

III. Erholung von der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Schwerpunkte

In den aufstrebenden Volkswirtschaften fielen die gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse 1999 erheblich positiver aus, als zu Beginn des Jahres befürchtet worden war, denn das Wachstum war kräftig und die Inflation in den meisten Ländern unter Kontrolle. Sowohl Brasilien als auch Rußland gelang es, die Inflation nach massiven Abwertungen in Grenzen zu halten. In Asien festigte sich die Erholung und hatte schließlich die meisten Länder der Region erfaßt, während sich die Deflationsgefahr in China und Hongkong verringerte. Diese günstigeren Ergebnisse wurden von einem wiedererstarkenden Vertrauen in die Finanzmärkte begleitet, das in einer erheblichen Verengung der Kreditzinsspannen und im Zustrom internationaler Gelder an die Aktien- und Anleihemärkte zum Ausdruck kam. Die dynamischen Aktienmärkte erleichterten die Veräußerung von Aktiva, die der staatliche Sektor während der Krise von den Banken erworben hatte; ihre Anfälligkeit gegenüber möglichen Kapitalabflüssen gab in einigen asiatischen Ländern jedoch auch Anlaß zur Besorgnis.

Die meisten Länder Lateinamerikas erholten sich im Laufe des vergangenen Jahres allmählich von der Rezession, da zum einen die Geldpolitik infolge des günstigeren äußeren Umfelds gelockert werden konnte und zum anderen Maßnahmen zur Begrenzung der Haushaltsdefizite zu größerer Stabilität beitrugen. Eine Welle ausländischer Direktinvestitionen und der freiere Außenhandel begünstigten die weitere Integration Lateinamerikas in die Weltwirtschaft. Die ölfördernden Länder der Region wie auch Rußland und der Nahe Osten profitierten von den kontinuierlich steigenden Ölpreisen. Hingegen bildeten hohe Leistungsbilanzdefizite in einer Zeit niedriger Inlandsnachfrage und günstiger weltweiter Nachfragebedingungen weiterhin eine Schwachstelle, vor allem angesichts der hohen Auslandsverschuldung mehrerer Länder. Dies galt ebenso für viele Länder Afrikas. Hier blieb im vergangenen Jahr das Leistungsbilanzdefizit insgesamt hoch, obwohl das durchschnittliche Wirtschaftswachstum zurückging.

Zwar sind mehrere Länder infolge mikroökonomisch ausgerichteter Reformen konkurrenzfähiger geworden, es besteht jedoch die Besorgnis, daß ihre Widerstandskraft gegenüber zukünftigen Finanz- oder Wirtschaftskrisen nach wie vor gering ist. Bei der Stärkung der Bankbilanzen wurden in mehreren asiatischen Ländern Fortschritte erzielt. Die Sanierung des Unternehmensbereichs scheint allerdings längere Zeit in Anspruch zu nehmen, wenngleich die Industrie in Korea durch offenere Märkte und ausländische Direktinvestitionen etwas Auftrieb erhalten hat. China und Indien sind ebenfalls dabei, ihre Finanz- und Wirtschaftssysteme zu reformieren. Beide kommen dabei jedoch nur langsam voran, und der Fortschritt hängt wesentlich davon ab, ob die Behörden die geplanten Maßnahmen auch umsetzen können.

Mit dem Übergang der aufstrebenden Volkswirtschaften zu flexibleren Wechselkursregimen wurden neue Wege zur Verankerung der Inflationserwartungen gesucht oder schon beschritten. Einige Volkswirtschaften wenden bei der Umsetzung ihrer Geldpolitik bereits Strategien mit Inflationsziel an, und mehrere asiatische Länder ziehen ähnliche Schritte in Betracht.

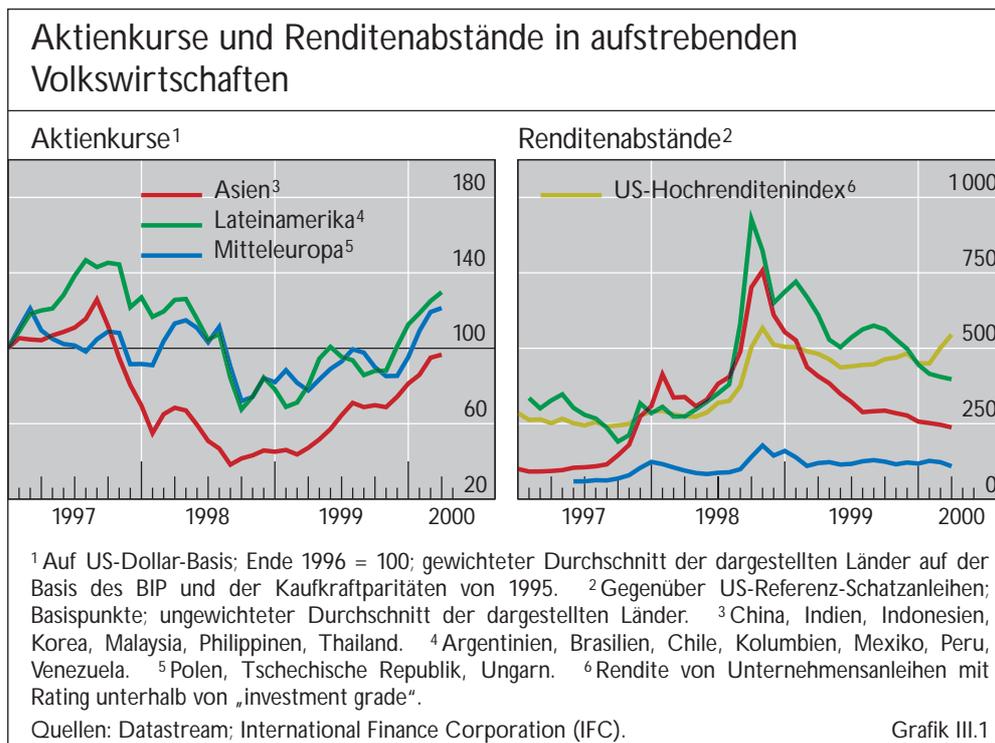
Die wichtigsten Entwicklungen im Wirtschafts- und Finanzbereich

Im Laufe des Jahres 1999 verbesserte sich mit der Belebung des Wachstums in den Industrieländern allmählich auch das realwirtschaftliche und finanzielle Umfeld in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Aktienkurse in den in Grafik III.1 dargestellten Ländern stiegen 1999 um rund 60%, d.h. weit stärker als in den meisten Industrieländern. Obwohl sich in den Industrieländern sowohl die kurzfristigen als auch die langfristigen Zinssätze erhöhten, waren die Auswirkungen auf die aufstrebenden Volkswirtschaften gedämpft, und die Zinsspannen bei internationalen Kreditaufnahmen verengten sich weiter. Für eine vermehrte Zuversicht sprach auch, daß sich die Währungen von Ländern, die sich für ein kontrolliertes Floaten entschieden hatten, gegenüber dem US-Dollar tendenziell stabilisierten bzw. in einigen Fällen sogar aufwerteten.

Verbesserung des wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds

Das Erstarren der weltweiten Nachfrage war für die konjunkturelle Erholung im vergangenen Jahr ganz entscheidend, von Bedeutung waren aber auch strategische und andere binnenwirtschaftliche Faktoren, die nicht nur die Erholung unterstützten, sondern auch dazu beitrugen, die Inflation niedrig zu halten. Dies zeigte sich besonders deutlich in Asien, wo der Aufschwung durch akkommodierende oder expansive Maßnahmen unterstützt wurde und die typischen Merkmale einer „V-förmigen“ Erholung aufwies, deren Ausprägtheit

In Asien unerwartet starke Erholung



in den meisten Prognosen bei weitem unterschätzt worden war. Es gab einen Aufschwung beim Lagerzyklus, die Nettoexporte lieferten einen bedeutenden Wachstumsbeitrag, der zu Beginn hauptsächlich auf sinkende Einfuhren, nach und nach jedoch immer mehr auf steigende Ausfuhren zurückzuführen war, und schließlich belebte sich der Verbrauch deutlich. Dank größerem Vertrauen und höherem realem Wirtschaftswachstum festigten sich außerdem die Wechselkurse

Wachstum, Inflation und Leistungsbilanzen									
	Reales BIP			Verbraucherpreise			Leistungsbilanzsaldo		
	1992-97	1998	1999 ts	1992-97	1998	1999 ts	Durchschnitt 1992-97	1998	1999 ts
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						in Prozent des BIP		
Asien ¹	8,8	2,0	6,0	9,7	7,4	2,2	-0,3	4,5	3,0
China	11,5	7,8	7,1	13,3	-0,9	-1,4	1,0	3,0	1,5
Hongkong	5,2	- 5,1	2,9	7,8	2,8	-4,0	0,1 ²	0,5 ²	4,4 ²
Indien	6,3	6,0	6,3	8,4 ³	6,9 ³	3,5 ³	-1,2	- 0,9	- 0,8
Korea	6,8	- 6,7	10,7	5,2	7,5	0,8	-1,8	12,6	6,0
Singapur	9,1	0,4	5,4	2,1	-0,3	0,5	14,7	25,4	25,3
Taiwan	6,6	4,6	5,7	3,2	1,7	0,2	3,1	1,3	2,0
Indonesien	6,9	-13,7	0,2	8,2	58,4	20,5	-2,4	4,4	3,8
Malaysia	9,2	- 7,5	5,4	3,6	5,3	2,7	-5,7	13,7	16,9
Philippinen	3,8	- 0,5	3,2	7,8	9,7	6,7	-4,2	2,0	9,2
Thailand	6,5	-10,2	4,1	5,0	8,1	0,3	-5,9	12,5	8,9
Lateinamerika ¹	4,1	1,9	0,1	102,9	10,5	9,1	-2,7	- 4,4	- 2,6
Argentinien	5,3	3,9	-3,0	7,0	0,9	-1,2	-3,1	- 4,9	- 4,2
Brasilien	4,4	0,1	0,8	363,3	3,8	4,9	-1,8	- 4,4	- 4,0
Chile	8,4	3,4	-1,1	10,2	5,1	3,4	-3,9	- 5,7	- 0,1
Kolumbien	4,3	0,6	-4,5	22,2	20,4	11,2	-4,3	- 5,3	- 1,3
Mexiko	2,5	4,8	3,4	19,9	15,9	16,6	-4,0	- 3,8	- 2,9
Peru	5,6	0,3	3,8	27,5	7,2	3,5	-5,6	- 6,0	- 3,6
Venezuela	2,2	- 0,7	-7,2	55,2	35,8	23,6	2,7	- 2,7	5,4
Mitteleuropa ¹	3,9	3,3	3,2	24,0	11,9	6,5	-1,5	- 4,1	- 5,8
Polen	5,2	4,8	4,1	29,3	11,8	7,3	0,5	- 4,4	- 7,5
Tschechische Republik	1,9	-2,2	-0,2	11,3	10,7	2,1	-3,5	- 2,5	- 2,0
Ungarn	1,1	4,9	4,5	22,4	14,3	10,0	-4,8	- 4,9	- 4,3
Rußland	-7,2	- 4,9	3,2	285,3	27,7	85,7	2,3	0,4	13,9
Israel	5,2	1,9	2,2	10,9	5,4	5,2	-4,3	- 0,9	- 2,6
Türkei	4,9	2,8	-5,0	82,3	84,6	64,9	-1,2	0,9	- 0,5
Saudi-Arabien	1,1	1,6	1,0	1,3	-0,4	-1,6	-6,4	-10,2	- 2,8
Afrika	2,3	3,4	2,8	24,0	6,7	5,8	-9,5 ⁴	-16,5 ⁴	-13,2 ⁴
Südafrika	1,7	0,1	1,2	9,5	6,9	5,2	-0,4	- 1,7	- 0,4
<i>Nachrichtlich:</i>									
<i>Industrieländer</i>	2,5	2,7	2,9	2,5	1,3	1,5	-	- 0,1	- 0,8

¹ Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1995. ² Saldo der Güter und nichtfaktorgebundenen Dienstleistungen. ³ Großhandelspreise. ⁴ In Prozent der Exporte von Gütern und Dienstleistungen.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle III.1

in Asien. Auf diese Weise schwächte sich der Preisauftrieb im Inland tendenziell ab, ohne daß die Wettbewerbsfähigkeit gefährdet worden wäre.

In Lateinamerika und den im Übergang befindlichen Volkswirtschaften entwickelte sich das Wirtschaftswachstum ebenfalls positiver als erwartet. Nach der Abwertung des brasilianischen Real Anfang 1999 wurde allgemein ein Rückgang der Produktion prognostiziert, und zwar nicht nur in Brasilien, sondern auch in einigen anderen Ländern, in denen schon Ende 1998 Anzeichen für eine Rezession festgestellt worden waren. Unter anderem dank rascher Anpassungsmaßnahmen, die zur Eindämmung der Inflation beitrugen, erholte sich Brasilien überraschend schnell, und die Gesamtproduktion Lateinamerikas verblieb in etwa auf dem Niveau von 1998 (Tabelle III.1). In Ländern, in denen Rohstoffe mit sinkenden Preisen einen Großteil der Ausfuhren ausmachten und/oder die einen festen Wechselkurs beibehielten, war hingegen zumeist ein Rückgang der Produktion zu verzeichnen.

In Lateinamerika
überraschend
positive
Entwicklung ...

Für die größte Überraschung bei den Volkswirtschaften im Übergang sorgte im vergangenen Jahr Rußland, das sich äußerst schnell von der Finanzkrise im Herbst 1998 erholte. Wie in Brasilien ist dieses positive Ergebnis zum Teil wohl darauf zurückzuführen, daß verhindert wurde, daß die Währungsabwertung in vollem Umfang auf die Preisentwicklung im Inland durchschlug. Trotz der Abschwächung in Lateinamerika, Afrika und im Nahen Osten betrug das geschätzte Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften 1999 durchschnittlich 4%. Damit war es zwar bedeutend höher als 1998, blieb aber weit unter dem Durchschnittswert zu Beginn der neunziger Jahre, so daß der früher beobachtete Wachstumsabstand gegenüber den Industrieländern nur teilweise wiederhergestellt wurde.

... wie auch in den
Volkswirtschaften
im Übergang

Die Entwicklung der Rohstoffpreise, die Wechselkurse und die damit verbundenen Änderungen der Terms of Trade hatten im vergangenen Jahr bedeutende Auswirkungen auf die Konjunkturentwicklung, vor allem in bezug auf das relativ langsame Wachstum in Regionen und Ländern mit weniger diversifizierten Exporten (Tabelle III.2). In Afrika, im Nahen Osten und in den meisten Ländern Lateinamerikas war die Entwicklung 1999 offenbar von den verzögerten Effekten der erheblichen Verschlechterung der Terms of Trade von 1998 geprägt, während die anschließende positive Entwicklung der relativen Außenhandelspreise erst ab Ende 1999 zu spüren war. Der dämpfende Einfluß ungünstigerer

Negative
Auswirkungen tiefer
Rohstoffpreise

Entwicklung der weltweiten Terms of Trade			
	1997	1998	1999 ts
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent		
Aufstrebende Volkswirtschaften	-0,4	- 6,2	3,6
Asien	-0,9	- 0,8	-1,3
Lateinamerika	-1,3	- 7,2	5,2
Afrika	0,9	- 9,9	3,6
Naher Osten	1,0	-14,4	12,3
Industrieländer	-0,4	1,5	0,2

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle III.2

Private Nettokapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften				
	1996	1997	1998	1999
	Mrd. US-Dollar			
Aufstrebende Volkswirtschaften				
Ströme insgesamt	216	148	75	81
Direktinvestitionen	113	139	143	150
Portfolioinvestitionen	78	53	9	23
Sonstige Ströme	25	-44	-77	-93
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	- 94	-72	-51	14
<i>Veränderung der Währungsreserven¹</i>	-114	-73	-38	-79
Asien				
Ströme insgesamt	104	- 1	-43	-27
Direktinvestitionen	53	55	58	50
Portfolioinvestitionen	13	4	-18	- 6
Sonstige Ströme	38	-60	-83	-71
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	- 37	23	114	96
<i>Veränderung der Währungsreserven¹</i>	- 50	-16	-70	-60
Lateinamerika				
Ströme insgesamt	72	86	70	54
Direktinvestitionen	40	53	56	64
Portfolioinvestitionen	41	19	15	11
Sonstige Ströme	- 8	13	- 1	-20
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	- 38	-64	-89	-54
<i>Veränderung der Währungsreserven¹</i>	- 31	-15	17	5
Afrika				
Ströme insgesamt	8	17	12	15
Direktinvestitionen	5	7	5	10
Portfolioinvestitionen	1	4	4	4
Sonstige Ströme	1	6	2	1
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	- 7	- 7	-20	-17
<i>Veränderung der Währungsreserven¹</i>	- 9	-11	1	- 3
Länder im Übergang				
Ströme insgesamt	17	23	14	12
Direktinvestitionen	14	20	21	24
Portfolioinvestitionen	19	22	7	4
Sonstige Ströme	- 16	-18	-14	-16
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	- 17	-26	-25	- 5
<i>Veränderung der Währungsreserven¹</i>	- 2	-10	- 1	- 8

¹ Negatives Vorzeichen = Zunahme.

