der Inflationsrate) aus dem Ausland nicht mehr abgefedert werden, da die monetäre Autonomie durch die Kombination von festen Wechselkursen und freiem Kapitalverkehr aufgegeben worden ist; zweitens muß jeder Inflationsdruck aus dem Inland durch eine konsequente Geld- und Fiskalpolitik bekämpft werden, auch wenn dies kurzfristige Einkommenseinbußen verursacht, da sonst eine reale Aufwertung einsetzt, die die internationale Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Unternehmen gefährden würde; drittens wird die Volatilität und die Struktur internationaler Kapitalströme maßgeblich durch die Glaubwürdigkeit der Wechselkursfixierung beeinflusst, und im Extremfall können Abwertungserwartungen die Aufgabe der Wechselkursfixierung erzwingen („self-fulfilling prophecy“).

Durch flexible Wechselkurse — ob ausschließlich durch private Akteure marktbestimmt oder unregelmäßig von den Regierungsbehörden angepaßt („managed floating“) — kann zwar die Anpassungsfähigkeit erhöht und die Wahrscheinlichkeit destabilisierender Spekulationen minimiert werden, aber die Volatilität des realen Wechselkurses nimmt möglicherweise zu. Der reale Wechselkurs, also das Preisverhältnis zwischen handelbaren und nicht-handelbaren Gütern,⁷ ist eine zentrale Determinante im realwirtschaftlichen Entwicklungsprozeß. Er beeinflusst sowohl die sektorale Produktionsstruktur als auch die sektorale Nachfragestruktur und damit indirekt den Handelsbilanzsaldo. Ein angemessener und — abgesehen von exogenen Schocks — stabiler realer Wechselkurs ist wachstumsfördernd, da die Investitionsunsicherheit reduziert und die Zahlungsbilanz stabilisiert wird.⁸ Die Furcht vor durch monetäre Faktoren verursachten Schwankungen des realen Wechselkurses könnte der Grund dafür gewesen sein, daß die meisten ostasiatischen Entwicklungsländer eine Vorliebe für nominal fixierte Wechselkurse entwickelt haben. Die Präferenz für die Koppelung an den US-Dollar als Ankerwährung⁹ läßt sich aber angesichts der diversifizierten Handels- und Finanzbeziehungen der ostasiatischen Länder ökonomisch nur schwer begründen.

Im langfristigen Entwicklungsprozeß ist eine anhaltende und gleichmäßige reale Aufwertung für jede Volkswirtschaft zu erwarten, jedenfalls dann, wenn die Produktivität bei der Produktion handelbarer Güter schneller zunimmt als bei der Produktion nicht-handelbarer Güter (Balassa-Samuelsion-Hypothese); dies läßt sich zum Beispiel an der Entwicklung des realen Wechselkurses in den ostasiatischen Schwellenländern¹⁰ und in Japan (Schaubild 1) erkennen. Eine reale Aufwertung kann aber auch vorübergehend sein und später einen realen Abwertungsbedarf nach sich ziehen. Solche ungleichgewichtigen realen Aufwertungen bei fixen Wechselkursen sind das Ergebnis externer Schocks (z. B. vorübergehende Kapitalzuflüsse, die nicht in vollem Umfang für Leistungsbilanztransaktionen genutzt werden) oder interner Politikwechsel (z. B.

erhöhte staatliche Nachfrage nach Bauleistungen, Einführung neuer Außenhandelsbeschränkungen, expansive Geldpolitik oder übermäßiger Anstieg der Lohnkosten). Die Kosten einer überbewerteten Währung bestehen vor allem darin, daß sich der Anpassungsbedarf bei geringer Flexibilität der inländischen Preise über eine plötzliche Abwertung des nominalen Wechselkurses Bahn brechen kann. Falls im größeren Maße ausländische Kredite über den inländischen Finanzsektor vermittelt wurden, kann sich die Währungskrise leicht zu einer Krise des Finanzsektors entwickeln, unabhängig davon, ob die reale Abwertung durch eine monetäre Kontraktion zur Erzwingung der Preisanpassung oder eine Abwertung des nominalen Wechselkurses herbeigeführt wird. Umgekehrt kann auch eine Krise im inländischen Finanzsektor aufgrund der dadurch ausgelösten Umkehr der Kapitalzuflüsse einen realen Abwertungsbedarf erzeugen.¹¹

Die reale Aufwertung in den von der Asienkrise am stärksten betroffenen Ländern fiel — im Vergleich etwa zur mexikanischen Währungskrise 1994/95 — mit etwa 10 % im Verlauf der neunziger Jahre nur mäßig aus (Schaubild 1);¹² lediglich die Philippinen stellen eine Ausnahme dar mit einer realen Aufwertung von über 20 %. Allerdings ist zu beachten, daß ein stabiler realer Wechselkurs mit einem allzu starken Anstieg der Lohnstückkosten unvereinbar ist: der außenwirtschaftliche Verteilungsspielraum ist gegeben durch die Entwicklung der in inländischer Währung ausgedrückten Güterpreise der ausländischen Konkurrenten; steigen die inländischen Lohnstückkosten aufgrund überzogener Lohnerhöhungen stärker, geht dies zu Lasten der Unternehmensgewinne und beeinträchtigt damit die langfristigen Wachstumsaussichten. Wenn eine solche Fehlentwicklung nicht (wie z. B. Mitte der achtziger Jahre in Singapur) durch Lohnzurückhaltung korrigiert wird, entsteht aufgrund der sinkenden Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Industrie ein realer Abwertungsbedarf. Seit Ende der achtziger Jahre waren allerdings Lohn- und

⁷ Zum theoretischen Zusammenhang zwischen diesem Relativpreis, der im „Australischen Modell“ verwendet wird, und dem häufig ebenfalls als realer Wechselkurs bezeichneten realen Außenwert einer Währung vgl. Diehl/Schweickert (1997), Anhang 1. Anhand von Schaubild 1 wird deutlich, daß — außer in Südkorea — der Relativpreis im Trend dieselbe Entwicklung genommen hat wie der reale Außenwert.

