

III. Die Ausweitung der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Schwerpunkte

Die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften sahen sich 1998 mit einem Einbruch der Rohstoffpreise und einer sehr unruhigen Lage an den internationalen Finanzmärkten konfrontiert. Insbesondere in der zweiten Jahreshälfte wurden Investitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften als wesentlich risikoreicher eingeschätzt, so daß Gläubigerbanken und andere Anleger ihr finanzielles Engagement drastisch verringerten. War die Finanzkrise bis Mitte 1998 noch größtenteils auf Asien begrenzt gewesen, so breitete sie sich danach rasch auf Rußland und Teile Lateinamerikas aus.

Die Anpassung an die Krise ging in Asien mit einem gravierenden Rückgang der Produktion einher. Im weiteren Verlauf des Jahres wurde die Stabilität im Finanzsektor aber teilweise wiederhergestellt, und in den am stärksten betroffenen Volkswirtschaften flachte der Produktionsrückgang tendenziell ab. Wie kräftig die Erholung sein wird, bleibt jedoch abzuwarten. Die über Jahre hinweg aufgebauten Überkapazitäten dämpfen die Investitionstätigkeit. Darüber hinaus nimmt die Auslandsnachfrage weiterhin kaum zu, was zum Teil auf die gedrückte Stimmung an vielen Exportmärkten der Region, insbesondere in Japan, zurückzuführen ist. Auch die Aussichten für die chinesische Wirtschaft sind noch mit einiger Unsicherheit behaftet.

Die Krise in Rußland im August 1998 hatte ihren Ursprung in einer Reihe beträchtlicher Schwächen in der Wirtschaft und im Finanzsektor. Viele der Eckpfeiler einer Marktwirtschaft sind nicht vorhanden, bei den öffentlichen Finanzen besteht dringender Reformbedarf, und die Finanzinstitute werden ihrer zentralen Rolle im Intermediationsprozeß noch nicht gerecht. In anderen osteuropäischen Ländern ist der Übergangsprozeß weiter fortgeschritten, und die Ansteckungseffekte durch die Krise in Rußland waren nur begrenzt.

Das Land, das die Flucht in Qualität und Liquidität Ende 1998 am meisten zu spüren bekam, war Brasilien. Wie so oft in der Vergangenheit erwies sich eine Wechselkursbindung bei wachsenden binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten als nicht tragfähig. Auch die meisten anderen lateinamerikanischen Länder fanden an den internationalen Güter- und Finanzmärkten schwierigere Bedingungen vor, und sie waren gezwungen, einen restriktiveren wirtschaftspolitischen Kurs einzuschlagen.

Wichtigste Einflußfaktoren der Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Die Finanzmarkturbulenzen, die mit der Kursfreigabe des thailändischen Baht Mitte 1997 ausbrachen, haben seitdem auf eine große Zahl aufstrebender