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*.

Tabelle III.3

Terms of Trade kam in Ländern mit festen Wechselkursen und abrupten Rückgängen im Volumen der wichtigsten Exportgüter besonders deutlich zum Ausdruck. Andere Länder ließen eine Abschwächung ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar zu, um die Auswirkungen der sinkenden Rohstoffpreise auf die

realen Einkommen abzufedern. In den meisten Fällen wurden diese Auswirkungen jedoch durch straffere Maßnahmen mit dem Ziel, einen abwertungsbedingten Inflationsschub im Inland zu verhindern, teilweise kompensiert.

Eine weitere, wenn auch weniger direkte Erklärung für das unterschiedliche Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften dürften zum Teil sowohl die Größe als auch die Zusammensetzung der Nettokapitalströme bieten (Tabelle III.3). Die privaten Nettokapitalzuflüsse waren im Vergleich zu 1998 insgesamt mehr oder weniger konstant, lagen aber deutlich unter dem Niveau vor der Asien-Krise. Aufgrund beträchtlicher Leistungsbilanzüberschüsse konnten in Asien Bankkredite getilgt werden, ohne den Aufschwung zu gefährden. Es wurden Devisenreserven in beinahe gleich hohem Ausmaß aufgebaut wie 1998. Dagegen bewog (oder zwang) der Rückgang der Nettozuflüsse nach Lateinamerika zusammen mit anhaltend hohen Leistungsbilanzdefiziten mehrere Länder zu einer Straffung ihrer Geld- und Finanzpolitik zu Beginn des Jahres 1999, als die Brasilien-Krise zu einer Erhöhung der Risikoprämien in der gesamten Region führte. Die Nettokapitalströme nach Afrika reagierten kaum auf die geänderten

Langsame Erholung bei den Kapitalströmen ...

Internationale Bankkredite und Wertpapierfinanzierungen in aufstrebenden Volkswirtschaften							
	Durchschnitt 1990–95 ¹	1996	1997	1998	1999	Juni 1997	Dezember 1999
Mrd. US-Dollar							
	Internationale Bankkredite ²					Ausstehende Verbindlichkeiten	
Asien ³	37	80	5	-96	-53	480	315
darunter: China	7	13	10	-11	-15	85	68
Krisenländer ⁴	28	58	-10	-83	-31	329	190
Lateinamerika	1	28	31	-8	-16	284	280
darunter: Argentinien	-	5	8	1	-	42	48
Brasilien	-	17	14	-11	-9	98	85
Mexiko	-	-	-7	-	-4	69	61
Mitteleuropa ⁵	-	2	6	6	5	26	39
Rußland	1	6	10	-6	-8	54	44
Afrika	-2	-	3	-2	1	51	56
	Nettoabsatz von internationalen Schuldtiteln					Umlauf	
Asien ³	15	42	34	-	-3	127	139
darunter: China	2	2	4	-	-	17	18
Krisenländer ⁴	11	38	25	-	-2	98	107
Lateinamerika	13	41	42	22	32	136	205
darunter: Argentinien	6	11	14	11	11	35	63
Brasilien	4	12	10	3	6	35	46
Mexiko	2	13	8	2	10	50	63
Mitteleuropa ⁵	3	-	2	2	2	15	20
Rußland	-	-	7	12	-1	6	19

¹ Nettoabsatz von Wertpapieren: 4. Quartal 1993–95. ² Veränderung der Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken, Wechselkursbereinigt. ³ Ohne Hongkong und Singapur. ⁴ Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Thailand. ⁵ Polen, Tschechische Republik, Ungarn.
Quelle: BIZ.

Tabelle III.4

Bedingungen an den internationalen Kapitalmärkten und leider ebensowenig auf den Bedarf der afrikanischen Länder an Auslandskrediten. Weitgehend als Folge der niedrigen Agrarpreise schnellte das aggregierte Leistungsbilanzdefizit in Afrika 1998 in die Höhe und verharrte 1999 auf hohem Niveau, während die Nettokapitalzuflüsse nach wie vor gering waren. Angesichts der niedrigen Ersparnisbildung im Inland dürften der Mangel an Auslandskapital und die entsprechend beschränkten Investitionsmöglichkeiten das Wachstum in einigen Fällen noch zusätzlich gebremst haben.

... aufgrund größerer Zuflüsse von Direktinvestitionen ...

Auch die Struktur der Kapitalzuflüsse hat sich wahrscheinlich auf den Wachstumsverlauf im Jahr 1999 ausgewirkt. In den vergangenen zehn Jahren stiegen die ausländischen Direktinvestitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften beträchtlich an, sowohl in absoluten Zahlen als auch im Verhältnis zu den übrigen Zuflüssen aus dem privaten Sektor. Außerdem blieben die Direktinvestitionen trotz der Asien-Krise und der Turbulenzen 1998 bemerkenswert stabil, und zwar auf hohem Niveau. Dies ist teilweise auf den allgemeinen Trend zu globaleren Produktionsstrukturen zurückzuführen; eine Rolle spielten jedoch auch spezifischere Faktoren wie die Aufhebung von Beschränkungen für Zuflüsse von Direktinvestitionen in einigen asiatischen Ländern, die Attraktivität niedriger Produktionskosten als Folge massiver Abwertungen und/oder gesunkener Aktienkurse sowie die Privatisierung großer Staatsbetriebe. In Lateinamerika finanzierten diese Zuflüsse im vergangenen Jahr nahezu das gesamte Leistungsbilanzdefizit. Auf ähnliche Weise verringerten relativ stabile Zuflüsse von Direktinvestitionen in Volkswirtschaften im Übergang wie Polen oder Ungarn die Dringlichkeit restriktiver Maßnahmen, um die Leistungsbilanzungleichgewichte nicht größer werden zu lassen. Dagegen floß von den ausländischen Direktinvestitionen in aufstrebende Volkswirtschaften nur ein Bruchteil in afrikanische Länder, die daher den Kurs ihrer Geld- und Finanzpolitik anpassen mußten, um die Leistungsbilanzdefizite in engen Grenzen zu halten.

... jedoch erneuter Rückgang der Bankkredite

Die aggregierten internationalen Bankkredite an die aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen 1999 weiter ab, allerdings in geringerem Maße als 1998. Die asiatischen Länder haben ihre Schulden bei internationalen Banken seit dem Ausbruch der Krise um rund \$ 160 Mrd. verringert (Tabelle III.4), da weniger investiert wurde und Banken und Unternehmen ihre Bilanzen sanierten. Die internationale Kreditvergabe der Banken an Lateinamerika und Rußland war ebenfalls rückläufig. Dagegen erwies sich der Nettoabsatz von internationalen Schuldtiteln als beständigere Finanzierungsquelle. Tatsächlich haben die lateinamerikanischen Länder den Absatz von Anleihen trotz großer Schwankungen bei den Renditenabständen von Anleihen seit Mitte 1997 deutlich gesteigert. Argentinien und Mexiko waren in diesem Bereich 1999 besonders aktiv, und der Anleihenabsatz stieg zu Beginn dieses Jahres noch mehr an, als sich weitere Länder Lateinamerikas die Verengung der Renditenabstände zunutze machten.

Erholung von der Krise in Asien

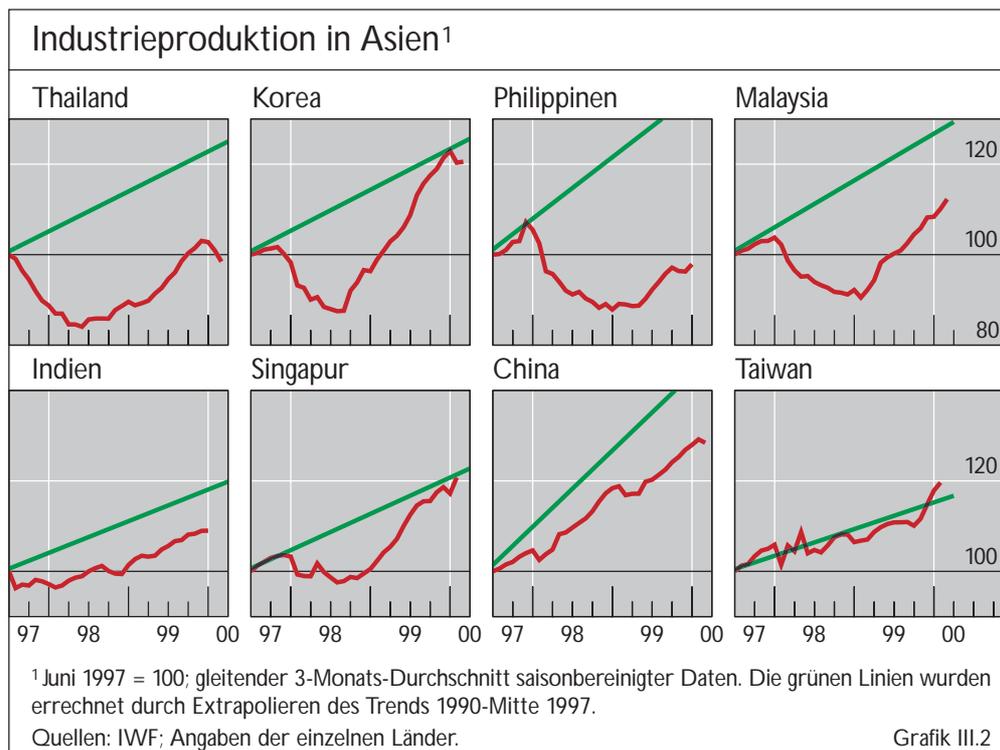
In Asien ausgeprägte, aber uneinheitliche Erholung

Der massive Produktionsrückgang in einem Großteil Ostasiens durchschritt in der zweiten Jahreshälfte 1998 die Talsohle. Der Wiederanstieg war sehr viel stärker ausgeprägt als allgemein erwartet, doch gab es zwischen den einzelnen

Volkswirtschaften deutliche Unterschiede in Bezug auf das Tempo wie auch im Hinblick darauf, inwieweit die vorherigen Produktionsverluste wieder aufgeholt wurden (Tabelle III.1). In *Korea*, *Singapur* und *Taiwan* erreichte die Produktion Ende 1999 wieder ungefähr den Trend vor der Krise, während sie in *Malaysia* und *Thailand* das Vorkrisenniveau übertraf (Grafik III.2). In *Hongkong* setzte die Erholung zwar später ein, doch zog die Wirtschaftsaktivität in der ersten Jahreshälfte 1999 an und festigte sich dann im Laufe des Jahres zunehmend. Die *Philippinen* gerieten 1998 in eine Rezession, bedingt durch Mißernten sowie die Rezession in den Nachbarländern. 1999 erholte sich die Wirtschaft jedoch, teilweise begünstigt durch die Tatsache, daß Auslandsschulden und übermäßig in Anspruch genommene Banken kein so schwerwiegendes Problem waren wie in anderen Ländern. Die Wirtschaft *Indonesiens*, die den stärksten und längsten Produktionsrückgang erlitten hatte, verzeichnete Ende 1999 einen Umschwung, wengleich sich die Erholung noch nicht stabilisiert hat. Bis gegen Ende des Jahres untergruben politische Unsicherheiten das Vertrauen der privaten Haushalte und der Unternehmen, und die Schwächen im Finanzsektor behinderten die Erholung zusätzlich.

China expandierte stärker als die anderen asiatischen Volkswirtschaften, wengleich sich der Trend des Produktionswachstums seit mehreren Jahren abschwächt. Um die kurzfristig kontraktiven Auswirkungen der Wirtschaftsreform auf das Wirtschaftswachstum sowie die Schwäche der Exporte aufzufangen, wurden die Ausgaben der öffentlichen Hand erhöht. Angesichts sinkender Preise und steigender Arbeitslosigkeit sowie eines labilen Bankensektors versuchten die Behörden durch eine Senkung der Nominalzinsen und der Mindestreserveanforderungen die geldpolitischen Rahmenbedingungen zu lockern. Außerdem wiesen sie die Banken an, die Kreditvergabe für Investitionen in Infra-

In China hohes, aber sich abschwächendes Wachstum ...



struktur, Wohnbau und Exporte zu erhöhen, den staatseigenen Unternehmen mehr Betriebskapital zur Verfügung zu stellen und mehr Verbraucherkredite zu vergeben.

... und in Indien
unerwartet
niedrige Inflation

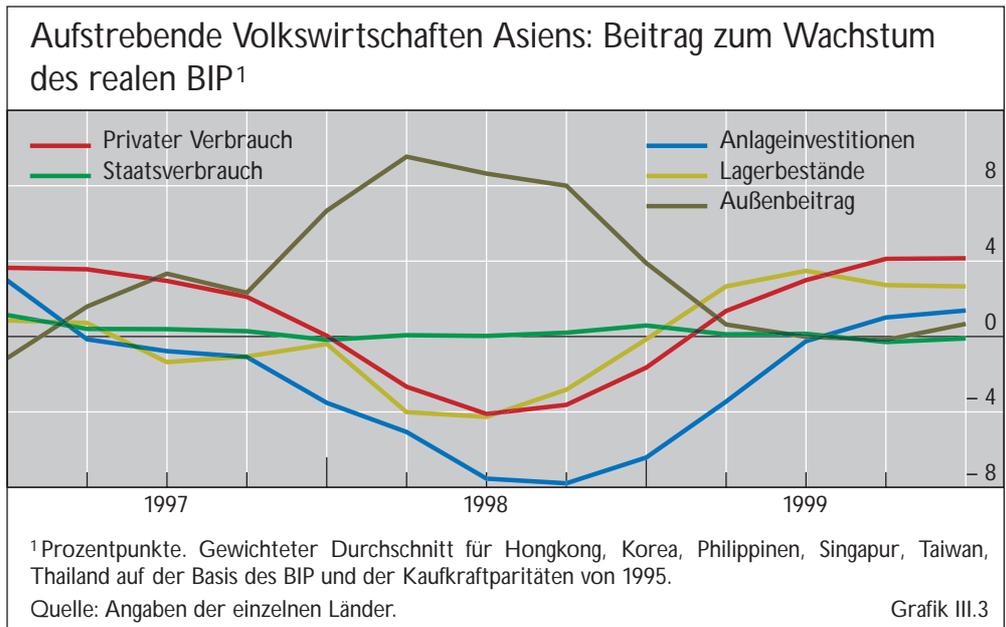
Indien profitierte von einer Belebung der Industrieproduktion und einem schnellwachsenden Informationstechnologiebereich. Eine Steigerung der Produktion und der Einkommen in der Landwirtschaft trug ebenfalls zum Wachstum bei, während sich die Handelsbilanz infolge der höheren Ölpreise verschlechterte. Trotz eines beträchtlichen Haushaltsdefizits (s. weiter unten) und eines raschen Geldmengenwachstums sank die Kerninflation auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau, was im wesentlichen auf gute Ernten und die Effekte der weltweiten Disinflation zurückzuführen war. Zwar dürften auch mikroökonomische Reformen den Inflationsdruck gemindert haben, doch wegen der Bedeutung der Nahrungsmittelpreise besteht weiterhin eine Anfälligkeit gegenüber angebotsseitigen Schocks und plötzlichen Inflationsschüben. Mittelfristig ist eine Privatisierung wichtiger Bereiche geplant, was die Schuldenlast des öffentlichen Sektors lindern dürfte und möglicherweise weitere Direktinvestitionen aus dem Ausland anlocken wird.

Hoher
Wachstumsbeitrag
der Exporte ...