⁸ Vgl. dazu die Fallstudien in Diehl/Schweickert (1997).

⁹ Die Aufwertung des US-Dollar (1995/96) gegenüber den Währungen anderer wichtiger Handelspartner hat daher maßgeblich zur realen Aufwertung der ostasiatischen Entwicklungs- und Schwellenländer beigetragen.

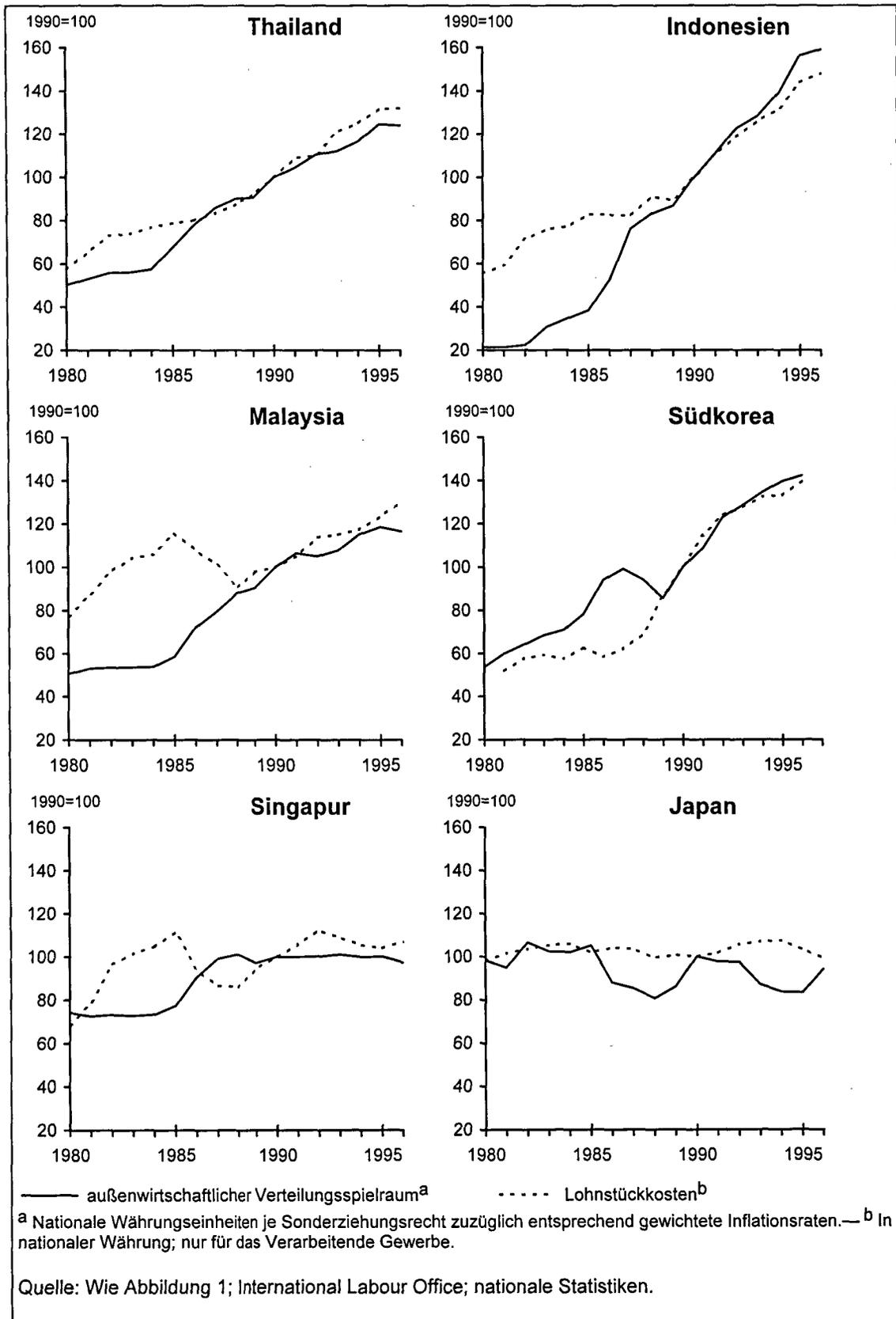
¹⁰ Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur; vgl. dazu Diehl (1996).

¹¹ Vgl. dazu Goldfajn/Valdés (1997).

¹² Möglicherweise muß diese Einschätzung korrigiert werden, wenn statt des realen Außenwerts ein Relativpreis für nicht-handelbare Güter betrachtet wird, in dem auch Immobilienpreise erfaßt sind.

Abbildung 2

Lohnstückkosten und außenwirtschaftlicher Verteilungsspielraum, 1980-1998



Wechselkurspolitik in den ostasiatischen Entwicklungsländern weitgehend konsistent (Schaubild 2).