Wichtigste Stadien der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften	
1997	
Juli	Kursfreigabe des thailändischen Baht (2. Juli).
August	Kursfreigabe der indonesischen Rupiah (14. August). Genehmigung eines Unterstützungspakets für Thailand in Höhe von \$ 20,1 Mrd. unter der Federführung des IWF (20. August).
Oktober	Einbruch der Aktienmärkte in Asien, Lateinamerika und Rußland. Starker Abwertungsdruck in Brasilien, Hongkong, Korea und Taiwan.
November	Genehmigung eines Unterstützungspakets für Indonesien in Höhe von \$ 40 Mrd. unter der Federführung des IWF (5. November).
Dezember	Genehmigung eines Unterstützungspakets für Korea in Höhe von \$ 57 Mrd. unter der Federführung des IWF (4. Dezember). Kursfreigabe des koreanischen Won (6. Dezember). Ölpreistrückgang um 30% im Jahresverlauf.
1998	
Januar	Bindung des russischen Rubels mit einer Schwankungsbreite von $\pm 15\%$ an den Dollar (1. Januar). „Zahlungspause“ bei der Unternehmensverschuldung in Indonesien (27. Januar). Umschuldungsvereinbarung zwischen Korea und seinen ausländischen Gläubigern über \$ 24 Mrd. (29. Januar).
Februar	Vorschlag eines Currency Board in Indonesien.
Mai	Präsidentenwechsel nach Unruhen in Indonesien (21. Mai). Russischer Refinanzierungssatz am Monatsende bei 150%.
Juni	Indonesien und ein Gläubigerausschuß vereinbaren Umstrukturierung von \$ 70 Mrd. an privaten Auslandsverbindlichkeiten (4. Juni). Neues Abkommen zwischen IWF und Indonesien unterzeichnet (24. Juni). Südafrikanischer Rand gerät unter starken Druck und wertet massiv ab. Brasilianische Zinssätze kehren auf das Niveau von Anfang Oktober 1997 zurück (26. Juni).
Juli	Unterstützungspaket für Rußland in Höhe von \$ 22,6 Mrd. 1998/99 unter der Federführung des IWF (\$ 4,8 Mrd. am 20. Juli zur Verfügung gestellt).
August	Yen auf 8-Jahres-Tief (11. August). Währungsbehörden von Hongkong intervenieren am Aktienmarkt (14. August). Rußland ändert Wechselkursregime, setzt Zahlungen auf kurzfristige Staatsschulden aus und verfügt Moratorium für Begleichung von Handelsverbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden (17. August).
September	Rußland stützt den Rubel nicht mehr (1. September). Malaysia bindet seine Währung an den Dollar und führt strikte Kapitalverkehrskontrollen ein (1./2. September). In Lateinamerika brechen die Aktienmärkte ein, und die Währungen geraten unter Druck: Kolumbien verschiebt sein Wechselkursband um 9% (2. September); brasilianische Zinssätze verdoppeln sich auf fast 50% (10. September); kurzfristige mexikanische Zinssätze erreichen Höchstwert von 48% (11. September); Chile erweitert seine Bandbreite und erhöht Zinssätze (16. September). China verschärft Devisenvorschriften (27. September).
Sept.–Dez.	Reihe von Zinssenkungen in den wichtigsten Währungsblöcken.
Oktober	Nach den Präsidentschaftswahlen kündigt Brasilien 3jähriges haushaltspolitisches Anpassungsprogramm an (20. Oktober).
Dezember	Genehmigung eines Unterstützungspakets für Brasilien in Höhe von \$ 41,5 Mrd. unter der Federführung des IWF, einschl. eines BIZ-Kredits von \$ 13,3 Mrd., der von den Zentralbanken von 19 Industrieländern gestützt wird (2. Dezember).
1999	
Januar	Kursfreigabe des brasilianischen Real (15. Januar). Argentinische Zentralbank bringt Frage der Dollarisierung auf (21. Januar). Internationale Rating-Agentur stuft koreanische Staatsschulden auf „investment grade“ herauf (25. Januar).
März	Neues IWF-Programm für Brasilien (8. März). Erste brasilianische Zinssenkung seit der Kursfreigabe (25. März).

Tabelle III.1

Volkswirtschaften übergriffen. Die Krise hat mehrere Stadien durchlaufen (Tabelle III.1), die durch verschiedene, oft komplexe Transmissions- und Ansteckungsmechanismen miteinander verknüpft waren. Hauptursachen für die Schwierigkeiten waren in den meisten Ländern ein labiler Unternehmens- und Finanzsektor, konsolidierungsbedürftige öffentliche Finanzen, wachsende Leistungsbilanzdefizite sowie mangelhafte wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen. Da viele aufstrebende Volkswirtschaften zunehmend in das internationale Finanzsystem integriert sind, trug die plötzliche Umkehr der Kapitalströme fast immer dazu bei, binnenwirtschaftliche Probleme auszulösen und zu verschärfen. Dies wiederum führte in den betroffenen Ländern zu einer schweren Rezession und einem Kurssturz der Währung, mit entsprechenden Konsequenzen für die internationalen Außenhandelspreise und Warenströme. Dadurch entstanden weitere Kanäle, über die sich die Krise unter den aufstrebenden Volkswirtschaften und sogar darüber hinaus verbreitete.

Kapitalströme

Im zweiten Halbjahr 1997 fand eine lange Periode des problemlosen Zugangs von aufstrebenden Volkswirtschaften zur Mittelaufnahme an den internationalen Finanzmärkten ein abruptes Ende. Die privaten Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften, die 1996 noch \$ 140 Mrd. betragen hatten, schrumpften 1997, als die ersten Wellen der Finanzmarkturbulenzen die Entwicklungsländer er-

Ausbleiben privaten Kapitals 1997/98

Kapitalströme und Währungsreserven der aufstrebenden Volkswirtschaften				
	1990–95	1996	1997	1998
	Mrd. US-Dollar, Jahreswerte			
	Private Nettokapitalzuflüsse			
Asien ¹	33	81	-45	-69
Lateinamerika ²	35	70	77	57
Osteuropa ³	5	10	11	21
Rußland	-9	-25	-7	-12
	Nettokapitalzuflüsse offizieller Stellen			
Asien ¹	14	4	37	29
Lateinamerika ²	6	-12	-5	12
Osteuropa ³	1	-1	-1	-2
Rußland	8	9	5	7
	Nettozunahme der Währungsreserven			
Asien ¹	41	58	15	66
Lateinamerika ²	15	25	13	-10
Osteuropa ³	6	1	2	9
Rußland	2	-3	2	-5
Anmerkung: Kapitalströme berechnet als Unterschied zwischen dem Leistungsbilanzsaldo und der Veränderung der Währungsreserven; private Kapitalströme berechnet als Restgröße aus einer Schätzung der offiziellen Kapitalbewegungen.				
¹ China, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan, Thailand. ² Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ³ Polen, Tschechische Republik, Ungarn.				
Quellen: IVF; Institute of International Finance (IIF). Tabelle III.2				