Der Motor für die Erholung in Ostasien im ersten Halbjahr 1999 waren die Exporte. Das Exportwachstum variierte von Land zu Land sehr stark, was sich zum Teil durch Unterschiede in der Struktur und regionalen Zielrichtung der Exporte erklärt. Einigen Volkswirtschaften verlieh die Erholung der Nachfrage nach elektronischen Bauteilen, insbesondere in Japan, erheblichen Auftrieb, während Volkswirtschaften mit einem hohen Anteil an Wirtschaftszweigen, die unter dem weltweiten Überangebot litten (z.B. die Kraftfahrzeugindustrie), weniger Unterstützung durch außenwirtschaftliche Faktoren erhielten. Volkswirtschaften, deren Exporte eher auf die US-Märkte abzielten, profitierten von der lebhaften Nachfrage dort; eine spürbare Erholung des innerasiatischen Handels spielte aber ebenfalls eine Rolle. In China wurden die Exporte in der zweiten Jahreshälfte 1999 durch eine Erhöhung der Steuernachlässe belebt. Auf die ursprüngliche Abwertung der Währungen vieler aufstrebender asiatischer Volkswirtschaften folgte eine kräftige Aufwertung des Yen, was einen weiteren Vorteil gegenüber einem wichtigen Konkurrenten darstellte. Aufgrund der Bedeutung Japans als Exportmarkt und als Herkunftsland von Finanzmitteln wie auch von Direktinvestitionen hat die anhaltende strukturelle und konjunkturelle Schwäche des Landes jedoch insgesamt zu einem langsameren Wachstum in der Region geführt.

... und zunehmend
lebhaftere Inlands-
nachfrage

Im weiteren Verlauf des Jahres 1999 trat eine lebhaftere Inlandsnachfrage, einschließlich eines Umschwungs im Lagerzyklus, an die Stelle der Abhängigkeit von einem exportgestützten Wachstum (Grafik III.3). Mit steigender Zuversicht der Verbraucher in die Aussichten am Arbeitsmarkt und der Erholung der Preise von Vermögenswerten wurden auch aufgeschobene Ausgaben für langlebige Güter allmählich nachgeholt. In Korea und Malaysia belebten sich die Unternehmensinvestitionen im Laufe des Jahres 1999 geringfügig. Da jedoch mehrere Branchen Überschußkapazitäten aufwiesen und sich viele Unternehmen auf Umstrukturierungen und auf die Verringerung ihrer Verschuldung konzentrierten, blieb die Investitionstätigkeit insgesamt schwach. Die Probleme im Bankensektor erschwerten besonders kleinen Unternehmen die Finanzierung



neuer Investitionen, während sich große Unternehmen stärker auf die Ausgabe von Aktien oder Anleihen stützten, um Investitionen zu finanzieren oder Bankkredite zu tilgen.

Die Region verzeichnete weiterhin einen hohen Leistungsbilanzüberschuß. Die Rezession hatte zu einem deutlichen Rückgang der Importe geführt, und dank steigender Exporte hatte sich der aggregierte Leistungsbilanzsaldo von einem Defizit in Höhe von \$ 37 Mrd. im Jahr 1996 in einen Überschuß von \$ 114 Mrd. im Jahr 1998 gekehrt. 1999 belebte sich die Inlandsnachfrage leicht, und die Importe zogen entsprechend an, da die Unternehmen ihre Lagerbestände wieder aufzustocken begannen, so daß der Leistungsbilanzüberschuß auf \$ 96 Mrd. sank. In China wurde ein besonders hoher Anstieg der gemeldeten Importe verzeichnet; allerdings war dies zumindest teilweise das Ergebnis eines härteren Durchgreifens gegen den Schmuggel. Die Zuflüsse von Direktinvestitionen in die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens waren relativ stabil, wenngleich nach Korea und Taiwan mehr Mittel flossen und nach China und Malaysia weniger. Die Portfolioinvestitionen blieben schwach, während sich die internationale Bankkreditvergabe 1999 weiter verringerte, was sowohl durch die oben beschriebenen Nachfrageeinflüsse als auch die Maßnahmen japanischer Banken zur Verkürzung ihrer internationalen Bilanzen bedingt war.

Hohe Leistungsbilanzüberschüsse ...

... und stabile ausländische Direktinvestitionen

Kapazitätsengpässe und Inflationsdruck

Die Inflation blieb in den meisten asiatischen Volkswirtschaften niedrig (Tabelle III.1), und die Vorausschätzungen wurden im Laufe des Jahres 1999 nach unten korrigiert, selbst als die Prognosen für das reale Wachstum nach oben revidiert wurden. Die deutliche Abwertung der Währungen wirkte nur in geringem Maße auf die Preise durch. Darin schlug sich zum Teil die ungewöhnlich schwache Inlandsnachfrage im Jahr 1998 nieder, aber auch die Tatsache, daß die extremen Wechselkursbewegungen richtigerweise als nur vorübergehend betrachtet wurden. In China und Hongkong waren die Preise nahezu das ganze Jahr 1999

Weiterhin niedrige Inflation

hindurch rückläufig. Dies kann ebenso auf eine Festigung des effektiven Wechselkurses zurückgeführt werden wie auf die Auswirkungen einer Rekord-ernte auf die Nahrungsmittelpreise sowie – im Falle von China – auf die Effekte der Umstrukturierung der Wirtschaft. Selbst in Indonesien, wo die Abwertung sehr viel kräftiger ausfiel und es darüber hinaus zu Mißernten und politischen Unruhen kam, verringerte sich die Inflation nach einer starken Zunahme im Jahr 1998 rasch.

Der Ölpreisanstieg ab Anfang 1999 trieb den Verbraucherpreisindex in den meisten Ländern nach oben, scheint aber noch keine Zweitrundeneffekte ausgelöst zu haben, und die Inflationsprognosen sind nach wie vor niedrig. Eine mögliche Ausnahme ist Korea, wo die Produktion an die Kapazitätsgrenzen stoßen könnte. Der frühzeitige Zinsanhebungsbeschuß der koreanischen Währungsbehörden dürfte aber Inflationsbefürchtungen gedämpft haben.

Haushaltsungleichgewichte und Staatsverschuldung

Höhere Defizite
und Anstieg der
Staatsverschuldung

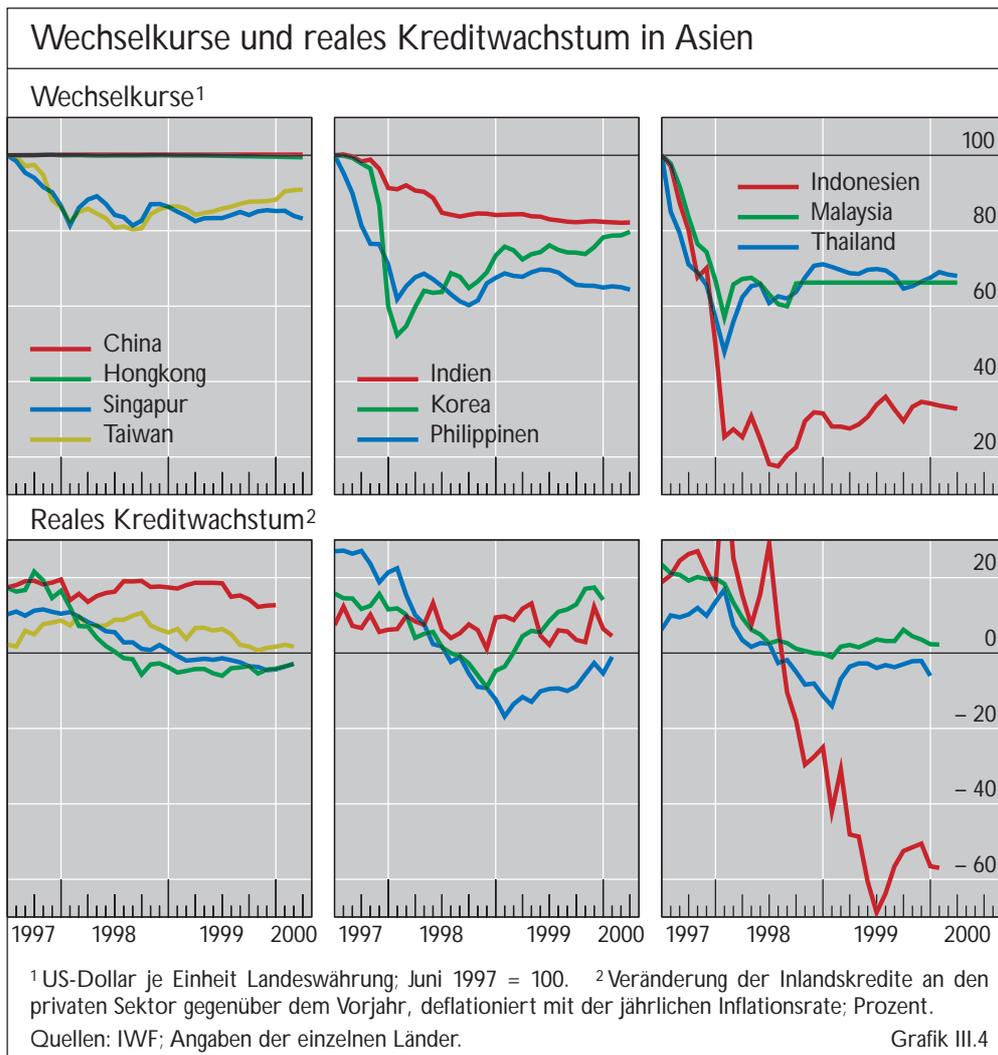
Die Krise von 1997/98 hatte deutliche Auswirkungen auf die Haushaltssalden und die Staatsverschuldung (Tabelle III.7). Einnahmenrückgänge, zusammen mit diskretionären Maßnahmen zur Ankurbelung der Wirtschaft und steigenden Zinszahlungen auf die Staatsverschuldung, bedeuteten, daß die meisten asiatischen Volkswirtschaften Ende 1998 ein Haushaltsdefizit aufwiesen. Dank der unerwartet kräftigen Erholung und der damit einhergehenden zusätzlichen Einnahmen konnten Hongkong und Korea ihr Defizit 1999 zurückführen, während in anderen Ländern eine Kombination aus ungenügender Eintreibung der Einnahmen, mangelnder Ausgabenkontrolle sowie, im Falle Taiwans, den Auswirkungen eines schweren Erdbebens höhere Defizite (oder geringere Überschüsse) zur Folge hatte. Bedingt durch Maßnahmen zur Sanierung und Rekapitalisierung des Bankensystems war der Effekt der Krise auf die Staatsverschuldung sogar noch stärker, und mehrere Länder verzeichneten im vergangenen Jahr eine Verschuldungsquote von 40–60% in Relation zum BIP.

In Indien wuchs die Besorgnis hinsichtlich der Haushaltssituation im Laufe der neunziger Jahre immer mehr. Im vergangenen Jahr weitete sich das Defizit des Zentralhaushalts auf rund 6% des BIP aus, und das des öffentlichen Sektors insgesamt lag bei rund 10%. Der sich daraus ergebende Anstieg der Staatsverschuldung auf fast 60% des BIP, zusammen mit den hohen Eventualverbindlichkeiten aus Garantien verschiedener Ebenen von Gebietskörperschaften und nur zurückhaltenden Reformvorschlägen im letzten Haushalt, hat die Bedenken hinsichtlich der Tragfähigkeit des Defizits verschärft.

Finanzmärkte und geld- und währungspolitische Regime

Niedrigere Zinssätze dank stabiler Wechselkurse ...

Die meisten asiatischen Währungen, die 1997/98 massiv abgewertet hatten, hatten sich Anfang 1999 teilweise von ihren Verlusten erholt und waren entweder relativ stabil gegenüber dem Dollar oder werteten im Laufe des Jahres allmählich auf (Grafik III.4). So konnten die nominalen Zinssätze gesenkt werden, in den meisten Fällen noch unter das Vorkrisenniveau. Wegen der rückläufigen Inflationsrate veränderten sich die Realzinsen in einigen Ländern allerdings kaum. Manche Zentralbanken intervenierten mit Devisenkäufen, um ihre Devisenreserven weiter aufzustocken, aber auch, um erlangte Wettbewerbsvorteile zu wahren.



Während die Zinssätze Ende 1999 im allgemeinen recht stabil waren, drohte infolge der tatsächlichen und der erwarteten Zinserhöhungen in den USA und Europa auch in Asien eine Anpassung der geldpolitischen Rahmenbedingungen. Hongkong war mit seinem Currency Board gezwungen, die Bewegungen der US-Zinsen nachzuvollziehen, während dies für diejenigen Volkswirtschaften, die ihre Wechselkursbindung an den Dollar abgeschafft hatten, nicht mehr notwendig war. Beispielsweise konnten die Währungsbehörden in den Volkswirtschaften, deren Wechselkurs infolge eines hohen Leistungsbilanzüberschusses und umfangreicher Zuflüsse von Direktinvestitionen unter Aufwärtsdruck geriet, die geldpolitischen Rahmenbedingungen verscharfieren, indem sie die Zinsen konstant hielten und eine Aufwertung ihrer Währung zuließen.

Die Aktienkurse in der Region zogen 1999 kräftig an; in vielen Fällen verdoppelten sie sich nahezu und machten so den in der Krise verlorenen Boden zum Teil wieder gut. Da die Unternehmen in den meisten Volkswirtschaften nach wie vor niedrige Gewinne auswies, waren die Kurs/Gewinn-Verhältnisse tendenziell höher als vor der Krise, wenngleich sie in den meisten Fällen noch immer unter denen der USA lagen (Grafik III.5). Hohe Kurs/Gewinn-Verhältnisse sind im Frühstadium einer Erholung typisch, doch könnten erneut Bedenken

... zukünftige Entwicklung jedoch abhängig vom jeweiligen Wechselkursregime

Kräftiger Anstieg der Aktienkurse

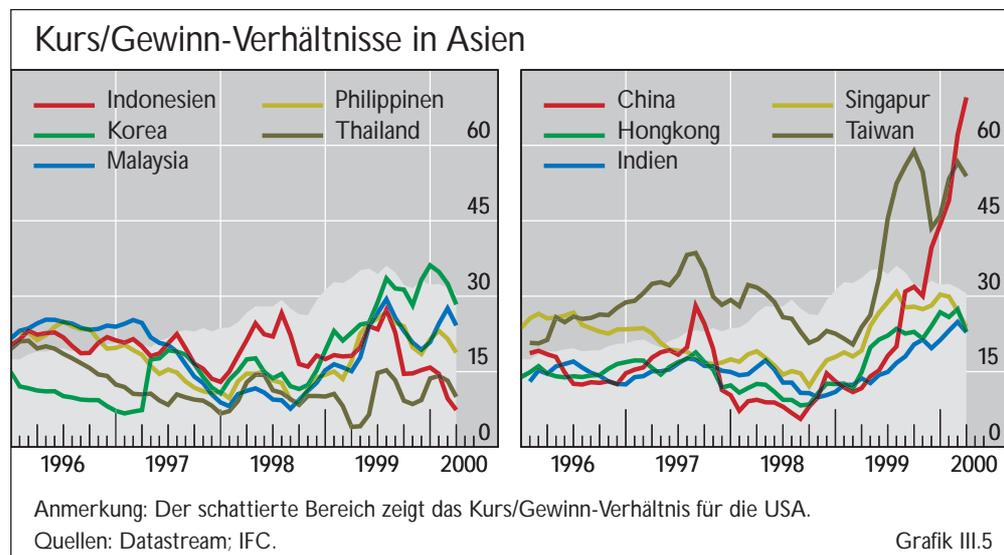
hinsichtlich einer Überbewertung aufkommen, wenn die Kurse nicht bald durch bessere Gewinne untermauert werden. Die Aktienkurse reagieren außerdem rasch auf einen Anstieg der Zinsen in Europa und den USA sowie allgemein auf niedrigere Aktienkurse in den Industrieländern (s. Kapitel V). Es ist allerdings schwierig abzuschätzen, in welchem Ausmaß sich niedrigere Aktienkurse in Asien auf die Realwirtschaft auswirken würden.

Nach der Krise gingen die meisten Zentralbanken in der Region zu einem Regime frei schwankender Wechselkurse über. Drei wichtige Ausnahmen waren Malaysia, China und Hongkong. Malaysia behielt den während der Krise eingeführten festen Wechselkurs bei, lockerte aber einige Kapitalverkehrsbeschränkungen und ließ andere auslaufen. China konnte die De-facto-Bindung an den US-Dollar aufgrund seiner Devisenkontrollen aufrechterhalten, während Hongkong um den Preis vorübergehend höherer Zinsen an seiner Currency-Board-Regelung festhielt. Sowohl in China als auch in Hongkong führte die Aufwertung der Währung vieler Nachbarländer gegenüber dem Dollar in Verbindung mit einer Deflation im Inland dazu, daß der reale effektive Wechselkurs 1999 wieder in etwa auf das Vorkrisenniveau sank. Dagegen lag der reale effektive Wechselkurs in Malaysia am Ende des vergangenen Jahres rund 25% unter dem Niveau von Mitte 1997, was trotz des unterschiedlichen Wechselkursregimes auch auf Thailand und die Philippinen zutraf.