Wenn also in den ostasiatischen Entwicklungsländern nicht von einer klaren Überbewertung die Rede sein kann, stellt sich die Frage, ob die Entscheidung für feste Wechselkurse das Korrelat einer Unterbewertungs-Strategie war.¹³ Eine unterbewertete Währung ist im Rahmen des „Australischen Modells“ definiert als ungleichgewichtig hoher Relativpreis für handelbare Güter; insofern wirkt eine dauerhafte Unterbewertung wie die Kombination von Importzoll und Exportsubvention („Exchange Rate Protection“¹⁴), verursacht also tendenziell Handelsbilanzüberschüsse. Statt auf ein empirisches Meßkonzept für den gleichgewichtigen realen Wechselkurs zurückzugreifen, läßt sich das Vorliegen einer Unterbewertung auch indirekt feststellen: mäßige Inflation bei Vollauslastung der Produktionskapazitäten, starkes Wachstum der Investitionen — insbesondere zum Aufbau von Kapazitäten zur Produktion handelbarer Güter — und der Exporte sowie anhaltende Zunahme der Währungsreserven sprechen für das Vorliegen einer Unterbewertungssituation; gemessen daran waren die Währungen von Thailand, Malaysia und Indonesien Anfang der neunziger Jahre möglicherweise unterbewertet. Allerdings ist eine solche Situation nicht problemlos durchzuhalten, da die Unterbewertung nicht durch den Anstieg der inländischen Inflationsrate oder des Leistungsbilanzdefizits zunichte gemacht werden soll: dies erfordert zum einen ein ausreichendes Instrumentarium zur Sterilisierung der Reservenzuflüsse oder den Einsatz von Kapitalverkehrskontrollen, zum anderen muß die inländische Geld- und Fiskalpolitik auf eine anhaltende Drosselung der Absorption ausgerichtet sein. Die ostasiatischen Entwicklungsländer¹⁵ versuchten zwar eine restriktive Geld- und Fiskalpolitik, konnten allerdings aufgrund der gleichzeitig erfolgten Liberalisierung des Kapitalverkehrs die anhaltenden Kapitalzuflüsse nicht vollständig sterilisieren und mußten daher einen Kreditboom im Inland und Leistungsbilanzdefizite zulassen: die Unterbewertungs-Strategie — soweit sie denn überhaupt verfolgt wurde — scheiterte. Die inhärente Grenze einer jeden Unterbewertungsstrategie dürfte aber im Maß der Bereitschaft der heimischen Bevölkerung liegen, den anhaltenden Konsumverzicht zu akzeptieren.

Wie hätten sich die ostasiatischen Staaten in den neunziger Jahren entwickelt, wenn sie gleichzeitig mit der Liberalisierung des Kapitalverkehrs die Wechselkursfixierung aufgegeben hätten? Zunächst erscheint es plausibel, daß der Übergang zu flexiblen Wechselkursen zu diesem Zeitpunkt noch ohne größere Probleme verlaufen wäre.¹⁶ Vermutlich hätte sich das dann offensichtliche Währungsrisiko auf zwei Weisen ausgewirkt: zum einen hätten ausländische Investoren eine Marge für mögliche Wechselkurschwankungen auf den Kreditzins aufgeschlagen, was die Kreditaufnahme im Ausland weniger attraktiv gemacht hätte als im tatsächlichen Verlauf; zum anderen wäre ein größeres Maß an monetärer Autonomie, und damit eine Dämpfung des inländischen Kreditbooms, ermöglicht wor-

den. In dem Maße, wie die Kapitalzuflüsse dennoch einen Angebotsüberschuß am Devisenmarkt bewirkt hätten, wäre es zwar zu einer nominalen Aufwertung und einer Dämpfung des Exportbooms gekommen; allerdings wäre die „automatische“ reale Aufwertung vermieden worden, die sich 1996 aufgrund der Aufwertung der Ankerwährung US-Dollar ergeben hat. Bei einer Umkehr der Kapitalzuflüsse bzw. einer Verringerung der Exporterlöse hätte dann eine nominale Abwertung eingesetzt, die jedoch mit Sicherheit mäßiger ausgefallen wäre als im Verlauf des Jahres 1997. Ob ein flexibler Wechselkurs schon ausgereicht hätte, die Kapitalzuflüsse auf ein dauerhaft vertretbares Niveau zu dämpfen, muß jedoch bezweifelt werden; auf andere Instrumente (Kapitalverkehrsbeschränkungen im weitesten Sinne) wird daher im nächsten Abschnitt eingegangen.

Hätte eine ostasiatische Währungsunion die Asien-Krise verhindern können? Der erhoffte Zugriff auf die enormen Währungsreserven Taiwans, Hongkongs und Singapurs läßt diesen Vorschlag zwar für die von der Asien-Krise direkt betroffenen Ländern im Nachhinein attraktiv erscheinen. Vermutlich hätte dies die Krise aber nicht verhindern können: zum einen ist kein Land in Ostasien von der Währungskrise verschont geblieben, so daß auch bei einem Poolen der Währungsreserven die alten Paritäten zum US-Dollar nicht hätten verteidigt werden können, zum anderen ist Ostasien aufgrund seiner wirtschaftlichen und politischen Heterogenität kein optimaler Währungsraum.¹⁷ Die fehlende Bereitschaft der Regierungen zur Aufgabe ihrer geldpolitischen Unabhängigkeit und zur Duldung freier Güter-, Kapital- und Arbeitskräftebewegungen innerhalb des Währungsraums läßt es daher für die nahe Zukunft¹⁸ nicht sinnvoll erscheinen, eine Währungsunion einzugehen; die Eröffnung gegenseitiger Kreditlinien zwischen den Zentralbanken ist dagegen auch ohne Währungsunion denkbar.¹⁹

¹³ Der Begriff „Unterbewertung“ weckt zwar Assoziationen an den Anfang des 20. Jahrhunderts geläufigen Begriff „Valuta-Dumping“ (vgl. etwa Dalberg (1921)), meint aber nicht wie dieser den ruinösen Abwertungswettlauf, sondern die — unter bestimmten Umständen sinnvoll erscheinende — Komponente einer Entwicklungsstrategie, mit der ausländische Investoren zur Unterstützung einer aufholenden Industrialisierung angezogen werden sollen; vgl. dazu Giersch (1977), S. 316 ff. und — mit anderer Begründung — Riese (1989).

¹⁴ Der Begriff geht zurück auf Max Corden (1981).

¹⁵ Für eine analoge Diskussion der ostasiatischen Schwellenländer in den achtziger Jahren vgl. Diehl (1996).

¹⁶ Im Gegensatz etwa zu Brasilien, das die starre Regelbindung (Koppelung an den US-Dollar mit einer stetigen Abwertung um ca. 7 % pro Jahr) zu einem ungünstigen Zeitpunkt (Januar 1999) aufgegeben hat.

¹⁷ Vgl. Eichengreen/Bayoumi (1996).