reichten, auf \$ 40 Mrd. und kamen im vergangenen Jahr völlig zum Erliegen (Tabelle III.2). Die durch das verminderte Engagement des privaten Sektors entstandenen Finanzierungslücken wurden zum Teil durch zunehmende offizielle Kapitalzuflüsse geschlossen. Die ausländischen Direktinvestitionen blieben mit mehr als \$ 120 Mrd. in den letzten zwei Jahren lebhaft, was darauf hindeutet, daß das Vertrauen in die längerfristigen Aussichten der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften nicht gelitten hat.

Umkehr der
Bankkreditströme
nach Asien

Die aggregierten jährlichen Angaben zu den privaten Kapitalströmen verdecken jedoch sehr unterschiedliche Entwicklungen bei der Vergabe von internationalen Bankkrediten und beim Absatz von internationalen Schuldtiteln sowohl im Zeitverlauf als auch zwischen den einzelnen Regionen (s. auch Kapitel VII). Tabelle III.3 zeigt die abrupte Umkehr der mit Bankkrediten und Wertpapieren verbundenen Kapitalströme in Asien im zweiten Halbjahr 1997. Ende des Jahres waren die Bankforderungen gegenüber den fünf von den Turbulenzen am unmittelbarsten betroffenen aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien (Indonesien, Korea, Malaysia, Thailand und – in geringerem Ausmaß – die Philippinen) nahezu doppelt so schnell gesunken, wie sie 1996 und Anfang 1997 gestiegen waren, nämlich von knapp +5½% in Relation zum BIP 1996 auf –10% Ende 1997. Im ersten Halbjahr

Internationale Bankkredite und Wertpapierfinanzierungen in aufstrebenden Volkswirtschaften								
	Durchschnitt 1990–95 ¹	1996	1997			1998		
			1. Halbjahr	3. Q.	4. Q.	1. Halbjahr	3. Q.	4. Q.
Mrd. US-Dollar, Jahreswerte								
Internationale Bankkredite ²								
Asien ³	37	80	74	– 8	–109	–103	–94	–32
<i>darunter:</i> China	7	13	13	21	– 1	– 6	–25	4
Krisenländer ⁴	28	58	49	–39	– 96	– 96	–59	–43
Lateinamerika	1	29	27	43	40	30	–32	–24
<i>darunter:</i> Argentinien	0	5	4	10	12	3	5	–11
Brasilien	0	17	13	18	– 1	17	–32	–18
Mexiko	0	0	3	– 5	8	2	– 4	6
Osteuropa ^{5, 6}	0	2	4	8	6	7	4	2
Rußland ⁶	–2	7	8	17	6	12	–43	– 6
Nettoabsatz von internationalen Schuldtiteln								
Asien ³	15	43	40	44	13	10	–15	– 3
<i>darunter:</i> China	2	2	7	2	1	0	– 4	2
Krisenländer ⁴	11	38	28	36	10	7	–16	– 5
Lateinamerika	13	41	48	76	– 3	50	– 1	– 8
<i>darunter:</i> Argentinien	6	11	13	26	2	20	5	2
Brasilien	4	12	15	19	– 6	16	– 8	–12
Mexiko	2	13	13	11	– 2	3	0	2
Rußland	0	0	9	5	6	11	25	– 1

¹ Nettoabsatz von Wertpapieren: 4. Quartal 1993 bis 1995. ² Veränderung der Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken, wechsellkursbereinigt. ³ Ohne Hongkong und Singapur. ⁴ Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Thailand. ⁵ Polen, Tschechische Republik, Ungarn. ⁶ Angaben erst ab 1994 verfügbar.

Quelle: BIZ.

Tabelle III.3

1998 verringerten die Gläubigerbanken ihr Engagement in der Region in raschem Tempo weiter. Im weiteren Jahresverlauf schlugen die Leistungsbilanzsalden jedoch in einen Überschuß um, und es gab erste Anzeichen für eine mögliche Eindämmung der Krise. Die Stimmung an den Finanzmärkten gegenüber den von der Krise betroffenen asiatischen Volkswirtschaften hellte sich daher etwas auf. Der Nettoabsatz internationaler Wertpapiere entwickelte sich ähnlich wie die Bankkreditvergabe, wenn auch mit einiger Verzögerung, was möglicherweise darauf zurückzuführen ist, daß für die Begebung von Wertpapieren längere Vorlaufzeiten erforderlich sind als für die Bereitstellung von Bankkrediten. Die Neuemissionen schwächten sich Ende 1997 und Anfang 1998 deutlich ab, und im zweiten Halbjahr 1998 wurde der Nettoabsatz negativ, da sich die Anleger massiv von Papieren mit niedrigerem Rating abwandten. Die sich verbessernde Stimmung ermöglichte aber einigen Ländern, vor allem den Philippinen, Anfang 1999 wieder den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten.