Die Ansichten darüber, ob die derzeitigen Regime frei schwankender Wechselkurse in der Region nur Zwischenlösungen sind, gehen auseinander. Anpassungsfähige Wechselkursbindungen können einen Strukturwandel behindern und sind oft spekulativen Angriffen ausgesetzt. Ein besonderer Schwachpunkt der früheren Bindungen an den Dollar war, daß sie die asiatischen Währungen anfällig gegenüber größeren Schwankungen des Yen/Dollar-Kurses werden ließen, was möglicherweise darauf hindeutet, daß eine Bindung an einen Währungskorb (beispielsweise mit Dollar, Yen, Euro und vielleicht Renminbi) vorzuziehen wäre. Da das Hauptaugenmerk der Medien und der Öffentlichkeit jedoch auf den bilateralen Kurs gegenüber dem Dollar gerichtet ist, könnte ein

Länder mit festem Wechselkursregime

Schwächen der anpassungsfähigen Wechselkursbindungen



Wechselkurs, der ständig zu schwanken scheint, das Vertrauen der Öffentlichkeit sowie die Transparenz beeinträchtigen.

Nicht zuletzt wohl deshalb, weil drei der Volkswirtschaften, die ihre Wechselkursparität während der Krise aufrechterhalten konnten (Brunei, Macau und vor allem Hongkong), die eine oder andere Art von *Currency Board* betreiben, ziehen einige Länder diese Regelung als Alternative in Betracht. In Hongkong waren für die erfolgreiche Erhaltung der Bindung an den US-Dollar in den vergangenen Jahren vier Faktoren ausschlaggebend. Der erste ist die breite politische und öffentliche Unterstützung sowie die Bereitschaft, kurzfristige Nachteile in Kauf zu nehmen. Der zweite ist eine angesehene Währungsbehörde, die über die zur Stützung des festen Wechselkurses notwendige operationelle Unabhängigkeit verfügt und sich bei der Erreichung ihres Ziels trotz heftiger Schocks über einen langen Zeitraum bewährt hat. Der dritte ist ein stabiles und ausreichend mit Kapital ausgestattetes Bankensystem, das erheblichen finanziellen und monetären Störungen standhalten kann. Der vierte ist eine genügende Flexibilität der Preise und Löhne im Inland.

Currency-Board-Regelungen

Auf der Suche nach einem neuen nominalen Anker haben mehrere asiatische Volkswirtschaften mit frei schwankendem Wechselkurs eine Form des *Inflationsziels* eingeführt oder ziehen es in Betracht. Die optimale Gestaltung eines solchen Ziels könnte jedoch durchaus anders aussehen als in den entwickelten Volkswirtschaften. Insbesondere der höhere Anteil der Importe am Verbrauch könnte es angesichts volatiler Wechselkurse oder Rohstoffpreise schwierig machen, ein eng gestecktes Inflationsziel zu erreichen.

Inflationsziele

Längerfristige Wachstumsaussichten

Die meisten Prognosen von Ende 1999 gingen von längerfristigen Wachstumsraten aus, die 1–2 Prozentpunkte unter dem Vorkrisenniveau lagen. Darin dürften sich Bedenken über bremsende Einflüsse nach dem Platzen der Preisblasen bei den Vermögenswerten, einen Mangel an Fachkräften oder Hysterese-Effekte widerspiegeln; so könnte beispielsweise der Rückgang der Investitionen zu einer Verringerung des Kapitalstocks und zu einem Verlust an Fertigkeiten bei den Erwerbslosen führen. Angesichts der robusten wirtschaftlichen Eckdaten der Region wurde in den Prognosen aber weiterhin mit einem nach internationalen Maßstäben raschen Wachstum gerechnet.

Niedrigere Prognosen ...

In den meisten asiatischen Volkswirtschaften ist der Spielraum für eine Erhöhung der Kapitalintensität nach wie vor beträchtlich, und im Gegensatz zu vielen anderen Ländern verfügen sie über ein ausreichend ausgebildetes Arbeitskräftepotential, um mehr Kapital einsetzen zu können. Darüber hinaus weisen sie hohe Sparquoten auf, mit denen solche Investitionen finanziert werden können. Trotz einer Erhöhung der Staatsschuldenquote waren die Finanz- und die Geldpolitik weiterhin solide, und die Währungsabwertungen haben sich nicht in einem spürbaren Anstieg der Inflationsrate niedergeschlagen. Die Volkswirtschaften haben auch der Versuchung widerstanden, protektionistische Maßnahmen zu ergreifen. Darüber hinaus befinden sich viele asiatische Volkswirtschaften in einer guten Ausgangsposition, um stärker als andere Regionen von den Produktivitätssteigerungen zu profitieren, die in entwickelten Volkswirtschaften zutage treten und der Informationstechnologie zugeschrieben werden.

... aber dennoch Spielraum für hohes mittelfristiges Wachstum

Selbst wenn davon ausgegangen wird, daß die langfristig aufrechtzuerhaltenden Wachstumsraten niedriger sind als in der Vergangenheit, deuten die hohen Überschußkapazitäten, die nach wie vor in den meisten ostasiatischen Volkswirtschaften vorhanden sind, schließlich auf einen gewissen Spielraum für ein eher rasches Wachstum in den ersten Jahren der Erholung hin, wie sich kürzlich in Korea gezeigt hat.

Einige Aspekte der Sanierung des Unternehmens- und Finanzsektors in Asien

Infolge der starken Abhängigkeit der meisten Unternehmen von Bankkrediten sind die Sanierung im Unternehmensbereich und jene im Finanzsektor in den von der Krise betroffenen asiatischen Volkswirtschaften besonders eng verknüpft. Aufgrund des hohen Verschuldungsgrads der Unternehmen und der niedrigen Nettozinserträge der Banken trugen die Finanzinstitute einen Großteil des Risikos, das in anderen Ländern von den Aktionären übernommen worden wäre. Da die Banken zu Beginn der Krise schwache Bilanzen und beträchtliche außerbilanzielle Engagements aufwiesen, griffen die Schuldendienstprobleme vieler großer und kleinerer Unternehmen 1997 zwangsläufig rasch auf den Finanzsektor über.

Sanierung der Unternehmen

Ursachen der Unternehmensprobleme in Korea ...

Die Erfahrung Koreas veranschaulicht die Hauptursachen für die Notlage der Unternehmen in Asien sowie die wichtigsten Ansätze für eine Reform des Unternehmensbereichs. Nachdem die großen Konglomerate Mitte der neunziger Jahre eine Reihe von Diversifizierungsinitiativen und ehrgeizigen Investitionsprojekten durchgeführt hatten, war der Verschuldungsgrad im verarbeitenden Gewerbe Koreas von unter 300% Anfang der neunziger Jahre auf 400% Ende 1996 gestiegen. Als die Investitionen keine entsprechenden Erträge einbrachten, wurden weitere – überwiegend kurzfristige – Kredite erforderlich. Die Probleme konnten sich ausweiten, da es kein effektives Überwachungs- und Berichtswesen für die Geschäfte und Bilanzen der Unternehmen gab. Vor diesem Hintergrund war das Hauptziel bei der Sanierung der Unternehmen die Reform der Unternehmensführung mit Hilfe einer Erhöhung der Transparenz und einer Verbesserung des Konkursystems. Begleitend wurden umfassende Reformen im Finanzsektor eingeleitet, um durch eine Liberalisierung der Kapitalmärkte die Preisfindung für das Kredit- und das Marktrisiko zu verbessern. Schließlich wurde versucht, die Wettbewerbsfähigkeit durch Deregulierung und Liberalisierung ausländischer Investitionen zu stärken.

... und erzielte Fortschritte

Zwei Jahre nach Beginn des Programms gibt es Anzeichen dafür, daß die koreanischen Unternehmen ihre Sanierungspläne einhalten, wenngleich die Reformbegeisterung nachläßt. Angesichts des Nachfrageeinbruchs im Gefolge der Krise reduzierten die Unternehmen die Beschäftigung um über 5% (mehr als 1 Million Arbeitnehmer), und die Reallöhne fielen 1998 um 9%. Die niedrigeren Arbeitskosten und eine Erholung der Auslandsnachfrage, die von einem wettbewerbsfähigen Wechselkurs und steigenden Halbleiterpreisen profitierte, steigerten die Rentabilität und ermöglichten es den Unternehmen, ihre

Verschuldung 1999 zurückzuführen. Die Unternehmen schränkten außerdem ihre Investitionsausgaben ein, und die institutionellen Rahmenbedingungen wurden gestärkt. So wurden die Märkte etwas offener, die Unternehmensführung und die Offenlegung der Finanzlage verbesserten sich, aufsichtsrechtliche Vorschriften zwangen die Banken, ihre Kreditvergabepraktiken und ihre Risikoeinschätzung zu verschärfen, und ein spezielles Konkursgericht wurde eingesetzt. Der Verschuldungsgrad der fünf größten Chaebol sank einschließlich Aktienemissionen und des Verkaufs von Vermögenswerten um 30–40% (wenngleich er im internationalen Vergleich hoch blieb), und viele der 30 größten Chaebol verkleinerten und verbesserten ihre Produktionsstruktur, indem sie sich auf ihr Kerngeschäft konzentrierten.

In anderen Volkswirtschaften machte die Sanierung der Unternehmen geringere Fortschritte, entweder bedingt durch das bloße Ausmaß des Problems (Indonesien, China) oder aufgrund mangelhafter institutioneller Rahmenbedingungen (Indonesien, Thailand) bzw. der Überzeugung, daß der Schuldenüberhang nur nach und nach abgebaut werden könne (Malaysia). In *Indonesien* waren die meisten Unternehmen Anfang 1998 zahlungsunfähig, und ihre Auslandsverschuldung entsprach rund zwei Dritteln des BIP. Die wichtigsten Instrumente für die Sanierung des Unternehmensbereichs umfaßten ein freiwilliges Programm für außergerichtliche Einigungen, eine Sanierungsbehörde sowie ein geändertes Konkursrecht. Bis September 1999 hatten rund 170 Unternehmen um Hilfe bei der Umschuldung von etwa einem Drittel ihrer Auslandsverbindlichkeiten nachgesucht. Wegen der unzureichenden finanzpolitischen und administrativen Unterstützung konnten bislang jedoch nicht einmal 30 Unternehmen eine Einigung mit ihren Gläubigern erzielen. Um die Sanierung der Unternehmen in *Thailand* zu erleichtern, wurde ein neues Konkursgesetz verabschiedet, und es wurden neue Rechte für Gläubiger sowie ein Rahmenwerk für außergerichtliche Umschuldungen eingeführt. Doch obwohl die meisten ausländischen und inländischen Banken Vereinbarungen zwischen Schuldern und Gläubigern bzw. von Gläubigern untereinander unterzeichnet haben, war bis August 1999 nur ein Viertel der gemeldeten notleidenden Kredite umgeschuldet. Im März 2000 wurde allerdings endlich ein wichtiger Präzedenzfall geschaffen, als der größte Unternehmensschuldner des Landes für zahlungsunfähig erklärt wurde.

Malaysia verfügt traditionell über verhältnismäßig wirksame gesetzliche Rahmenbedingungen für die Umschuldung von Unternehmensverbindlichkeiten und mußte nur ein Rahmenwerk für freiwillige Umschuldungsvereinbarungen schaffen. Bislang wurden jedoch kaum Fortschritte erzielt; nur neun Fälle (rund 7% der Gesamtschulden) wurden abgeschlossen, und weniger als 50 sind in Bearbeitung. Auch in *China*, wo sich das Reformprogramm für staatseigene Unternehmen auf eine Verbesserung des Managements und der Unternehmensführung konzentriert, bilden sich bei der Sanierung verschiedene Muster heraus. Der Druck zur Budgetdisziplin für staatseigene Unternehmen wird zunehmend verstärkt, deren soziale Funktionen werden auf lokale Gebietskörperschaften und Pensionsfonds übertragen, überzählige Arbeitnehmer werden entlassen, ungenutzte Kapazitäten abgebaut und Fonds zur Abschreibung von Verbindlichkeiten eingerichtet. Große staatseigene Unternehmen werden in private Unternehmen umgewandelt, und viele gehen Joint Ventures mit ausländischen Investoren ein,

Umstrukturierungen in
Indonesien,
Thailand ...

... Malaysia und
China

während die kleineren staatseigenen Unternehmen rasch aus dem staatlichen Sektor verschwinden.

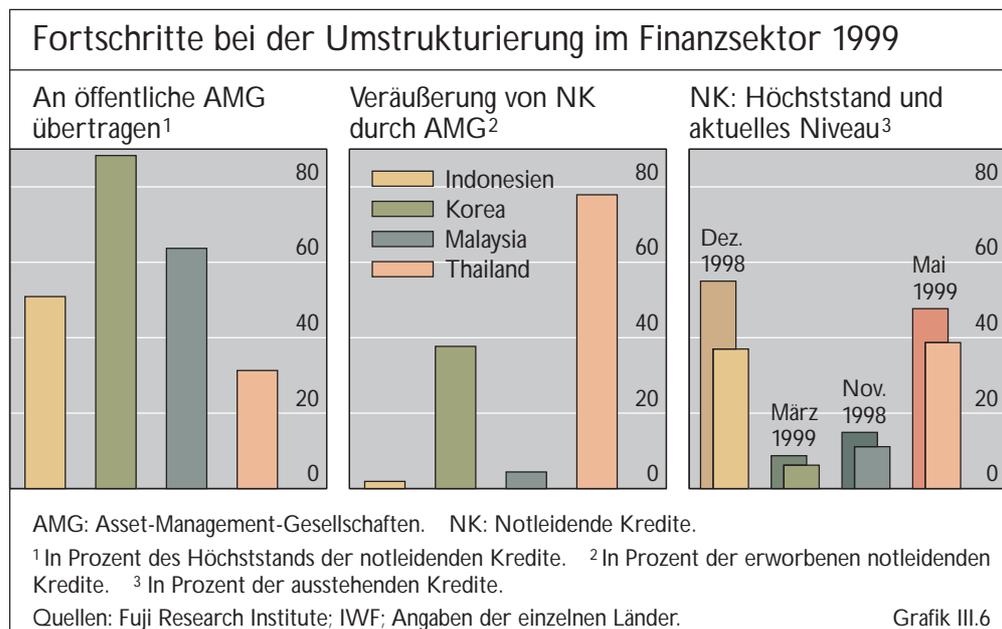
Sanierung der Banken

Zwei Ansätze zur Sanierung der Banken

Bei der Refinanzierung und Sanierung ihres Bankensystems verfolgten die asiatischen Länder im wesentlichen zwei Ansätze, je nach dem Ausmaß der Schwierigkeiten, dem finanzpolitischen Spielraum und den politischen Sachzwängen. In Korea und Malaysia wurde ein interventionistischer Kurs eingeschlagen. Hier mußten die Banken notleidende Kredite mit hohen Abschlägen an Asset-Management-Gesellschaften verkaufen, die im Besitz des Staates sind und von diesem finanziert werden; außerdem wurde geschwächten, aber noch überlebendigen Banken staatliches Kapital zugeführt. Der Ansatz Thailands (und ursprünglich auch Indonesiens) bestand darin, die Lösung mehr den Banken selbst sowie dem Markt zu überlassen. Bei beiden Ansätzen wurden die Einleger im Falle der Schließung, Zusammenlegung oder Verstaatlichung von Banken geschützt. Darüber hinaus wurde die Bankenaufsicht deutlich gestärkt, und durch aufsichtsrechtliche Maßnahmen wurde einer ganzen Reihe von Anliegen Rechnung getragen; hierzu gehörten z.B. Standards für Kreditklassifizierung und Risikovorsorge, die Kreditvergabe an in das Geschäft der betreffenden Bank involvierte Schuldner, wechselseitige Garantien sowie Eigenkapital-, Rechnungslegungs- und Offenlegungsstandards.

Übernahme notleidender Kredite durch Asset-Management-Gesellschaften ...