¹⁸ Norbert Walter (in der „Welt“ vom 12. Februar 1998) empfiehlt eine Währungsunion als langfristige Option.

¹⁹ Solche bilateralen Absprachen wurden bereits 1995 — nach der Mexiko-Krise — getroffen; vgl. Yam (1997). Auch die Vorschläge zur Errichtung einer „Asian Standby Facility“ (vgl. „Straits Times“ vom 9. Dezember 1997) und die „Miyazawa-Initiative“ (vgl. „Straits Times“ vom 16. Dezember 1998) zielen in diese Richtung.

Das Fazit dieses Abschnitts lautet: Aus der mäßigen realen Aufwertung in Ostasien und der mit dem Wechselkursziel weitgehend konsistenten Wirtschaftspolitik läßt sich noch nicht der Schluß ziehen, ein realer Abwertungsbedarf habe in Ostasien nicht vorgelegen. Ein realer Abwertungsbedarf kann nämlich auch durch eine panikartige Umkehr von Kapitalzuflüssen hervorgerufen werden, selbst wenn dem weder eine signifikante reale Aufwertung noch eine inkonsistente Lohnpolitik vorangegangen ist. Daraus folgt unmittelbar, daß bei einer Wechselkursfixierung auch die Kreditrisiken des inländischen Finanzsektors und andere Faktoren, die bei ausländischen Investoren für Mißtrauen sorgen könnten, zu begrenzen sind. Bilanzklarheit derjenigen Banken und Unternehmen, die ausländische Kredite aufgenommen haben, sowie Transparenz und Berechenbarkeit der inländischen Wirtschaftspolitik sind daher notwendige Voraussetzungen für den Erfolg einer Entwicklungsstrategie, die eine Integration in die Weltmärkte beinhaltet, insbesondere aber bei Wechselkursfixierung.

3. Abfolge von Reformschritten

Länder im Aufholprozeß sollten im Rahmen einer langfristigen Entwicklungsstrategie eine klare Vorstellung über die Abfolge von Reformschritten im Zeitablauf („Sequencing“) entwickeln. Während die Gestaltung der Stabilisierungspolitik und der Außenhandelsliberalisierung relativ unstrittig ist, herrscht bezüglich des optimalen Zeitpunkts („Timing“) für die Kapitalverkehrsliberalisierung noch Uneinigkeit.²⁰ Es erscheint allerdings plausibel, daß nationale wie internationale Kreditbeziehungen in früheren Phasen des wirtschaftlichen Entwicklungsprozesses durch zahlreiche Marktunvollkommenheiten geprägt sind. Daher sollten die Unzulänglichkeiten der institutionellen Infrastruktur vor der Liberalisierung der inländischen Finanzmärkte und des außenwirtschaftlichen Kapitalverkehrs behoben werden.

Zum einen sollte der Eindruck vermieden werden, die Regierung stehe für das Währungsrisiko gerade, solange die Währungsreserven der Zentralbank nicht ausreichen, eine solche Garantie — also den festen Wechselkurs — im Ernstfall auch einzulösen (Currency Board). Private Kreditverträge sollten daher auch bei Ländern mit einseitig fixierten Wechselkursen einen gewissen Risikoaufschlag für zukünftige Wechselkursänderungen enthalten oder durch Finanzinstrumente gegen das Währungsrisiko abgesichert werden. Gerade das Außerachtlassen des Währungsrisikos in Ostasien — gestützt auf eine ex ante vermutete Garantie der jeweiligen Regierung — hat nämlich die enorme Auslandsverschuldung in Form von Bankkrediten ermöglicht. Auch die ökonomisch irrationale Regulierung der Kapitalzuflüsse (Begrenzung ausländischer Direktinvestitionen; Förderung kurzfristiger Inter-Bankenkredite durch Einrichtung von Offshore-Finanzzentren, z. B. in Thailand) hat dazu maßgeblich beigetragen.

Zum anderen ist die Liberalisierung der inländischen Finanzmärkte durch eine strikte Anwendung²¹ von Standards für Risikobewertung und Vorsorge für Kreditausfälle vorzubereiten, wobei die Zulassung ausländischer Direktinvestitionen im Finanzsektor heilsamen Druck auf die tatsächliche Umsetzung ausüben kann.²² Selbst wenn dies erreicht ist, ist die Liberalisierung des außenwirtschaftlichen Kapitalverkehrs mit erheblichen Risiken behaftet; es sind daher die Voraussetzungen dafür zu schaffen, daß eine Umkehr der Kapitalzuflüsse ohne größere Störungen durch interne Anpassungsmaßnahmen abgefangen werden kann.²³ Dazu sind sowohl flexible Faktormärkte und offene Gütermärkte als auch ausreichende Reaktionsfähigkeit der Geld- und Fiskalpolitik erforderlich. Soweit diese Voraussetzungen nicht vorliegen, ist von einer frühzeitigen Liberalisierung des außenwirtschaftlichen Kapitalverkehrs abzusehen — angesichts der hohen nationalen Sparquoten in Ostasien war eine vollständige Öffnung für Kapitalimporte auch nicht zwingend erforderlich —, oder eine implizite Besteuerung kurzfristiger Verschuldungsformen beizubehalten. Letzteres ist zwar eine indirekte Beschränkung des freien Kapitalverkehrs, sollte aber nicht als Verzerrung des Marktmechanismus interpretiert werden, sondern als Kompensation externer Effekte, die sich aus der unterentwickelten Finanzmarktaufsicht und der Anfälligkeit gegenüber übersteigerten Entwicklungen der Aktien- und Immobilienpreise mit plötzlichen Kurskorrekturen („Asset Price Bubbles“) ergeben.