Die Angaben in Tabelle III.3 zeichnen auch ein differenziertes und in vielen Punkten überraschendes Bild für Lateinamerika. Selbst als sich die Krise im zweiten Halbjahr 1997 rasch in ganz Asien ausbreitete, blieb die Vergabe von Bankkrediten an Lateinamerika unverändert hoch. Die Bankforderungen gegenüber Brasilien gingen zwar Ende 1997 zurück, aber diese Unterbrechung war nicht von Dauer. Im ersten Halbjahr 1998 verzeichnete Brasilien sogar besonders kräftige Zuflüsse an Bankkrediten, die mehr als 2% des BIP entsprachen. Erst gegen Mitte des Jahres, nach Ausbruch der Krise in Rußland, kam es zu einer Kehrtwende, und im zweiten Halbjahr nahmen die ausstehenden Bankforderungen drastisch ab. Auch der Nettoabsatz an internationalen lateinamerikanischen Schuldtiteln verringerte sich erst in den letzten beiden Quartalen von 1998 spürbar.

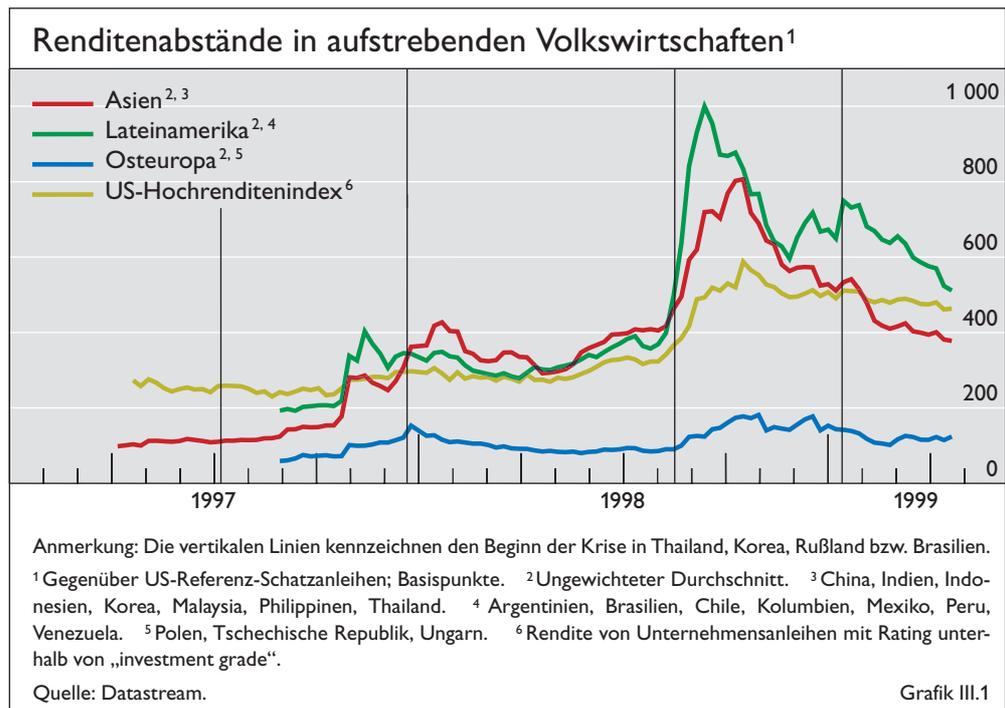
Trotz seiner weithin bekannten Schwachstellen zog auch Rußland fast die ganze Zeit bis zum Ausbruch der Finanzkrise im August 1998 nach wie vor Auslandsmittel an. Die Bankkreditvergabe blieb im ersten Halbjahr 1998 so lebhaft wie das ganze Jahr 1997 über, und die Emission von Schuldtiteln nahm noch kräftig zu. Bei Ausbruch der Krise im August blieben weitere Zuflüsse jedoch aus, und die Bankforderungen schrumpften im dritten Quartal aufs Jahr hochgerechnet um fast \$ 43 Mrd. Der Nettoabsatz von Wertpapieren kam Ende des Jahres zum Erliegen.