Als Hauptstrategie zur Wiederbelebung ihrer praktisch lahmgelegten Finanzsysteme errichteten die von der Krise betroffenen asiatischen Volkswirtschaften Asset-Management-Gesellschaften, die notleidende Kredite von in Schwierigkeiten geratenen Banken oder Nichtbankfinanzinstituten aufkauften (Grafik III.6, links). Durch den Verkauf von Krediten zu ihrem geschätzten Marktwert waren die Verluste aus dem Kreditgeschäft für die verkaufenden Institute klar quantifiziert worden, und wenn diese Verluste bewältigt worden waren (s. weiter unten), verfügten die Banken über eine saubere Bilanz, und die



Geschäftsleitung konnte sich auf operative Aspekte konzentrieren. Bislang sind gute Fortschritte erzielt worden. In Korea und Malaysia haben die Asset-Management-Gesellschaften den Erwerb notleidender Kredite aus dem Bankensystem im wesentlichen abgeschlossen, in beiden Fällen mit einem durchschnittlichen Abschlag von knapp über 50%. In Indonesien hatte die betreffende Gesellschaft bis Mai 1999 die Kontrolle über 48 in Konkurs gegangene Banken übernommen und hielt Anteile an rund 200 Unternehmen. In Thailand, wo die Krise zunächst den Nichtbankfinanzsektor erfaßt hatte, errichtete die Regierung zwei staatliche Gesellschaften, die schlechte Aktiva von geschlossenen Finanzunternehmen aufkauften und liquidierten. Beide hatten den Verkauf aller erworbenen wesentlichen Aktiva bis Anfang dieses Jahres weitgehend abgeschlossen. Die Geschäftsbanken mußten jedoch mit ihren notleidenden Krediten meist allein fertig werden, was eine relativ schleppende Abwicklung zur Folge hatte und mehrere Banken veranlaßte, eigene Asset-Management-Gesellschaften zu gründen.

Der Weg über Asset-Management-Gesellschaften war nicht frei von Problemen. Die Verluste beim Verkauf von Krediten an Asset-Management-Gesellschaften führten zu weitverbreiteten Solvenzproblemen, so daß Aktionäre gezwungen waren, ihr Aktienkapital abzuschreiben und zusätzliches Kapital aufzubringen. Wenn nicht genügend Kapital aufgebracht werden konnte, griff der Staat mit Schließungen, erzwungenen Fusionen sowie – in einigen Fällen – Verstaatlichungen ein. So wurden bis Ende 1999 in Thailand 53 Finanzunternehmen und eine Bank geschlossen, in Indonesien 67 Banken und in Korea 5 Geschäftsbanken und 17 Merchant Banks. In allen Ländern wurden zahlreiche Fusionen vollzogen, einschließlich der Gründung von zehn „Anker“-Bankkonzernen in Malaysia im Rahmen eines landesweiten Fusionsprogramms. Die inländischen Banken mußten außerdem Kapital im Ausland aufnehmen, und in Indonesien, Korea und Thailand dürfen inländische Banken nunmehr vollständig in ausländischem Eigentum stehen. Im Zuge dessen haben seit Januar 1998 ausländische Finanzinstitute 18 ostasiatische Banken ganz oder teilweise übernommen.

... aber dennoch
Schließungen und
Fusionen

Die Zuführung staatlichen Kapitals zur Rekapitalisierung der Bankensysteme ergänzte die Aktivitäten der Asset-Management-Gesellschaften. Die Korean Deposit Insurance Corporation begab Staatsanleihen im Wert von \$ 13 Mrd. zur Rekapitalisierung der Bankinstitute, während Malaysia elf Banken, auf die rund 20% der Aktiva des Bankensystems entfielen, frisches Kapital zuführte. In Thailand bot der Staat Banken, die die neuen Vorschriften zur Kreditklassifizierung und zur Bildung von Risikovorsorgen umsetzten, eine Rekapitalisierung an, aber nur wenige Banken erfüllten die strengen Bedingungen. In Indonesien dagegen wählte der Staat auf der Basis von Due-Diligence-Prüfungen acht Privatbanken für eine Rekapitalisierung aus. Eigentümer, die diese Banken weiterhin führen wollten, mußten rund 20% des erforderlichen neuen Kapitals zuführen, nachdem sie ihr vorheriges Eigenkapital auf null abgeschrieben hatten, und erhielten das Vorkaufsrecht für den Rückkauf der Anteile des Staates innerhalb von drei Jahren. Entsprechend dem Ausmaß der Bankenkrise und der Einlagengarantie des Staates werden die Kosten für die Rekapitalisierung des indonesischen Bankensystems auf 50–60% des BIP geschätzt, verglichen mit rund 40% in Thailand, 15% in Korea und 12% in Malaysia.

Teure, aber
notwendige
Kapitalzuführungen

Trade-offs bei Strategien zur Veräußerung notleidender Kredite

Die Asset-Management-Gesellschaften verfolgten bei der Veräußerung der Kredite unterschiedliche Strategien. In Korea wurde der Verkauf recht schnell angegangen, während in Malaysia größeres Gewicht auf die Verwaltung und Umstrukturierung der Aktiva gelegt und erst in der zweiten Jahreshälfte 1999 mit der Veräußerung begonnen wurde (Grafik III.6, Mitte). Da beim letzteren Ansatz mehr Zeit für eine Umstrukturierung der Kredite und der zugrundeliegenden Vermögenswerte zur Verfügung steht, werden möglicherweise höhere Preise erzielt, vor allem bei einer Erholung der Wirtschaft. Das Halten notleidender Kredite geht aber mit beträchtlichen Zinskosten für die Anleihen einher, die im Gegenzug für die notleidenden Kredite an die Banken ausgegeben werden. In Thailand dagegen veräußerten die Asset-Management-Gesellschaften Aktiva, die sie von in Konkurs gegangenen Finanzunternehmen erworben hatten, in einem „Notverkauf“ für rund 25% des Nennwerts.

In China Sanierung der Banken

In anderen Volkswirtschaften machte die Reform des Bankensystems weiterhin kaum Fortschritte. *China* gründete 1999 vier Asset-Management-Gesellschaften. Diese sollten mit Hilfe von Anleihen den Großteil der notleidenden Beträge aus Krediten, die vor 1997 vergeben worden waren und denen noch ein Restwert zugeschrieben wurde, zum Nennwert aufkaufen, während als wertlos angesehene Vermögenswerte von den Banken abzuschreiben waren. Die Modalitäten für die Finanzierung der Asset-Management-Gesellschaften und die Abschreibungen der Verbindlichkeiten müssen noch endgültig festgelegt werden, doch die Asset-Management-Gesellschaften sollten den Erlös aus den Aktiva maximieren, indem sie Sicherheiten zur Stützung der Kredite verkauften sowie notleidende Kredite verbrieften und – auch an ausländische Anleger – versteigerten. Auch Debt/Equity-Swaps sollten eingesetzt werden, die dann von Nutzen sein können, wenn der Cash-flow eines Unternehmens nur für einen Teil der laufenden Zinsbelastung ausreicht, nicht aber, wenn ein Unternehmen seine variablen Kosten nicht decken kann. Dies bedeutet, daß die Sanierung des Bankensektors auch die Umstrukturierung der Staatsbetriebe erfordert. Sobald die Übertragung der notleidenden Kredite an die Asset-Management-Gesellschaften abgeschlossen ist, wird von den Banken erwartet, daß sie sich auf kommerzielle Kredite konzentrieren, wobei die Geschäftsleitung die Verantwortung für künftige Verluste aus dem Kreditgeschäft übernehmen und sich verpflichten soll, bestimmte Leistungsvorgaben zu erfüllen.

In Korea, Malaysia und Thailand positive Auswirkungen der Reformen ...

Es ist noch zu früh, um die vollständigen Auswirkungen dieser Reformen auf das laufende Geschäft der Banken abzuschätzen. In Korea und Malaysia führte die Übertragung notleidender Kredite an Asset-Management-Gesellschaften zu einer recht raschen Stärkung der Bankbilanzen (Grafik III.6, rechts, und Tabelle III.5). In Thailand, wo die Banken mit ihren Krediten allein fertig werden mußten, sank der Anteil notleidender Kredite am gesamten Kreditvolumen von seinem Höchstwert von 48% im Mai 1999 auf 38% im Januar dieses Jahres; dieser Fortschritt hat sich jedoch in den letzten Monaten abgeschwächt, und es wird befürchtet, daß der Anteil der notleidenden Kredite wieder zunehmen könnte. Durch die Schließung von Niederlassungen begannen auch die Betriebskosten zu sinken. In den koreanischen Geschäftsbanken ging die Beschäftigung um rund 25% zurück, und die verbliebenen Mitarbeiter mußten Lohnkürzungen in Kauf nehmen. Infolge einer Wiederbelebung des Wirtschaftswachstums und der

Kennzahlen für die Ertragskraft der Banken in Krisenländern Asiens								
	Korea		Thailand		Malaysia		Indonesien	
	1996	1999	1997	1999	1997	1999	1997	1999
am Jahresende; Prozent und Prozentpunkte								
Notleidende Kredite ¹	4,1	6,2 ²	22,5	38,6	3,2	9,0	7,1	37,0
Kapitalrentabilität	0,3	3,3 ²	-0,1	-2,5 ³	0,6	-0,2 ³	-0,1	-17,4 ³
Zinsspanne ⁴	3,6	2,2	3,8	4,8	2,5	4,4	1,5	7,7
Eigenkapitalquote ⁵	9,1	9,8 ⁶	9,3	12,4	10,3	12,5	4,6	-18,2 ²

¹ In Prozent aller Kredite von Geschäftsbanken; nach der Definition der einzelnen Länder. Ohne an Asset-Management-Gesellschaften übertragene Kredite. ² September. ³ Dezember 1998. ⁴ Kurzfristiger Kreditzins abzüglich des kurzfristigen Einlagenzinses. ⁵ Risikogewichtet. ⁶ Juni.
Quellen: Fitch-IBCA; IWF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.5

Kurssteigerungen am Aktienmarkt verbesserte sich im ersten Halbjahr 1999 auch die Rentabilität der koreanischen Banken. Da jedoch einige der bereits vereinbarten Schuldenabkommen der großen Chaebol wiederaufgerollt werden, müssen die Banken möglicherweise zusätzliche Verluste hinnehmen.

In anderen Ländern erlitten die Banken nach wie vor Verluste. Um die Verbesserungen in den Bilanzen aufrechtzuerhalten, müssen die Banken daher unbedingt ihre Geschäftspraktiken wie Risikoanalyse, Kreditgenehmigung und Kontrollverfahren verbessern und ihre Rentabilität durch Kostensenkungen und Konzentration auf ihre Stärken im Kerngeschäft erhöhen. Die Aufsichtsbehörden werden weiterhin die verschärften aufsichtsrechtlichen Vorschriften durch eine strenge Überwachung durchsetzen und außerdem entscheiden müssen, wann und wie Banken, die verstaatlicht wurden, wieder in private Hände übergehen sollen. Die stärkere Präsenz ausländischer Finanzinstitute könnte entscheidend zu einer nachhaltigeren Veränderung der asiatischen Bankenkultur in Zukunft beitragen.

... ansonsten nach wie vor großer Handlungsbedarf

Unterschiedliche und ungewöhnliche Ergebnisse in den lateinamerikanischen Ländern

Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Lateinamerika wies im vergangenen Jahr einige ungewöhnliche Merkmale auf, nicht nur im Verhältnis zu anderen aufstrebenden Volkswirtschaften, sondern auch im Vergleich zum langfristigen Durchschnitt. Erstens befand sich Lateinamerika – mit Mexiko als bedeutender Ausnahme – 1999 fast das ganze Jahr hindurch in einer Rezession, und das durchschnittliche Wachstum ging gegenüber 1998 spürbar zurück. Zweitens waren die Wachstumsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern infolge binnen- wie auch außenwirtschaftlicher Faktoren mehr als doppelt so groß. Drittens führte die Abwertung der Währungen oder sogar die Abschaffung früherer Wechselkursbindungen anders als in der Vergangenheit nicht zu höherer Inflation.

Obwohl die meisten lateinamerikanischen Länder relativ geschlossene Volkswirtschaften sind, lassen sich die niedrigen und voneinander abweichenden Wachstumsraten im vergangenen Jahr zum großen Teil auf Unterschiede in den Exportergebnissen und Veränderungen der Terms of Trade zurückführen

Auswirkungen außenwirtschaftlicher Faktoren

(Tabelle III.6). Insbesondere Argentinien mußte einen heftigen Terms-of-Trade-Schock hinnehmen, der im wesentlichen durch die niedrigen Nahrungsmittelpreise bedingt war. Darüber hinaus sanken die Exportvolumina aufgrund von Abwertungen in den Nachbarländern, der allgemeinen Konjunkturabschwächung in der Region und vor allem der Entwicklungen in Brasilien, dem Hauptabnehmer argentinischer Exporte. Das Wachstum der Exporterlöse in Mexiko wurde dagegen durch die Dynamik der US-Wirtschaft und den Anstieg der Ölpreise begünstigt. Andere Länder, wie Chile und Peru, profitierten vom Anziehen der Metallpreise, während der anhaltende Rückgang der Preise für Nahrungs- und Genußmittel zusammen mit der Nachfrageschwäche in der Region das Wachstum in Bolivien, Kolumbien, Paraguay und Uruguay dämpfte.

In Brasilien trotz Währungsabwertung ...

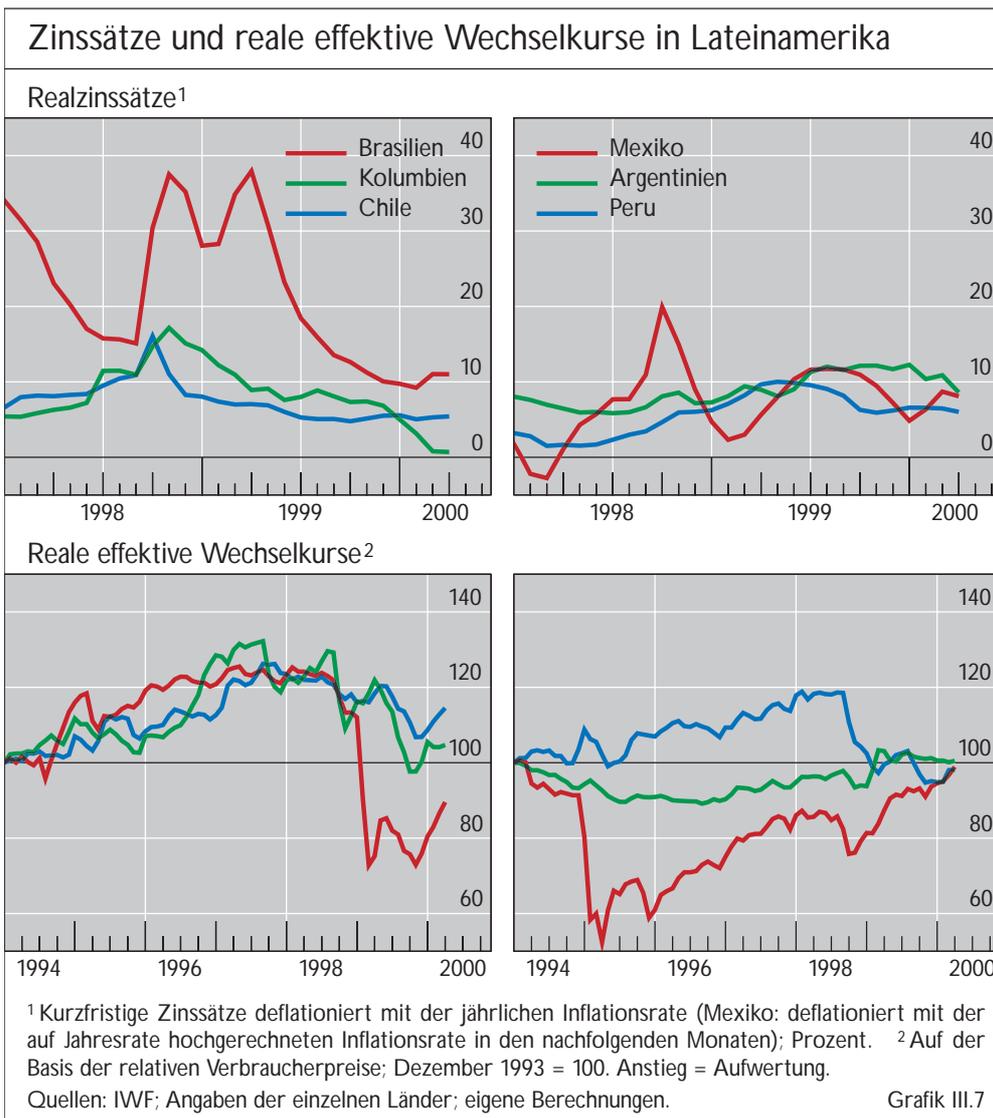
Binnenwirtschaftliche Faktoren und Maßnahmen spielten bei den unterschiedlichen Wachstumsergebnissen ebenfalls eine wichtige Rolle. Ein Schlüsselereignis war die Abwertung des Real in *Brasilien* Anfang 1999 (Grafik III.7), die unmittelbar eine Verschlechterung der Erwartungen für das Produktionswachstum und die Inflationsrate zur Folge hatte. Die Abschaffung des nahezu festen Wechselkursregimes löste jedoch keine Krise aus, was vor allem darauf zurückzuführen war, daß die Nachfrage bereits relativ verhalten war und die Einführung einer straffen Geldpolitik und neuer finanzpolitischer Sparmaßnahmen die Anleger beruhigte und die Auswirkungen auf die Inflation begrenzte. Darüber hinaus verursachte die Abwertung keine akuten Probleme im Bankensystem, da die meisten Banken über ein günstiges Verhältnis der in Dollar denominierten Aktiva und Passiva sowie über ein gut geführtes Derivatgeschäft verfügten. Insbesondere konnten die Banken dank ihrer umfangreichen Bestände an liquiden, zinsvariablen und dollarindexierten Staatstiteln ohne ernsthafte Liquiditätsprobleme den Abzug von Einlagen bewältigen und die Streichung der Kreditlinien durch ausländische Banken verkraften.