Asset Price Bubbles können zwar in allen Volkswirtschaften auftreten. Zu Beginn eines wirtschaftlichen Entwicklungsprozesses scheint jedoch die Anfälligkeit höher und die Bewältigung der Folgekrisen im Immobilien- und Finanzsektor schwerer zu sein als in entwickelten Industrieländern. Daher ist es wichtig, daß im Rahmen der Finanzmarktaufsicht bereits die Entstehung solcher spekulativer Blasen gedämpft wird, etwa durch Heraufsetzung der Anforderungen bei der Besicherung mit Aktien oder Immobilien und bei der Risikovorsorge im Kreditportfolio der Finanzinstitutionen.²⁴ Direkte Interventionen am Aktienmarkt, wie sie 1998 in Hongkong stattfanden, sind dagegen kritisch zu beurteilen, da sie leicht als Auffangnetz für Fehlspekulationen mißbraucht werden können; außerdem verfügen die wenigsten Zentralbanken über ausreichenden Finanzspielraum für solche Interventionen.

²⁰ Vgl. als Überblick Hanson (1995).

²¹ Die „Baseler Eigenkapital-Empfehlung“ waren in den meisten ostasiatischen Staaten bereits in nationales Recht umgesetzt; es muß allerdings bezweifelt werden, ob die tatsächliche Anwendung auch umfassend kontrolliert wurde.

²² Vgl. dazu die Fallstudien von Johnston/Darbar/Echeverria (1997).

²³ Bei diesem Argument ist zu beachten, daß es nicht nur um Standards für Banken geht, sondern auch um Standards für die übrigen Finanzinstitute und um eine adäquate Risikovorsorge im Unternehmenssektor.

²⁴ Vgl. die Vorschläge der Working Party on Financial Stability in Emerging Market Economies (G-10, 1997).

Empirische Untersuchungen haben gezeigt, daß sich Umfang und Zusammensetzung von Kapitalzuflüssen zumindest zeitweilig beeinflussen lassen. Maßnahmen zur Dämpfung von Kapitalzuflüssen waren in solchen Fällen wirksam, in denen sie bereits in Phasen ohne akute Probleme ergriffen wurden, wohingegen Maßnahmen zur Dämpfung von Kapitalabflüssen häufig erst in akuten Währungskrisen ergriffen wurden, und deshalb angesichts enormer kurzfristiger Renditeerwartungen in der Regel unwirksam waren.²⁵ Im Rahmen des Policy-Mix können Kapitalverkehrsbeschränkungen neben der Sterilisierung von Reservezuflüssen und Wechselkurspolitik eine wichtige Funktion erhalten; bei weitgehend liberalisiertem Kapitalverkehr können nämlich keine Offen-Markt-Maßnahmen zur Sterilisierung ergriffen werden, da dies das inländische Zinsniveau in die Höhe treiben und so weitere Kapitalzuflüsse induzieren würde. Als Instrument sollte allerdings keine quantitative Kapitalverkehrsbeschränkung gewählt werden, weil dies häufig zu unerwünschten Verzerrungen und Rent-Seeking führt, sondern kostenwirksame Maßnahmen, wie z. B. unverzinsliche Mindestreserven oder Auflagen für die Fristenstruktur und die Währungszusammensetzung der Banken-Portfolios.

Das Fazit dieses Abschnitts lautet: Entgegen der These einer „Impossible Trinity“²⁶ liegt auch im Falle Ostasiens eine prinzipielle Unvereinbarkeit von quasi-fixem nominalem Wechselkurs, autonomer Geldpolitik und freiem Kapitalverkehr vor. Daraus lassen sich drei alternative Strategien für das Sequencing der Kapitalverkehrsliberalisierung ableiten: entweder wird der außenwirtschaftliche Kapitalverkehr nur schrittweise liberalisiert, oder die nationale Geldpolitik endogenisiert (Currency Board), oder aber die Wechselkurs-Fixierung aufgehoben und durch ein managed floating mit weiten Bandbreiten ersetzt. Keine dieser Alternativen ist ohne Kosten im Falle einer Panikreaktion internationaler Anleger, wie die Erfahrungen der Philippinen (Kapitalverkehrsbeschränkungen), Hongkong (Currency Board) und Malaysia (Managed Floating) zeigen; die Entscheidung kann daher nur länderspezifisch ausfallen.

4. „Internationale Finanzarchitektur“

Seit Ausbruch der Asien-Krise wurden verschiedene Vorschläge zur Weiterentwicklung der internationalen Finanzmarktordnung gemacht.²⁷ Viele dieser Konzepte sind bereits als Reaktion auf die Schuldenkrise der frühen achtziger Jahre entwickelt worden; neu hinzugekommen ist die Frage, ob der IWF die Kompetenz zur Überwachung von Regeln für den Kapitalverkehr erhalten sollte. Derzeit sind die IWF-Mitgliedsstaaten nämlich nur an bestimmte Regeln bezüglich Wechselkurspolitik und Leistungsbilanz-Transaktionen gebunden, die der IWF regelmäßig kontrolliert, während die Regulierung von Kapitalbilanz-Transaktionen keinen Vorschriften unterliegt. Denkbar ist eine generelle Verpflichtung zur schrittweisen Kapitalverkehrsliberalisierung mit konkreten Bedingungen für die

Einführung temporärer Kapitalverkehrskontrollen.²⁸ Nach wie vor geht es aber vor allem um zwei Problemkreise, die eng miteinander verknüpft sind: die Überbrückung von Liquiditätsengpässen in fremden Währungen und die Abwicklung von Überschuldungssituationen ganzer Volkswirtschaften.