Die Unsicherheit des Marktes spiegelte sich auch in der ausgeprägten Volatilität der Notierungen internationaler Wertpapiere wider. Die erste Phase dieser Entwicklung begann Mitte 1997. Die Spreads auf internationale Wertpapiere an den Sekundärmärkten stiegen sprunghaft an (Grafik III.1), und die Volatilität nahm deutlich zu (Tabelle III.4), als sich das Ausmaß und das Ansteckungspotential der Krise in Südostasien klarer abzeichneten: Korea wurde in vollem Umfang erfaßt, und auch Hongkong und Taiwan, die wie Korea als fortgeschrittenere Volkswirtschaften galten, blieben nicht verschont. Die Spreads verharrten zwar nicht auf dem hohen Niveau von Ende 1997 und Anfang 1998, kehrten in den folgenden Monaten aber auch nicht auf das Niveau von vor der Krise zurück. Angesichts der unerwartet tiefen Rezession in vielen Ländern Asiens, politischer und sozialer Unruhen in Indonesien sowie zunehmender Anzeichen dafür, daß so andersartige und weit entfernte Länder wie Chile und Südafrika ebenfalls von der Krise erfaßt wurden, blieb die Volatilität hoch.

Struktur der
Kapitalströme nach
Lateinamerika ...

... und Rußland

Ausweitung und
höhere Volatilität
der Spreads auf An-
leihen aufstrebender
Volkswirtschaften ...



... insbesondere nach Mitte 1998

Mitte 1998 hatte eine neue Phase verbreiteter Risikoaversion eingesetzt (s. Kapitel V). Als Rußland ein Moratorium auf den Schuldendienst für inländische Schuldtitel sowie auf die Tilgung von Unternehmens- und Bankverbindlichkeiten gegenüber ausländischen Gläubigern verfügte, kam es zu einer Vertrauenskrise. An den Sekundärmärkten weiteten sich die Spreads für internationale russische Wertpapiere so stark aus, daß das Land praktisch keinen Zugang mehr zum Markt hatte. Die Zinsaufschläge für die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und Lateinamerikas hatten sich Anfang Oktober auf mehr als 800 Basispunkte erhöht. Die Aufschläge auf US-Unternehmenstitel mit niedrigerem Rating, die bis dahin von der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften kaum in Mitleidenschaft gezogen worden waren, bewegten sich ebenfalls nach oben. Die Stimmung besserte sich allerdings, nachdem die Auflösung fremdfinanzierter Positionen an den internationalen Märkten weitgehend abgeschlossen, ein international gestütztes Anpassungsprogramm für Brasilien bekanntgegeben und der Druck an den internationalen Anleihemärkten durch eine Reihe von Zinssenkungen in den

Täglicher Mittelwert und Volatilität der Zinsabstände bei Anleihen in aufstrebenden Volkswirtschaften*

	Januar 1997–Juni 1997		Juli 1997–Juni 1998		Juli 1998–März 1999	
	Mittelwert	Standardabweichung	Mittelwert	Standardabweichung	Mittelwert	Standardabweichung
	Basispunkte					
Asien	104	0,07	268	1,02	542	1,26
Lateinamerika	–	–	289	0,67	664	1,64
Osteuropa	–	–	90	0,20	131	0,30

* Gegenüber US-Referenz-Schatzanleihen. Tabelle III.4

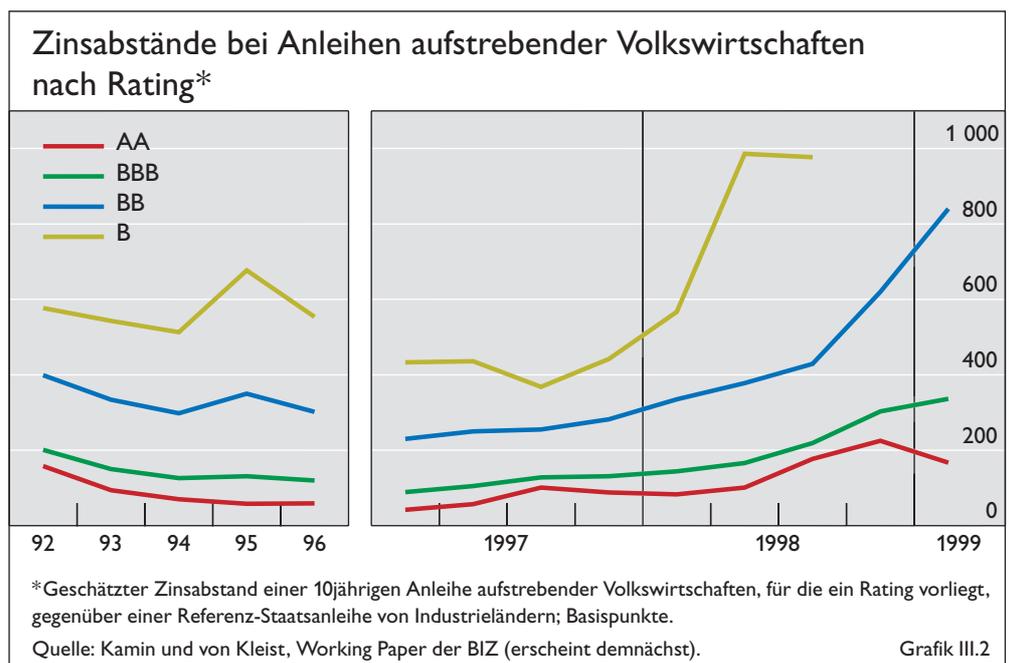
USA teilweise gemindert worden war. Anfang 1999 waren die Spreads auf asiatische Wertpapiere wieder auf das Niveau von vor der Rußland-Krise zurückgekehrt. Für lateinamerikanische Papiere sanken sie ebenfalls, blieben aber deutlich höher als vor der Krise in Rußland.