... keine Krise ...

Nachdem die wirtschaftspolitischen Maßnahmen ergriffen waren, begann der finanzielle Druck von außen nachzulassen. Der IWF kündigte im März 1999 eine zweite Tranche finanzieller Unterstützung an, und mit einigen der internationalen Banken wurde eine informelle Vereinbarung über die Erneuerung der bestehenden Kreditlinien erzielt; dies erlaubte es den Währungsbehörden, die Zinsen Ende März gegenüber ihrem Höchstwert von 45% zu senken. Zusammen mit der Änderung in den relativen Preisen infolge der Währungsabwertung führte die Lockerung der Geldpolitik zu einer Produktionsausweitung im Bereich der

Exportergebnisse wichtiger Länder in Lateinamerika 1999							
	Veränderung ¹			Zielland/-region ²			
	Preise ³	Volumen	Wert ³	USA	Europäische Union	Asien	Lateinamerika
Argentinien	-13,4 ⁴	2,2	-11,5	10,2	20,6	15,5	43,2
Brasilien	-11,3	6,4	- 6,1	22,8	28,8	12,0	23,4
Mexiko	3,7	12,2	16,4	83,0	3,5	2,2	5,1

¹Veränderung gegenüber 1998 in Prozent. ²In Prozent der Exporte insgesamt. ³Auf US-Dollar-Basis. ⁴Bis 3. Quartal.
 Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle III.6



handelbaren Güter, obwohl die Reagibilität der Exporte durch die Dominanz von Rohstoffen mit sinkenden Preisen und die Rezession in den Nachbarländern begrenzt wurde.

Die Wiederherstellung des Vertrauens in Brasilien war auch abhängig von der Rückführung des Haushaltsdefizits auf ein tragfähigeres Niveau (Tabelle III.7). Zwar erzielte der Staat letztlich einen Primärüberschuß von knapp über 3% des BIP, doch waren einige der ergriffenen Maßnahmen vorübergehender oder einmaliger Natur, da kein Konsens für weiterreichende Strukturmaßnahmen gefunden werden konnte. Da das nominale Defizit nach wie vor bei knapp 10% des BIP lag, führten Bedenken hinsichtlich der Stabilität des Haushalts außerdem zu erneuter Unsicherheit am Devisenmarkt. Um den Wertverlust der Währung zu begrenzen, griff die Regierung wieder auf die Emission von dollarindexierten Anleihen zurück und vereinbarte mit dem IWF eine Senkung des Mindestbestands an Nettowährungsreserven. Diese Maßnahmen dürften zwar die längerfristigen Risiken verschärft haben, doch ermöglichten sie letztendlich eine weitere Senkung der Zinsen.

... allerdings
Bedenken in bezug
auf das Haushalts-
defizit

In Mexiko starkes
Wachstum ...

Im Gegensatz zu den meisten anderen Ländern wurde Mexiko von den Ereignissen in Brasilien kaum angesteckt. Eine kräftige Zunahme der Exporte, begünstigt durch die anhaltende Dynamik der US-Wirtschaft, bremste den Konjunkturabschwung Anfang 1999, während sich das Wachstum in der zweiten Hälfte des Jahres vor allem auf die Inlandsnachfrage stützte. Angetrieben durch ein hohes Beschäftigungswachstum und die Einkommenseffekte der gestiegenen Ölpreise nahm der private Verbrauch kräftig zu, während die Investitionstätigkeit von einer weiteren Lockerung der Geldpolitik profitierte. Bemerkenswert ist auch, daß sich die Inlandsnachfrage in den letzten vier Jahren um insgesamt 25% erhöhte, ohne daß die Kreditvergabe durch die Banken zugenommen hätte. Diese Tatsache spiegelt zum Teil eine fehlende Kreditnachfrage wider, denn die Unternehmensinvestitionen wurden im wesentlichen durch den Zufluß von Direktinvestitionen finanziert. Sie erklärt sich jedoch auch durch das Zögern der Banken, Kredite an risikoreiche Wirtschaftsbereiche zu vergeben, sowie durch die langsamen Fortschritte bei der Umstrukturierung der Bankbilanzen und der Umgestaltung des gesetzlichen Rahmenwerks, innerhalb dessen die Banken tätig sind.

... in Argentinien
dagegen tiefe
Rezession

Die Rezession in Argentinien darf nicht nur außenwirtschaftlichen Faktoren zugeschrieben werden. Aufgrund des Konvertibilitätsgesetzes und der wachsenden Abhängigkeit Argentiniens von ausländischen Finanzquellen wirkten sich

Haushaltssalden und öffentliche Verschuldung									
	Nominaler Saldo			Zinszahlungen			Öffentliche Verschuldung		
	1996	1998	1999 ts	1996	1998	1999 ts	1996	1998	1999 ts
	in Prozent des BIP								
Asien									
China	-0,8 ¹	-1,2	- 2,1	0,8 ¹	1,0	...	7,4 ¹	9,9	...
Hongkong	2,2	-1,8	- 0,1	-	-	-	-	-	-
Indien	-4,7	-5,9	- 5,7	4,2	4,4	...	47,9	49,8	...
Korea	0,3	-4,2	- 2,9	0,5	0,8	...	12,0	19,5	22,2
Singapur	14,7	16,7	10,1	-	-	-	73,7	83,1	87,4
Taiwan	-3,3	0,7	- 0,9	1,6	1,5	1,4	22,9	24,0	25,5
Indonesien	1,1	-2,5	- 2,7	2,0	2,4	3,8	27,3	73,9	60,0
Malaysia	0,7	-1,9	- 3,4	2,7	2,6	2,8	35,9	38,3	40,0
Philippinen	-0,3	-1,8	- 3,6	3,4	3,6	3,4
Thailand	3,0	-2,9	- 3,4	0,2	0,2	1,0	13,5	22,1	37,1
Lateinamerika									
Argentinien	-2,2	-1,4	- 2,6	1,7	2,2	2,9	35,7	37,7	43,1
Brasilien	-5,9	-8,1	-10,0	5,8	8,1	13,1	33,3	42,4	47,0
Chile	2,3	0,4	- 1,5	0,6	0,7	0,4	38,4	35,3	34,2
Kolumbien	-1,7	-3,4	- 4,3	3,5	4,2	3,8	13,9	21,6	29,8
Mexiko	-	-1,3	- 1,1	4,4	2,9	3,6	30,5	27,9	25,3
Peru	-1,1	-0,6	- 2,5	2,2	1,7	1,9	25,4	20,4	20,6
Venezuela	0,7	-4,2	- 2,8	5,0	3,0	3,3	48,8	28,9	29,5

Anmerkung: Bei Ländervergleichen ist zu beachten, daß der öffentliche Sektor unterschiedlich definiert ist.
¹ 1997.
 Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.7

Veränderungen der außenwirtschaftlichen Bedingungen unmittelbar auf die Wirtschaftspolitik im Inland aus. So wurden die Zinssätze im Anschluß an die Abwertung in Brasilien nach oben getrieben. Als später die Steuereinnahmen infolge niedrigerer Nominaleinkommen rückläufig waren und der Schuldendienst zunahm, wuchs die Unsicherheit, ob die mit dem IWF vereinbarten haushaltspolitischen Ziele erreicht werden würden. Die Unsicherheit und der damit verbundene Zinsauftrieb wurden noch durch die Besorgnis verstärkt, daß es für den Staat schwierig werden könnte, selbst einen geringen Anstieg des Defizits (1,2% in Relation zum BIP) zu finanzieren, da er bereits massiv Schuldtitel an den internationalen Kapitalmärkten begab, um das Leistungsbilanzdefizit sowie Tilgungszahlungen zu finanzieren (Tabelle III.4). Wenngleich die Ankündigung strengerer finanzpolitischer Maßnahmen bis zum Jahresende eine gewisse Erleichterung brachte, bedeutete die Notwendigkeit, den Wechselkurs zu stützen, daß die Zinsen auf hohem Niveau gehalten werden mußten. So zeigte sich das Fehlen eines binnenwirtschaftlichen Instruments zur Abfederung der Effekte nachteiliger außenwirtschaftlicher Entwicklungen in dem Rückgang der Verbraucherpreise um 2% im Laufe des Jahres 1999.

Anders als Argentinien konnte *Chile* die geldpolitischen Bedingungen in Reaktion auf die durch außenwirtschaftliche Faktoren verursachte Rezession Anfang des Jahres lockern, und dank seiner soliden Haushaltssposition konnte es die Fiskalpolitik antizyklisch einsetzen. Dagegen führten in *Ecuador* und *Venezuela*, die beide vom Anstieg der Ölpreise profitiert hatten, Unsicherheit über wirtschaftspolitische Maßnahmen und andere binnenwirtschaftliche Ereignisse zu einem steilen Rückgang der Produktion.

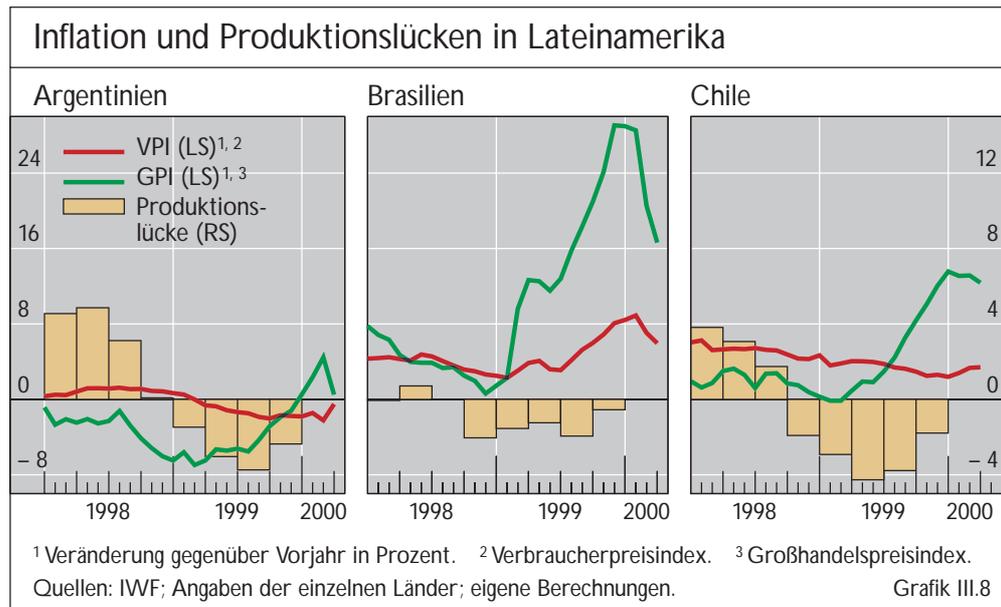
Entwicklung der Inflation

Eine bemerkenswerte Entwicklung in Lateinamerika im vergangenen Jahr war die Eindämmung der Inflation auf niedrigem Niveau in den meisten Ländern. Die durchschnittliche Inflationsrate der Region sank auf 9% und der Medianwert auf nur 4%. Darüber hinaus verzeichneten einige Länder mit traditionell starkem Preisanstieg (Kolumbien, Uruguay, Venezuela) die tiefste Inflationsrate seit Jahrzehnten. Dieses Ergebnis war um so beachtenswerter, als der nominale Wechselkurs in vielen Ländern niedriger war und sich Abwertungen in der Vergangenheit hier stets in deutlich höheren Inflationsraten niedergeschlagen hatten.

Einige der disinflationären Einflüsse von 1999 könnten sich möglicherweise als nur vorübergehend erweisen. Erstens wurde der Inflationsrückgang über gesunkene Einfuhrpreise in US-Dollar sowie – im Falle Mexikos – über eine Aufwertung des Peso gegenüber dem Dollar importiert. Zweitens verzeichneten die meisten Volkswirtschaften eine geringe Kapazitätsauslastung und ein rezessives Umfeld, so daß die Unternehmen dazu neigten, ihre Gewinnspannen zu reduzieren, und die Arbeitnehmer Lohnzurückhaltung übten. In Brasilien beispielsweise waren die Gewinnspannen in den meisten Industriezweigen bereits vor der Abwertung zurückgegangen, und die Reallöhne waren bis Ende 1999 um 8% gefallen. Darüber hinaus trug eine schwache Nachfrage dazu bei, daß Veränderungen der Import- und Großhandelspreise nur in relativ geringem Maße auf die Verbraucherpreise durchschlugen. Auch für andere Länder schienen ein solcher Rückgang der Gewinnspannen und eine

Eindämmung der Inflation ...

... vielleicht nur vorübergehend ...



geringe Durchleitung der Wechselkurs- und Importpreisveränderungen zu gelten (Grafik III.8).

... aber
möglicherweise
auch dauerhaft

Allerdings gibt es verschiedene Gründe, weshalb die gegenwärtigen niedrigen Inflationsraten in Lateinamerika auch von Dauer sein könnten. Die Deregulierung hat die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaften erhöht, und die Liberalisierung des Außenhandels hat die Inlandsmärkte stärker der ausländischen Konkurrenz geöffnet, auch wenn Importe nach wie vor nur einen geringen Teil der Gesamtausgaben ausmachen. Mit der Etablierung der niedrigen Inflationsraten wurden außerdem Indexierungsmechanismen abgeschafft. Da die meisten Länder mittlerweile zu einem frei schwankenden Wechselkurs übergegangen sind und sich die Wechselkurse tatsächlich in beide Richtungen bewegen, werden die Unternehmen überdies bei der Anpassung ihrer Preise an Wechselkursveränderungen möglicherweise künftig größere Vorsicht walten lassen. Im Bewußtsein der Risiken eines Wiederaufflammens der Inflation schließlich haben die Währungsbehörden die Zinsen in den meisten Ländern auf einem relativ hohen Niveau gehalten und darauf verzichtet, fiskalpolitische Maßnahmen zur Milderung der Rezession einzusetzen. Ein solch umsichtiger Kurs dürfte dazu beigetragen haben, die Inflationserwartungen zu dämpfen, und da er zur Folge hatte, daß sich die nominale Abwertung der Währungen teilweise umgekehrt hat, dürfte er auch mitgeholfen haben, den tatsächlichen Preisanstieg in Schach zu halten.

Große außenwirtschaftliche Ungleichgewichte

Infolge hoher
Leistungsbilanz-
defizite ...

Obwohl die Produktion in der Region rückläufig war oder stagnierte, waren die Leistungsbilanzdefizite nach wie vor hoch, vor allem in Argentinien und Brasilien, wo sie weiterhin 4% des BIP überstiegen. Während sich die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in Chile und Kolumbien deutlich verringerten, blieben sie in Mexiko und anderen Ländern relativ groß, insbesondere angesichts der Phase im Konjunkturzyklus und einer recht günstigen Weltwirtschaftslage. Ein wichtiger Faktor war hier, daß einige Länder sehr stark von der langsamen

Erholung bzw. dem anhaltenden Rückgang der Rohstoffpreise (ohne Öl) betroffen waren. Darüber hinaus dürften Zuflüsse von Direktinvestitionen in Form von Investitionen für neue Projekte trotz ihres unmittelbaren Beitrags zur Finanzierung der Leistungsbilanzungleichgewichte zu einer Ausweitung dieser Ungleichgewichte geführt haben. So ziehen z.B. ausländische Investitionen in den Montageunternehmen, über die der Großteil des Handels zwischen Mexiko und den USA läuft, direkt höhere Importe von Investitionsgütern nach sich. Außerdem steigern solche Kapitalzuflüsse tendenziell das Inlandseinkommen und treiben dadurch die Importe noch weiter in die Höhe. Ausländische Investitionen im Bereich der nichthandelbaren Güter können ebenfalls größere Leistungsbilanzungleichgewichte zur Folge haben, da die Unternehmen Gewinne erzielen, ohne ihre Kapazitäten für den Export bzw. die Importsubstitution erweitert zu haben.