Die Funktion eines „Lender of Last Resort“ ist begrifflich auf die internationale Währungsordnung übertragbar und kann wegen der Verwendung unterschiedlicher Währungen in den internationalen Kreditbeziehungen auch nicht den jeweiligen nationalen Zentralbanken überlassen bleiben. Aufgabe einer solchen Institution wäre die Erhaltung der Funktionsfähigkeit der internationalen Währungsordnung, insbesondere in Situationen, in denen die globale Kreditversorgung als Folge von Panikreaktionen zu schrumpfen droht (Disintermediation). Analog zur klassischen Formulierung von Walter Bagehot müßte ein „International Lender of Last Resort“ über unbegrenzte Zahlungsmittel oder entsprechende Kreditlinien verfügen, um bei Auftreten von Liquiditätsengpässen — im internationalen Maßstab also bei drohender Erschöpfung der staatlichen Währungsreserven — sofort Abhilfe zu schaffen; weiterhin müßte er dafür Sicherheiten und einen überdurchschnittlichen Zinssatz verlangen, und schließlich dürfte er keine Liquiditätshilfen an „insolvente Volkswirtschaften“ vergeben. Auch wenn der IWF häufig als „Lender of Last Resort“ bezeichnet wird, so kann er diese Funktion derzeit gar nicht erfüllen: er verfügt nicht über unbegrenzte Liquidität, er verlangt keine Sicherheiten, obwohl er das Recht dazu hat,²⁹ und er unterscheidet nicht nach „solventen“ und „insolventen“ Staaten. Dem IWF wird vereinzelt vorgeworfen, offensichtlich insolvente Staaten mit seinen Krediten unterstützt zu haben; konsequenterweise wird dann seine Abschaffung gefordert.³⁰

Auch der Begriff „Insolvenz“ ist ohne weiteres auf Volkswirtschaften übertragbar, so daß den Bagehot-Kriterien im Prinzip genügt werden kann; in erster Näherung — d. h. ohne Rücksicht auf Operationalisierung — heißt Insolvenz, daß der Wert der externen Verschuldung den Barwert der

²⁵ Vgl. Reinhart/Smith (1998).

²⁶ Vgl. Fischer/Reisen (1993), pp. 67ff.

²⁷ Vgl. etwa die drei „Reports on the international financial architecture“ (G-22, 1998) und Calomiris (1998).

²⁸ Das Ob und Wie einer solchen Erweiterung des IWF-Abkommens ist allerdings noch umstritten; vgl. dazu Fischer et al. (1998), insbesondere die darin enthaltenen Beiträge von Richard Cooper und Dani Rodrik.

²⁹ Die Vereinbarung konkreter Reformvorhaben (Konditionalität) als Voraussetzung für die Auszahlung von IWF-Krediten erfüllte nur teilweise die Funktion einer Kreditsicherheit. Ein konkretes Beispiel für eine Sicherheit ist die Abtretung zukünftiger Deviseneinnahmen durch die Zentralbank; die Einräumung von Debt-for-Equity-Swaps wäre eine Möglichkeit für einen privatrechtlich organisierten „Lender of Last Resort“.

³⁰ Z. B. von Anna Schwartz (1998).

zukünftigen Überschußersparnisse (= Leistungsbilanzsalden) übersteigt.³¹ Allerdings folgt aus dieser Analogie nicht notwendig, daß im Insolvenzfall eine Übertragung aller Vermögenswerte an die Gläubiger stattfinden muß; das ist vielmehr eine Frage der Ausgestaltung des Insolvenzverfahrens.³² Die ökonomische Funktion eines Insolvenzverfahrens in der nationalen Rechtsordnung ist — neben der Sanierung und Teilentschuldung in bestimmten Fällen — die Verhinderung von Koordinationsversagen, also einer Situation, in der erst durch voreilige Vollstreckung einzelner Kreditgeber aus einer Liquiditätskrise eine Insolvenzkrise wird;³³ analog würde es bei einer drohenden Währungskrise darum gehen, panikartige Kapitalabflüsse zu verhindern, die zu einem Überschießen des Wechselkurses (mit der Folge einer allein daraus resultierenden Überschuldung) führen. Daher würde ein standardisiertes Verfahren zur sofortigen Zahlungseinstellung und eventueller kollektiver Teilentschuldung aller Kreditnehmer der betroffenen Volkswirtschaft,³⁴ das auf Antrag der Regierung des Schuldnerlandes eingeleitet werden kann, einen Fortschritt gegenüber der derzeitigen Praxis von ad-hoc eingerichteten Umschuldungsverhandlungen darstellen.³⁵ Dabei sind die Kosten, die sich aus dieser extremen Form der Kapitalverkehrskontrolle ergeben, abzuwägen gegen die Vorteile einer vermiedenen oder zumindest begrenzten Währungskrise. Bei der Umsetzung eines solchen Vorschlags für ein kollektives Insolvenzverfahren ist allerdings noch zu klären, wie die Ansprüche gegen einzelne private Schuldner zu behandeln ist, soweit das nationale Konkursrecht entsprechende Rechte ausländischer Gläubiger überhaupt vorsieht. Es spricht einiges dafür, daß die Regierung des betroffenen Staats zunächst im Verhältnis zu ausländischen Gläubigern in alle Rechte und Pflichten der einzelnen inländischen Schuldner eintritt, und die jeweiligen Insolvenzfälle erst später unter nationalem Recht abwickelt; bei einer Vielzahl relativ kleiner Kreditnehmer (wie z. B. im Falle Indonesiens) würden sich nämlich individuelle Verfahren über einen so langen Zeitraum erstrecken, daß der eigentliche Zweck — die Verhinderung der Entwicklung einer Liquiditätskrise in eine Solvenzkrise — verfehlt würde.