Die Abwertung des brasilianischen Real im Januar 1999 markierte zwar einen entscheidenden Punkt im Entwicklungsverlauf der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften, löste jedoch keinen neuerlichen Anstieg der Renditenaufschläge aus. Im Gegensatz zu den Ereignissen vom August wurde die Wechselkursbindung in Brasilien zu einem Zeitpunkt aufgegeben, als insbesondere Marktteilnehmer mit hohem Fremdfinanzierungsanteil ihr Engagement infolge der größeren Risikoaversion an den internationalen Märkten bereits angepaßt hatten. Darüber hinaus war diese Abwertung besser antizipiert worden, da sie auf eine lange Phase von Reserveverlusten und wachsenden Haushaltsungleichgewichten folgte. Auch die Überzeugung, daß der IWF Brasilien wohl selbst nach der Abwertung weiter unterstützen würde, sowie die Erkenntnis, daß das Land nicht die tiefverwurzelten politischen und sozialen Probleme und Schwierigkeiten im Bankensektor hatte, wie sie in Rußland zu beobachten waren, trugen dazu bei, daß sich die Krise in Brasilien nicht so nachhaltig auf die Zuversicht der Anleger auswirkte. Da die Ansteckungseffekte begrenzt blieben, konnten Argentinien und Mexiko im ersten Quartal 1999 ein umfangreiches Volumen an Schuldtiteln an den internationalen Finanzmärkten absetzen.

Freigabe des brasilianischen Real mit geringen Auswirkungen

Hinter dem Gesamtbild der großen Stimmungsumschwünge bei den Anlegern, wie sie sich in den durchschnittlichen Renditendifferenzen an den Sekundärmärkten niederschlagen, lassen sich seit einigen Jahren bedeutende Unterschiede hinsichtlich der Einschätzung verschiedener Schuldner feststellen. In Grafik III.2 sind die geschätzten Zinsabstände bei neuen Anleiheemissionen für verschiedene Kategorien von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften dargestellt, die auf unterschiedliche Verlaufsmuster schließen lassen. Zunächst

Risikoeinschätzung an den Primärmärkten



erfolgte nach der Bewältigung der mexikanischen Peso-Krise eine allgemeine Angleichung der Zinsaufschläge für Schuldner mit unterschiedlichem Risiko-profil, die hauptsächlich auf eine Senkung der Prämien für stärker risikobehaftete Schuldner zurückzuführen war. Die Asien-Krise beendete diese Verringerung der relativen Zinsaufschläge, so daß Schuldner mit geringerer Bonität gezwungen waren, wesentlich höhere Zinsen zu zahlen. Dagegen weiteten sich die Zinsaufschläge für Schuldner mit besserem Rating im Vorfeld der Krise in Rußland kaum oder gar nicht aus. Die Krise in Rußland hatte dann eine breitangelegte Neueinschätzung der Risiken zur Folge: Nunmehr war selbst die Prämie für Schuldner mit der besten Bonität gegenüber dem Referenzsatz deutlich gestiegen, da Liquiditätsaspekte die Auswirkungen der Kreditrisikofaktoren verschärften. Anfang 1999 war jedoch eine teilweise Umkehr dieses Anstiegs festzustellen.

Beeinflussung der Kapitalströme durch Wechselkursbindungen ...