Eine weitere und möglicherweise noch wichtigere Frage ist, ob die Zuflüsse von Direktinvestitionen das Niveau der letzten Jahre halten können. In Argentinien spielten Kapitalzuflüsse im Zusammenhang mit Privatisierungen eine bedeutende Rolle und machten im vergangenen Jahr die Hälfte der gesamten Kapitalzuflüsse aus. Aber es gibt natürlich Grenzen für diese Art von Kapitalzuflüssen, und in Brasilien ging der Anteil der ausländischen Direktinvestitionen im Zusammenhang mit Privatisierungen 1999 sogar zurück. Fusionen und Übernahmen waren ebenfalls ein wesentlicher Faktor und dürften dadurch begünstigt worden sein, daß die inländischen Unternehmen in Anbetracht des niedrigeren Wechselkurses als preiswerter erachtet wurden. Die ausländischen Direktinvestitionen in Lateinamerika wurden aber auch durch Strukturreformen angeregt, die es Gebietsfremden ermöglichten, in einer wachsenden Zahl von Wirtschaftsbereichen zu investieren, was sich noch mehrere Jahre lang auswirken dürfte. In den Fällen, in denen Gebietsfremde zunächst über Privatisierungen, Fusionen oder Übernahmen Zugang zum Markt erlangten, folgte darüber hinaus häufig eine Ausweitung des Kapitalstocks.

Ungeachtet der relativen Leichtigkeit, mit der die Leistungsbilanzdefizite finanziert wurden, läßt der weitere Anstieg der Auslandsverschuldung in Relation zum BIP im vergangenen Jahr darauf schließen, daß die meisten lateinamerikanischen Länder gegenüber Veränderungen in den internationalen Finanzbedingungen, einschließlich höherer Zinsen in den Industrieländern, nach wie vor äußerst exponiert sind.

Afrika

Trotz der Erholung der weltweiten Nachfrage und der damit verbundenen Verbesserung der Finanzlage verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum in Afrika auf etwa 2½%, verglichen mit über 3% im Jahr 1998. Wiederum blieb die gesamtwirtschaftliche Entwicklung wegen der grundlegenden Strukturschwäche des Kontinents (geringe Integration in die Weltwirtschaft, zu starkes Gewicht auf der Landwirtschaft und dem Export von Primärrohstoffen) von den veränderten globalen Nachfragebedingungen relativ unberührt, war jedoch extrem anfällig gegenüber Veränderungen der Terms of Trade. Aufgrund der schwachen Kontrollmechanismen, des rudimentären Finanzsystems und einer niedrigen Ersparnis ist außerdem die Widerstandsfähigkeit gegenüber binnenwirtschaftlichen Schocks

... Besorgnis über Dauerhaftigkeit der Zuflüsse von Direktinvestitionen ...

... und Anfälligkeit gegenüber Zinsänderungen im Ausland

Langsameres Wachstum u.a. aufgrund von Strukturschwächen

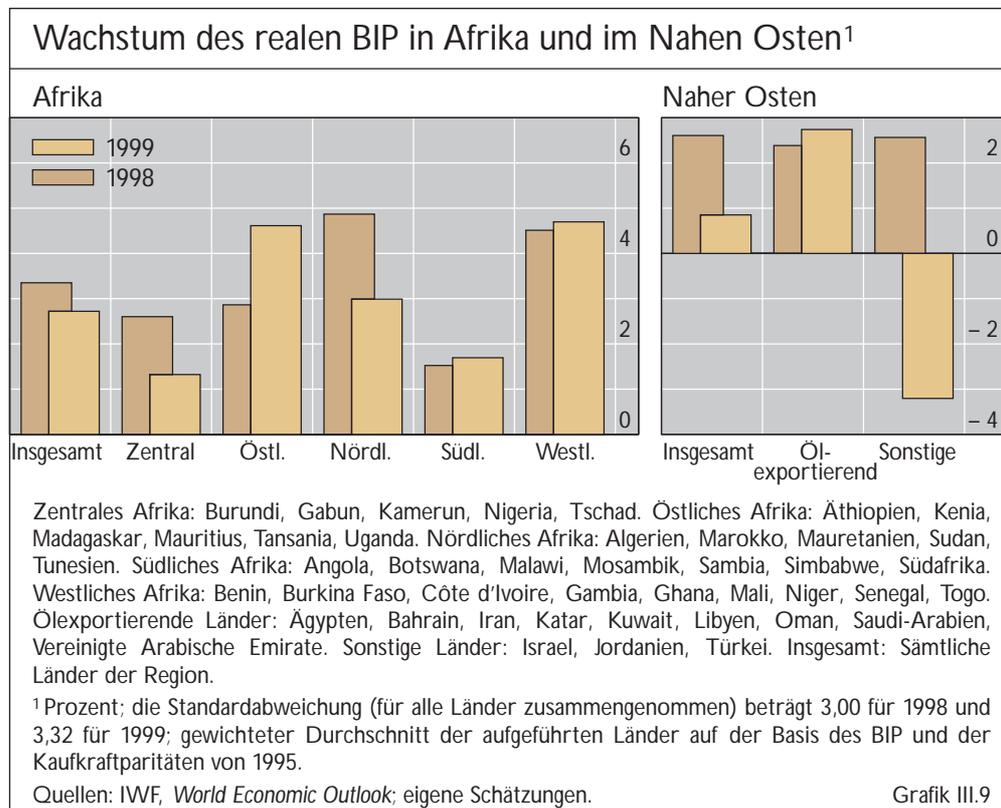
gering, so daß die Wachstumsraten der einzelnen afrikanischen Länder in der Regel weit stärker voneinander abweichen, als dies in anderen Gruppen aufstrebender Volkswirtschaften der Fall ist. Beispielsweise stützten höhere Preise für Industrierohstoffe, ihrerseits ein Ergebnis des lebhafteren weltweiten Wachstums, im Jahr 1999 das Realeinkommen in vielen Ländern Afrikas. Gleichzeitig jedoch forderten politische Unruhen und der Verlust der geldpolitischen Kontrolle in Angola und in der Demokratischen Republik Kongo, die Deflation in Burkina Faso und im Tschad sowie ungünstige Wetterbedingungen in anderen Ländern (z.B. Marokko) ihren Tribut bei der Produktion und führten dazu, daß das durchschnittliche BIP-Wachstum in Afrika zurückging.

Fortschritt bei der Eindämmung der Inflation

Angesichts des unerwartet niedrigen Wachstums konnte die Inflationsrate in vielen Ländern weiter zurückgeführt werden. Läßt man die beiden Länder, in denen die Geldpolitik außer Kontrolle geriet, außer acht, so fiel die durchschnittliche Inflation auf etwa 7% und der Medianwert auf nur 4%, den tiefsten Wert der neunziger Jahre. Wie bereits in der Vergangenheit war die Inflation in den CFA-Ländern am niedrigsten; die Hälfte dieser Länder wies entweder sinkende Preise oder Preissteigerungen von unter 1% auf. In Malawi und Simbabwe hingegen stieg die Inflation auf 45% bzw. 60%, und Sambia, Ghana und der Sudan hatten Inflationsraten bis fast 30% zu verzeichnen.

Große Wachstumsunterschiede zwischen den einzelnen Regionen

Auch zwischen den einzelnen afrikanischen Regionen gab es im vergangenen Jahr Unterschiede in der Wirtschaftsentwicklung (Grafik III.9). So war das langsamere Wachstum im Norden des Kontinents hauptsächlich auf die deutliche Abschwächung in Marokko zurückzuführen, während die relativ hohen Wachstumsraten im Westen der Erholung in Ghana zuzuschreiben waren, durch die



die schwächere Wirtschaftsleistung in Côte d'Ivoire mehr als wettgemacht wurde. Rätselhaft ist dagegen die Verlangsamung in der Mitte des Kontinents, da drei der ölexportierenden Länder Afrikas (Gabun, Kamerun, Nigeria) in dieser Region liegen. In anderen afrikanischen Regionen wird die unterschiedliche Wirtschaftsleistung durch eine relativ starke Heterogenität der Länder untereinander „ausgeglichen“. Beispielsweise hatte der Osten eine deutlich verbesserte Produktionsleistung zu verzeichnen, da die Auswirkungen der anhaltenden Agrarpreisschwäche in Kenia, Tansania und Uganda durch das wiedereinsetzende Wachstum in Äthiopien mehr als aufgefangen wurden, und das geringe Wachstum im Süden ist in erster Linie auf die nachlassende Wirtschaftsleistung in Simbabwe und die anhaltende Konjunkturschwäche in Südafrika zurückzuführen.

In den neunziger Jahren legte das BIP Südafrikas im Durchschnitt nur um 1% zu, während die Arbeitslosenquote auf nahezu 40% anstieg. Obwohl die tatsächliche Quote etwas niedriger ist, da viele Erwerbslose in einem Bereich arbeiten, der nicht offiziell erfaßt ist, oder nicht gemeldete Auftragsarbeiten annehmen, wären wohl mehrere Jahre hohen und stabilen Wachstums erforderlich, um die Arbeitslosigkeit zu senken und eine ausgeglichene Einkommensverteilung herbeizuführen. Um ein höheres Produktions- und Beschäftigungswachstum sicherzustellen, ist es zwingend notwendig, daß die Investitionsquote gegenüber dem jetzigen Stand von nur 15% in Relation zum BIP wesentlich erhöht wird, daß es aber gleichzeitig zu einer Mäßigung bei den Reallöhnen kommt, damit die Unternehmen veranlaßt werden, eine arbeitsintensivere Ausrüstung einzusetzen. Die Einführung eines Inflationsziels für die Geldpolitik könnte zwar zur Eindämmung von Inflation und Inflationsängsten beitragen, reicht aber wahrscheinlich nicht aus, um Südafrika für ausländische Direktinvestitionen attraktiver zu machen. Im letzten Jahrzehnt verzeichnete Südafrika sogar einen Nettoabfluß von Direktinvestitionen, da ein schleppendes Produktivitätswachstum und relativ hohe Lohnstückkosten insbesondere auf neue Projekte abschreckend wirkten.

In Südafrika
höheres und
arbeitsintensiveres
Wachstum nötig

Allerdings dürfte der Mangel an Wettbewerbsfähigkeit nicht der einzige Grund dafür sein, daß Südafrika – und tatsächlich der gesamte afrikanische

Monetäre Kennzahlen für Afrika ¹								
	Breit abgegrenzte Geldmenge		Kredite an den Staat		Kredite an den privaten Sektor			
	in Prozent des BIP						in Prozent der Inlands-kredite insgesamt	
	1992–94	1995–98	1992–94	1995–98	1992–94	1995–98	1992–94	1995–98
Zentrales Afrika	20	15	18	6	9	9	33	58
Östliches Afrika	36	39	15	12	17	22	47	66
Nördliches Afrika	65	59	28	19	21	29	34	44
Südliches Afrika	40	43	2	2	48	53	84	85
Westliches Afrika	23	22	9	9	15	12	64	61

Anmerkung: Erläuterung der Ländergruppen s. Grafik III.9.
¹ Jahresdurchschnitt für den 3- bzw. 4-Jahres-Zeitraum.
 Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen.

Tabelle III.8

Hindernisse für
Zuflüsse von
Direktinvestitionen

Kontinent – vom weltweiten Schub ausländischer Direktinvestitionen in aufstrebende Volkswirtschaften kaum profitieren konnte. Noch größere Probleme in einigen Ländern sind politische Instabilität und schwache Rechtssysteme. Auch eine stärkere Diversifizierung der Produktions- und Exportstrukturen würde dazu beitragen, die afrikanischen Volkswirtschaften für ausländische Direktinvestitionen attraktiver zu machen. Außerdem verhinderten die mangelnde finanzielle Tiefe und die geringe Größe der Märkte auch weiterhin die notwendige Mobilisierung ausländischen Kapitals und inländischer Ersparnis. Somit ist der Finanzsektor in Afrika verglichen mit den weiter fortgeschrittenen Volkswirtschaften in Asien und Lateinamerika klein geblieben. Nimmt man das Verhältnis der breit abgegrenzten Geldmenge zum BIP als Maß für die Tiefe des Finanzsystems, so verfügen nur Algerien, Kenia, Marokko, Mauritius, Südafrika und Tunesien über ein relativ gut entwickeltes System (Tabelle III.8). Zudem hat sich die Finanzintermediation – gemessen an der Kreditvergabe an den Privatsektor in Relation zum BIP – nur geringfügig ausgeweitet.

Strukturelle
Hindernisse bei der
Entwicklung des
Finanzsektors

Die Schaffung eines gut funktionierenden Finanzsystems kann eine Schlüsselrolle dabei spielen, ausländische Investoren anzuziehen. Allerdings sieht sich Afrika in dieser Hinsicht noch mit verschiedenen strukturellen und politischen Problemen konfrontiert. Erstens kommt es angesichts der Wirtschaftsstruktur der meisten Länder (mit einem erheblichen Agraranteil und überwiegend eigenfinanzierten Investitionen) in der Regel nur in geringem Ausmaß zu Finanzintermediation. Zweitens haben große staatseigene Banken die Entwicklung eines effizienteren und wettbewerbsfähigeren Finanzsektors behindert. Drittens wurde in den afrikanischen Ländern bis Mitte der neunziger Jahre vorzugsweise der „reale“ Sektor durch Vorzugskredite für ausgewählte Aktivitäten unterstützt. In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre änderten sich die Strategien immer stärker zugunsten einer Liberalisierung der Finanzmärkte mit der Deregulierung der Zinsen, der Unabhängigkeit der Zentralbanken, der Zulassung neuer Banken und somit einer größeren Rolle der Finanzinstitute bei der Kapitalallokation. Bisher hatten diese Reformen jedoch erst relativ begrenzte Auswirkungen.

Naher Osten

In Ägypten bessere
Ergebnisse durch
Reformen

Die Instabilität der Ölpreise im vergangenen Jahrzehnt drückte zweifellos auf das Wirtschaftswachstum und die Investitionstätigkeit im Nahen Osten. Allerdings gab es in den letzten Jahren Anzeichen einer Erholung, insbesondere in den Ländern, in denen eine Verlagerung hin zu einer stärker marktorientierten Wirtschaftspolitik zu beobachten war. So erreichte Ägypten nach der Einführung eines einheitlichen Wechselkurses zu Beginn der neunziger Jahre und der Umsetzung weitreichender Strukturreformen in den vergangenen fünf Jahren ein durchschnittliches Wachstum von rund 5%, während die Inflation im selben Zeitraum nach und nach auf 3% sank. Saudi-Arabien kündigte ebenfalls Maßnahmen an, um die Wirtschaft des Landes für ausländische Investitionen zu öffnen und eine Diversifizierung aus dem Öl heraus zu erreichen. Die Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Leistung im vergangenen Jahr ist jedoch in erster Linie auf die hohen Ölpreise zurückzuführen; diese trugen dazu bei, daß das

Haushaltsdefizit auf etwa 6% und das Leistungsbilanzdefizit auf 3% des BIP gesenkt werden konnten.

Die Wirtschaft in der *Türkei* war 1999 drei großen Schockeinflüssen ausgesetzt: dem Verlust wichtiger Exportmärkte, dem Abzug ausländischen Kapitals nach dem russischen Schuldenmoratorium von 1998 und dem Erdbeben im August, das der Wirtschaft enormen Schaden zufügte. In der ersten Hälfte des Jahres 1999 verstärkten die auf Eindämmung der Inflation ausgerichteten hohen Realzinssätze die rezessiven Tendenzen noch, und die reale Produktion ging um schätzungsweise 5% zurück. Auch in *Israel* war die Wirtschaftstätigkeit im ersten Halbjahr 1999 eher schwach. Allerdings schienen sich die Ankündigung haushaltspolitischer Sparmaßnahmen und ein Inflationsziel von 3–4% für die kommenden zwei Jahre in Verbindung mit der lebhafteren globalen Nachfrage positiv auf die Erwartungen und das Vertrauen auszuwirken, und in der zweiten Jahreshälfte stieg das durch die Exporte und den Verbrauch getriebene BIP-Wachstum auf eine Jahresrate von 5%. Darüber hinaus ging die Inflationsrate trotz der dynamischen Wirtschaftsentwicklung bis Ende des Jahres auf nur noch 1,3% zurück.