„Moral Hazard“ kann in einer Welt mit unvollständiger Information durch keine institutionelle Ausgestaltung völlig ausgeschlossen werden, weder auf Seiten der Kreditnehmer und der jeweiligen Regierung noch auf Seiten der Kreditgeber. In Erwartung einer Teilentschuldung im Rahmen des Insolvenzverfahrens besteht für Regierungen ein Anreiz, explizite oder implizite Garantien für das Kredit- bzw. Währungsrisiko privater Schuldner zu übernehmen, die in Schwierigkeiten geraten sind, anstatt schmerzhaft Reformen sofort einzuleiten; für Kreditnehmer besteht ein Anreiz, das gesamte Ausmaß ihrer externen Verschuldung zu verschleiern und eine riskante Finanzierungsstruktur zu wählen; und für ausländische Investoren besteht in Erwartung einer Absicherung im Krisenfall keine besondere Notwendigkeit, sich um die finanzielle Lage der Kreditnehmer zu kümmern. Es wäre jedoch fatal, wenn schon deshalb

jede institutionelle Neuerung abgelehnt wird; vielmehr ist bei der Ausgestaltung und Absicherung einer Reform der „internationalen Finanzarchitektur“ darauf zu achten, daß Anreize für eigene Aktivitäten der privaten Akteure gesetzt werden, durch die Moral Hazard minimiert wird. Solche Anreize können konkret dadurch gesetzt werden, daß eine Regierung bestimmte Standards der Risikovorsorge und der Transparenz gewährleisten muß um Liquiditätshilfe zu erhalten, bzw. ein nationales Konkursrecht errichtet haben muß, bevor sie einen Vergleichsantrag stellen kann. Für international tätige Investoren wird schon allein durch die Möglichkeit eines solchen Vergleichsantrags ein starker Anreiz bestehen, sich Informationen über die Solvenz nicht nur des einzelnen Schuldners, sondern der ganzen Volkswirtschaft zu beschaffen; kurzfristige Kapitalflüsse — soweit sie nicht unmittelbar der Außenhandelsfinanzierung dienen — würden auf diese Weise vermutlich gedämpft. Für einzelne Kreditnehmer könnte wiederum die Einhaltung inländischer Finanzierungsregeln bzw. die Unterwerfung unter das nationale Konkursrecht zur Voraussetzung gemacht werden, um in den Genuß eines Teils der Liquiditätshilfe bzw. der Teilnahme am kollektiven Insolvenzverfahren zu kommen. Neben dem internationalen Lender of Last Resort und dem kollektiven Insolvenzverfahren gibt es also eine dritte Funktion, die in der „internationalen Finanzarchitektur“ gewährleistet werden sollte: die Beschaffung und Verbreitung von Informationen über die nationalen Währungs- und Finanzordnungen sowie die Kontrolle der Standards und Verfahrensregeln.

Im Rahmen der Diskussion über die zukünftige Funktion des IWF wird gelegentlich vorgeschlagen, den IWF nicht zu einem internationalen Lender of Last Resort auszubauen,³⁶ sondern ihm statt dessen nur die Funktion eines internationalen Insolvenzgerichts zu übertragen; er würde dann dazu verpflichtet sein, unter bestimmten Voraussetzungen ein Schulden-Moratorium zu genehmigen, die Verhandlungen aller Kreditgeber zu organisieren und den Kreditnehmer bei der Beschaffung neuer Kredite aus privaten Quellen zu unterstützen.³⁷ Die Funktion eines internationalen Lenders of Last Resort könnte dagegen von einem

³¹ Claassen (1985), p. 227.

³² Debt-for-Equity-Swaps im Rahmen eines kollektiven Umschuldungsverfahrens sind ein Beispiel dafür.

³³ Sachs (1995).

³⁴ Analog zum deutschen Vergleichsverfahren für private Schuldner; Chapter 9 des Bankruptcy Code der USA ist ein Beispiel für die Anwendung auf öffentliche Schuldner.

³⁵ Zu den juristischen und ökonomischen Aspekten vgl. die Beiträge in Eichengreen/Portes (1995).

³⁶ Vgl. für einen entsprechenden Vorschlag Fischer (1998); Sebastian Edwards (in der „Financial Times“ vom 13. November 1998) schlägt dagegen vor, den IWF entsprechend der drei diskutierten Funktionen — Finanzmarktaufsicht, Lender of Last Resort und Umschuldungsverhandlung — in getrennte Institutionen zu zerlegen.

³⁷ Vgl. etwa Sachs (1995).

Konsortium aller Zentralbanken³⁸ übernommen werden; alternativ könnte eine obligatorische Versicherung³⁹ für internationale Kreditverträge eingerichtet werden. Die Versicherungslösung scheint politisch eher durchsetzbar, da das Einräumen — potentiell unbegrenzter — Kreditlinien an eine supranationale Institution in vielen Ländern auf Widerspruch stoßen dürfte.

Das Fazit dieses Abschnitts lautet: Im Zeitalter hoher Kapitalmobilität und immer komplexer werdenden internationalen Finanzbeziehungen kommt dem internationalen Lender of Last Resort eine wichtige Funktion zu. Ein internationales, kollektives Vergleichsverfahren stellt eine weitere unverzichtbare Komponente der „Neuen internationalen Finanzarchitektur“ dar. Schließlich besteht auch eine erhöhte Notwendigkeit für transparente und von einer zentralen Instanz zu kontrollierende nationale — aber nicht

unbedingt einheitliche — Standards sowie ex ante formulierte Verfahrensregeln, damit der internationale Kapitalverkehr nicht unter neuer Rechtsunsicherheit leidet. Diese drei Funktionen müssen nicht notwendig von einer supranationalen Behörde wahrgenommen werden; sowohl die bestehenden politischen Vorbehalte als auch ökonomische Effizienzkriterien sprechen dafür, einzelne Funktionen — im Rahmen eines international vereinbarten Regelwerks — privatwirtschaftlich zu organisieren.

³⁸ Dieser Vorschlag wurde bereits von Claassen (1985), p. 233 diskutiert.

³⁹ George Soros (1998, Ch. 8) schlägt z.B. die Einrichtung einer Internationalen Kreditversicherung bei der Weltbank vor; Nunnenkamp (1998, S. 20) empfiehlt dagegen einen Krisenfond aller privater Gläubiger.