Besonders auffällige Merkmale der privaten Kapitalströme in den vergangenen Jahren waren die Geschwindigkeit, mit der sie – nahezu bis unmittelbar vor dem Ausbruch einer Finanzkrise – in Länder mit beträchtlichen strukturellen oder makroökonomischen Schwächen flossen, sowie ihre anschließende abrupte Richtungsänderung. In mehreren Fällen spielte die Wahl des Wechselkursregimes dabei eine wichtige Rolle. Stabilisierungsprogramme, die auf dem Wechselkurs beruhen, können sowohl den Anlegern als auch den Schuldnern Fehlanreize liefern. Die hohen inländischen Zinssätze, die oft erforderlich sind, um Wechselkursbindungen zu stützen, verleiten Gebietsansässige, sich ohne Absicherung in Fremdwährung zu verschulden, und Gebietsfremde, Vermögenswerte in inländischer Währung zu erwerben. Sowohl in Brasilien als auch in Rußland war im ersten Halbjahr 1998 ein System quasifester Wechselkurse der Stützpfeiler der Wirtschaftspolitik, und die inländischen Zinssätze waren angesichts wachsender Haushaltsungleichgewichte hoch. In mehreren asiatischen Volkswirtschaften war die Situation bis 1997 ähnlich gewesen, wobei außenwirtschaftliche Ungleichgewichte die Rolle gespielt hatten, die in Brasilien und Rußland den Haushaltsdefiziten zukam.

... und offizielle Unterstützungspakete

Umfassende offizielle Stützungsprogramme könnten ein weiterer wichtiger Faktor gewesen sein, der zum ersten Mal bei der Mexiko-Krise 1994/95 zum Tragen kam. Da die Länder dank öffentlicher Finanzmittel in der Lage waren, ihren Schuldendienstverpflichtungen nachzukommen, erschien das Länderrisiko geringer, und in die Kreditentscheidungen der internationalen Banken und Anleger schlich sich ein falsches Gefühl der Sicherheit. Insbesondere bei internationalen Anleihen wurde das Ausfallrisiko als begrenzt eingeschätzt. Manchmal lagen explizite oder implizite Kreditgarantien vor, die nicht nur von den Schuldnerländern, sondern auch von den Gläubigerländern gewährt wurden, und diese erlaubten es den Banken, das Länder- und Kreditrisiko weiter herunterzuspielen.

Umdenken nach der Krise in Rußland

Die tiefgreifenden Auswirkungen der Krise in Rußland auf die internationalen Finanzmärkte lassen auf eine abrupte Neueinschätzung der Risiken durch die Marktteilnehmer schließen. Vor allem die Einschätzung des Länderrisikos veränderte sich mit der Erkenntnis, daß die Zahlungseinstellung für die Schuldnerländer nach wie vor eine Alternative war und nicht immer automatisch öffentliche Unterstützung gewährt werden würde. Hinter der plötzlichen Umkehr der Kapitalströme im zweiten Halbjahr 1998 verbirgt sich möglicherweise ein weiterer komplexer Faktor. Forderungen nach einer Beteiligung des privaten Sektors, die

nach den umfangreichen öffentlichen Rettungsaktionen für Mexiko und Asien zunehmend lauter wurden, könnten die Gläubiger dazu verleitet haben, ihre Länderrisikopositionen schon bei den ersten Anzeichen einer Notwendigkeit öffentlicher Unterstützung zurückzuführen. So wurde der deutliche Rückgang der Bankkredite an Brasilien im dritten Quartal 1998 bisweilen als vorsorgliche Maßnahme der Banken interpretiert, die befürchteten, andernfalls im Rahmen des erwarteten IWF-Anpassungsprogramms gezwungen zu sein, bestehende Kredite zu verlängern oder neue Kredite bereitzustellen.

Entwicklung im Warenhandel

Die Rohstoffpreise standen 1997/98 unter heftigem Abwärtsdruck (s. Kapitel II). Da die Dollarpreise für Öl im Jahresverlauf 1998 um 30% fielen, versuchten die Ölproduzenten im März 1999 erneut, die Produktionsmengen zu kürzen. Die Exportpreise für Rohstoffe (ohne Energie) aus den Entwicklungsländern sanken 1998 um fast 15% und verzeichneten damit den größten Rückgang seit zwanzig Jahren. Zwar brachte der Verfall der Rohstoffpreise auch eine gewisse Entlastung durch sinkende Importpreise mit sich, doch in den meisten Entwicklungsländern ergab sich im vergangenen Jahr eine beträchtliche Verschlechterung der Terms of Trade. Diese reichte von 5½% in Lateinamerika bis zu mehr als 9% im Nahen Osten und über 10% in Afrika.

Die niedrigen Rohstoffpreise verschärfen für viele Länder das ohnehin schwierige wirtschaftliche und finanzielle Umfeld. Tabelle III.5 zeigt, wie sehr Indonesien, Mexiko, Nigeria, Rußland, Saudi-Arabien und Venezuela in bezug auf Steuereinnahmen und Exporterlöse vom Öl abhängig sind. Außerdem geht aus der Tabelle die Abhängigkeit Chiles vom Kupfer hervor, dessen Preis im zweiten Halbjahr 1997 in Dollar gerechnet um mehr als 30% fiel. Die Handelsbilanz wird oft von