In der Türkei
Produktions-
schocks ...

... in Israel dagegen
Aufschwung

Mittel- und Osteuropa

Entwicklungen in Produktion und Außenhandel

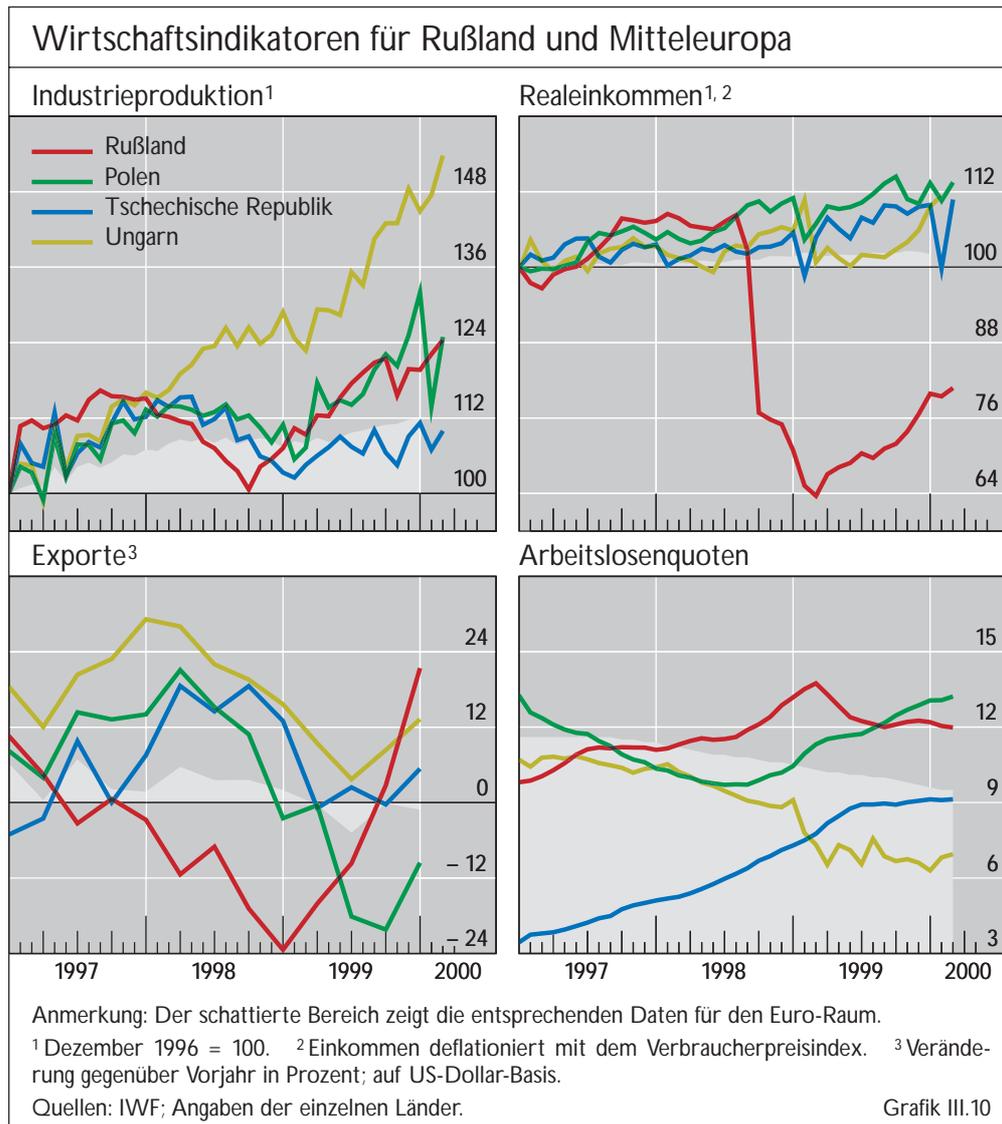
Während Rußland die Mitte 1998 ausgebrochene Finanzkrise schneller überwand als allgemein erwartet, wirkte sich diese in Verbindung mit den Konsequenzen des Kosovo-Krieges auf die Nachbarländer negativ aus. Mit Wachstumsraten von 4–4½% erholten sich die Volkswirtschaften Ungarns und Polens rasch vom Rückgang. In Ungarn wurde die Erholung in der Industrie durch die Elektronikbranche und ein starkes Exportwachstum angetrieben (Grafik III.10). Auch in Polen erwies sich die Industrieproduktion als wichtiger Motor, und das Wachstum der Realeinkommen, in Verbindung mit einer weiterhin lebhaften Kreditvergabe an die privaten Haushalte, unterstützte das Konsumwachstum.

In Polen und
Ungarn rasche
Erholung ...

Die Rezession in der Tschechischen Republik hatte bereits mit der Währungskrise des Jahres 1997 begonnen und wurde in der Folge durch finanzpolitische Sparmaßnahmen weiter verschärft. Die Arbeitslosigkeit nahm rasch zu, was dazu führte, daß sich sowohl die Nominallöhne als auch die Marktpreise in ihrer Entwicklung abschwächten oder sogar sanken. In den baltischen Staaten, die immer noch stark von Exporten nach Rußland abhängig waren, fiel das Wachstum um bis zu 4 Prozentpunkte. Rumänien hatte mit einer Vielzahl binnenwirtschaftlicher Probleme zu kämpfen und verzeichnete 1999 eine Verringerung der Wirtschaftstätigkeit um 4%, während die kroatische Wirtschaft einen Rückgang um 2% aufwies. Bulgarien dagegen schien von den Krisen der Nachbarländer relativ wenig betroffen zu sein und profitierte weiterhin von den Vorteilen seines Currency Board; so wuchs die Produktion um 2½%, die Inflation verringerte sich auf nur noch ¼%, und die Zinsen sanken. Gleichermäßen überraschend waren das solide Wachstum und die relativ stabilen gesamtwirtschaftlichen Bedingungen in der Mehrzahl der GUS-Länder; vielen dieser Länder kamen die nur geringe importierte Inflation und die höheren Ölpreise zugute.

... in anderen
Ländern dagegen
Produktions-
verluste ...

... nicht aber in
Bulgarien und den
GUS-Ländern

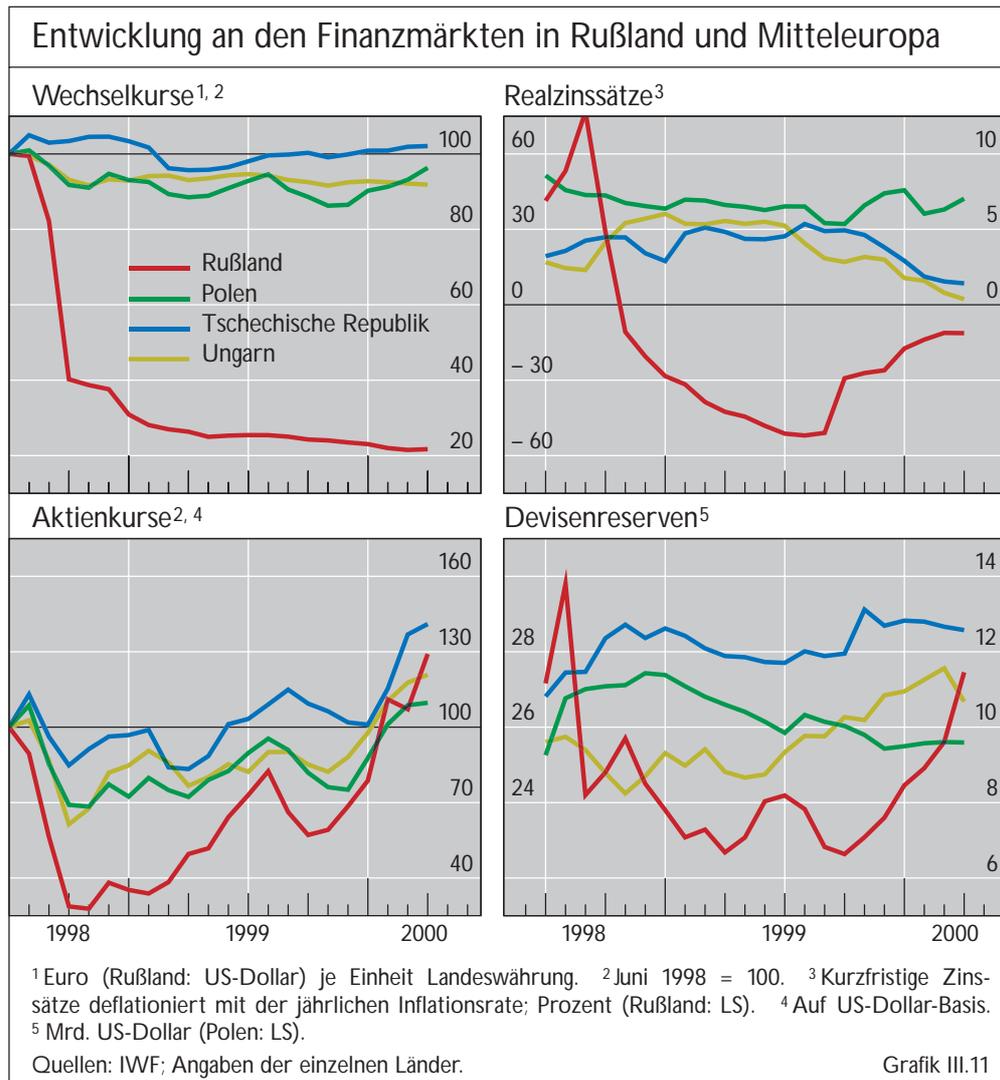


Uneinheitliche
Entwicklung des
Außenhandels

Bedingt durch Unterschiede in der Warenstruktur, der geographischen Zielrichtung der Exporte und im Wachstum der Binnennachfrage entwickelten sich der Außenhandel und die Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz im vergangenen Jahr recht uneinheitlich. Die Exporte Ungarns hatten sich bereits Mitte 1999 zu erholen begonnen, und das Leistungsbilanzdefizit des Landes ging zurück. Auch in der Tschechischen Republik verbesserte sich die Leistungsbilanz, was allerdings hauptsächlich durch eine schwache Importnachfrage bedingt war. Im Gegensatz dazu stieg das Leistungsbilanzdefizit in Polen aufgrund eines erheblichen Wettbewerbsverlusts an den Exportmärkten auf 8% in Relation zum BIP. Der Abwertungsdruck auf die Währungen war in der Region generell nicht so stark zu spüren wie im Zeitraum 1997/98; dies galt sogar für die baltischen Staaten, die Slowakische Republik und Kroatien, wo das Leistungsbilanzdefizit gemessen am BIP immer noch bei mindestens 6% lag (Grafik III.11).

Stabilisierung in
Rußland

Die Wachstumserholung in *Rußland* im Jahr 1999 war vor allem auf günstige externe Entwicklungen zurückzuführen. Der deutliche Anstieg der Ölpreise sowie die durch die kräftige Abwertung vom August 1998 induzierten Importsubstitutionseffekte schlugen sich in einer Verschiebung des Saldos der



Handelsbilanz um \$ 17 Mrd. und einer Ausweitung des BIP um 3,2% nieder. Zudem trug eine Belebung im verarbeitenden Gewerbe dazu bei, den Anstieg der Arbeitslosigkeit zu stoppen. Weitere positive Entwicklungen waren die verbesserte Steuereintreibung sowie die Begrenzung des Inflationsdrucks, da die Ängste vor einer Hyperinflation nachließen und sich ein weniger volatiler Rubel/Dollar-Wechselkurs etablierte. Zur Eindämmung der Inflation mußte jedoch zum Teil in Kauf genommen werden, daß die Realeinkommen und die Einkommen der privaten Haushalte drastisch sanken. Ende 1998 lagen die Realeinkommen etwa ein Drittel unter dem Vorkrisenniveau, und nur ein Bruchteil dieses Verlustes konnte 1999 wieder wettgemacht werden.

Inflation und neue geld- und währungspolitische Regime

Obwohl sich die Inflation in Mitteleuropa aufgrund des schwachen Wirtschaftswachstums im ersten Halbjahr 1999 weiter verlangsamt hatte, begann sich der Abstand zwischen den Inflationsraten Mitteleuropas und denen des Euro-Raums erneut auszuweiten. In mehreren Ländern bestand die größte Bedrohung für die Preisstabilität darin, daß die Löhne rascher stiegen als die Produktivität, während in anderen hohe Abwertungen oder Liberalisierungsmaßnahmen die

Wachsender Abstand zur Inflation im Euro-Raum

wichtigsten preistreibenden Kräfte waren. Polen führte ab Anfang 1999 für die Umsetzung seiner Geldpolitik – teilweise als Reaktion auf diese Entwicklungen – eine Strategie mit Inflationsziel ein; in der Tschechischen Republik war dies bereits im Zuge der Währungskrise 1997 geschehen.

In Polen
Festsetzung eines
Inflationsziels ...

Polen hatte für den Anstieg des Verbraucherpreisindex bis Ende 1999 ursprünglich einen Zielkorridor von 8–8,5% festgesetzt, mit dem längerfristigen Ziel, die Inflationsrate bis zum Jahr 2003 auf unter 4% zurückzuführen. Im März 1999 wurde der Korridor gesenkt, aber die tatsächliche Rate lag mit 9,8% über dem angestrebten Ziel, was teilweise durch den Anstieg der Ölpreise, teilweise aber auch durch eine unerwartet starke Konsumnachfrage bedingt war. Die Zentralbank versuchte, den Inflationsdruck unter Kontrolle zu bekommen, indem sie die Notenbankzinsen um 3 Prozentpunkte an hob und weiterhin den Wechselkurs überwachte. Die bereits erhebliche Schwankungsbreite des Zloty wurde im März 1999 erneut vergrößert (von $\pm 12,5\%$ auf $\pm 15\%$), und in Übereinstimmung mit dem Übergang zu einer Strategie mit Inflationsziel beschlossen die Währungsbehörden im April dieses Jahres, den Wechselkurs des Zloty freizugeben. Anders als in Polen wurde in der *Tschechischen Republik* das gesetzte Ziel für die Kerninflationsrate sowohl 1998 als auch 1999 erheblich unterschritten. Die große Lücke zwischen der Kerninflationsrate (ohne Änderungen der indirekten Steuern und administrierten Preise) und der unbereinigten Rate geriet eine Zeitlang zur Gefahr für die Glaubwürdigkeit, da sich die Inflationserwartungen eher nach der letzteren zu richten schienen. Angesichts der Zielunterschreitung bei der Kerninflationsrate und des schwachen Wirtschaftswachstums wurden die Zinssätze im vergangenen Jahr jedoch mit breiter Zustimmung der Öffentlichkeit deutlich gesenkt.

... wie auch in der
Tschechischen
Republik

Herausforderungen
für Strategien mit
Inflationsziel in
Volkswirtschaften
im Übergang

Da die Volkswirtschaften Mitteleuropas, die eine Strategie mit Inflationsziel eingeführt haben, erst seit kurzer Zeit einem stärker marktorientierten Umfeld ausgesetzt sind, und bedingt durch den Übergangsprozeß selbst, stellten sich ihnen einige besondere Herausforderungen. Beispielsweise wurden Modellrechnungen für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus sowie Schätzungen für die Auswirkungen großer Wechselkursbewegungen auf die Inflation und die Inflationserwartungen benötigt. Auch sind die Zeitreihen für die Produktion und die Produktivität relativ kurz, was die Berechnung der Produktionslücken erschwert. Zudem haben die meisten Volkswirtschaften im Übergang noch nicht alle administrierten Preise vollständig freigegeben. Die tschechische Regierung ist bestrebt, dies bis Ende 2002 zu erreichen, und ein solcher Schritt könnte die unbereinigte Inflation um bis zu 3 Prozentpunkte im Jahr erhöhen. Obwohl die Zentralbank ihre Zielvorgaben auf die Kerninflationsrate bezieht, könnte diese Entwicklung dennoch zu einer strafferen Geldpolitik führen, falls die Inflationserwartungen und die Lohnforderungen in der Folge steigen. Schließlich haben sich wohl die Konsumgewohnheiten noch nicht gefestigt, was die Gefahr potentieller Meßfehler in bezug auf die unbereinigte Inflationsrate wie auch die Kerninflationsrate birgt.