Literaturverzeichnis

- Armstrong, Angus, Peter Garber, Michael Spencer* (1998): Asia's debt crisis — Causes, consequences and lessons. *Global Emerging Markets*, June 1998. DB Research. Frankfurt.
- Calomiris, Charles W.* (1998): Blueprints for a new global financial architecture. Columbia University Business School, New York, October 1998. URL: <http://www.aei.org/sp/spcalomiris.htm> [Stand Januar 1999].
- Claassen, Emil-Maria* (1985): The lender-of-last-resort function in the context of national and international financial crises. In: *Weltwirtschaftliches Archiv* 121, Heft 2, 217-237.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, Larry Lang* (1998): Corporate growth, financing, and risks in the decade before East Asia's financial crisis. *World Bank Working Paper*, No. 2017.
- Corden, W. Max* (1981): Exchange rate protection. In: Richard Cooper, Peter Kenen, Jorge Braga de Macedo (eds.), *The international monetary system under flexible exchange rates — Global, regional and national*. Cambridge (Mass.), 17-34.
- Dalberg, Rudolf* (1921): *Valuta-Dumping*. Berlin.
- Diehl, Markus* (1996): Wechselkurspolitik in ostasiatischen Schwellenländern. In: *Die Weltwirtschaft*, Heft 4, 445-467.
- Diehl, Markus, Rainer Schweickert* (1997): Wechselkurspolitik im Aufholprozeß — Erfahrungen lateinamerikanischer, europäischer und asiatischer Länder. *Kieler Studien*, Nr. 286. Tübingen.
- Diehl, Markus, Rainer Schweickert* (1998): Currency crises — Is Asia different? *Kieler Diskussionsbeiträge*, Nr. 309. Institut für Weltwirtschaft. Kiel.
- Dieter, Heribert* (1998): *Die Asienkrise — Ursachen, Konsequenzen und die Rolle des Internationalen Währungsfonds*. Marburg.
- Eichengreen, Barry, Tamim Bayoumi* (1996): Is Asia an optimum currency area? Can it become one? Regional, global and historical perspectives on Asian monetary relations. *CIDER Working Paper*, No. 96/081. University of California, Berkeley.
- Eichengreen, Barry, Richard Portes* (eds.) (1995): *Crisis? What crisis? Orderly workouts for sovereign debtors*. CEPR, London.
- Fischer, Bernhard, Helmut Reisen* (1993): *Liberalising capital flows in developing countries — Pitfalls, prerequisites and perspectives*. OECD, Paris.
- Fischer, Stanley* (1998): On the need for an international lender of last resort. Paper for delivery at the joint luncheon of the AEA and the AFA, New York, January 3, 1999. URL: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm> [Stand Januar 1999].
- Fischer, Stanley et al.* (1998): Should the IMF pursue capital-account convertibility? *Essays in International Finance*, No. 207. Princeton University, Princeton.
- Giersch, Herbert* (1977): *Konjunktur- und Wachstumspolitik in der offenen Wirtschaft — Allgemeine Wirtschaftspolitik*, Zweiter Band. Wiesbaden.
- Goldfajn, Ilan, Rodrigo O. Valdés* (1997): Capital flows and the twin crises — the role of liquidity. *IMF Working Paper 97/87*. IMF, Washington D.C.
- Group of 10 (G-10)* (1997): *Financial stability in emerging market economies — A strategy for the formulation, adoption and implementation of sound principles and practices to strengthen financial systems*. BIZ, Basel.

- Group of 22 (G-22)* (1998): Reports on the international financial architecture. BIZ, Basel.
- Hanson, James A.* (1995): Opening the capital account — Costs, benefits, and sequencing. In: Sebastian Edwards (ed.), *Capital controls, exchange rates, and monetary policy in the world economy*. New York, 383-429.
- International Monetary Fund (IMF)* (1996): Annual Report 1996. IMF, Washington D.C.
- Johnston, Barry, Salim M. Darbar, Claudia Echeverria* (1997): Sequencing capital account liberalization — Lessons from the experiences in Chile, Indonesia, Korea and Thailand. IMF Working Paper, No. 97/157. IMF, Washington D.C.
- Nunnenkamp, Peter* (1998): Wirtschaftliche Aufholprozesse und „Globalisierungskrisen“ in Entwicklungsländern — Implikationen für die nationale Wirtschaftspolitik und den globalen Ordnungsrahmen. Kieler Diskussionsbeiträge, No. 328. Kiel.
- Reinhart, Carmen M., R. Todd Smith* (1998): Too much of a good thing — The macroeconomic effects of taxing capital inflows. In: Reuben Glick (ed.), *Managing capital flows and exchange rates — Perspectives from the Pacific basin*. Cambridge, 436-464.
- Riese, Hajo* (1989): Schuldenkrise und ökonomische Theorie. In: Hajo Riese, Heinz-Peter Spahn (Hrsg.). *Internationale Geldwirtschaft*. Regensburg, 187-216.
- Sachs, Jeffrey* (1995): Do we need an international lender of last resort? Frank D. Graham lecture, Princeton University, March 1995. URL: <http://www.hiid.harvard.edu/pub/other/intllr.pdf> [Stand Januar 1999].
- Schwartz, Anna J.* (1998): Time to terminate the ESF and the IMF. Foreign Policy Briefs, No. 48. Cato Institute, Washington D.C.
- Soros, George* (1998): The crisis of global capitalism — Open society endangered. New York.
- Yam, Joseph* (1997): Asian monetary cooperation. Per Jacobsson Lecture, Hong Kong, September 21, 1997. URL: <http://www.info.gov.hk/hkma/pub/speeches/ce970921.html> [Stand Januar 1999].

Summary

Exchange Rate Policy, Sequencing of Reforms and the „International Financial Architecture“: Lessons from the Asian Currency Crisis 1997/98

The Asian currency crisis was triggered by the panicking of foreign investors, leading to huge swings in international capital flows to East Asia; the scope of the crisis, however, was determined by the large vulnerability of East Asian economies, caused by the combination of fixed exchange rates, selective capital account liberalisation, and ineffective prudential supervision of domestic financial markets. The focus of this paper is on lessons from the Asian crisis for developing countries attempting to catch up. Moreover, it is discussed whether and how a timely reaction of Asian governments could have prevented the crisis. Finally, elements of a new „international financial architecture“ are discussed.