Wichtige
Faktoren für den
Außenhandel u.a.:
– Verfall der
Rohstoffpreise

Einfluß der Rohstoffpreise auf ausgewählte Volkswirtschaften						
	Rohstoff- exporte in % der Gesamt- exporte	Einnahmen aus Rohstoff- exporten in % der Staats- einnahmen	Veränderung der Rohstoff- exporte in % des BIP	Veränderung der Staats- einnahmen aus Rohstoff- exporten in % des BIP	Nachrichtlich:	
					Verände- rung der Währungs- reserven ¹	Verände- rung des Wechsel- kurses ²
	1997		1998			
Öl						
Indonesien	13	19	-3,9	- 1,7	39,2	-71,4
Mexiko	10	36	-1,0	- 1,4	11,8	-13,3
Nigeria	98	63	-8,0 ³	- 0,9	-13,9	- 1,3
Rußland ⁴	17	25	-1,3	- 2,4	-40,1	-41,9
Saudi-Arabien	68	78	-3,7	-10,8	1,2	0,0
Venezuela	79	56	-6,5	- 6,5	-17,1	-10,8
Kupfer						
Chile	42	4	-2,2	- 0,6	-11,4	- 8,9

¹ Veränderung der Währungsreserven in Prozent. ² Veränderung des US-Dollar-Kurses der jeweiligen Landeswährung in Prozent. ³ BIP umgerechnet in US-Dollar anhand des Durchschnitts des offiziellen Kurses und des autonomen Marktkurses. ⁴ Nur Rohöl.

Quellen: IWF; IIF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle III.5

Zielregionen der Exporte aus aufstrebenden Volkswirtschaften 1998					
	Europäische Union	Japan	Übriges Asien	USA	Lateinamerika
	Anteil an den Gesamtexporten in Prozent				
Asien	16	10	38	22	3
darunter: China und Hongkong	15	10	40 ¹	23	3
Krisenländer ²	15	11	37 ¹	20	3
Lateinamerika	14	3	4	46	22
darunter: Argentinien	17	3	9	7	50
Brasilien	24	4	7	18	29
Chile	24	14	19	15	22
Mexiko	4	1	1	82	7
Osteuropa ³	64	1	2	4	1
Rußland	33	3	8	7	3

¹ Einschl. Außenhandel der Länder untereinander. ² Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Thailand.
³ Polen, Tschechische Republik, Ungarn.
Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle III.6

den Erlösen aus Rohstoffexporten dominiert, und die staatlichen Einnahmen stehen größtenteils mit der Produktion und dem Verkauf eines bestimmten Rohstoffs in Verbindung. In mehreren Fällen erhöhten die Verluste infolge des Verfalls der Rohstoffpreise noch die bereits erheblichen außenwirtschaftlichen und budgetären Ungleichgewichte, die angesichts des von Unsicherheit geprägten Anlageklimas manchmal schwierig zu finanzieren waren und Druck auf die Wechselkurse ausübten. In Saudi-Arabien weiteten sich z.B. sowohl das Leistungsbilanz- als auch das Haushaltsdefizit im letzten Jahr auf 9% des BIP aus. Diese wachsenden Ungleichgewichte sowie die damaligen negativen Aussichten für die Ölpreise waren mit ein Grund dafür, daß der Saudi Riyal Mitte 1998 und erneut Anfang 1999 unter starken Druck geriet.

– schwache Importnachfrage aus Japan

Ein weiterer wichtiger Einflußfaktor für die Entwicklung des Außenhandels im vergangenen Jahr war die äußerst schwache Importnachfrage aus Japan. Zwar ist es den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens gelungen, eine relativ ausgewogene regionale Struktur für ihre Exporte aufzubauen, dennoch dürfte Japan als wichtiger Endabnehmer der Exporte und als Motor des Handels innerhalb der Region die rasche Erholung des Außenhandels und das Wirtschaftswachstum insgesamt erheblich gehemmt haben (Tabelle III.6). Die lateinamerikanischen und osteuropäischen Länder konnten sich dagegen auf lebhaftere Exportmärkte stützen.

– wesentliche Veränderungen bei Konjunktur und Preisen

Darüber hinaus veränderten sich die grundlegenden Bestimmungsfaktoren im Warenhandel durch die Finanzkrisen in Asien im zweiten Halbjahr 1997. Anders als andere aufstrebende Volkswirtschaften, in denen sich die Konjunkturlage kaum veränderte und der reale effektive Wechselkurs der Währung stieg, befanden sich viele Volkswirtschaften Asiens im letzten Jahr in einer außergewöhnlich tiefen Rezession und verzeichneten eine erhebliche Verbesserung ihrer Wettbewerbsfähigkeit (Tabelle III.7). Die daraus resultierenden Einkommens-, Preis- und Substitutionseffekte schlugen sich in den asiatischen Handelsbilanzen deutlich nieder und dürften sich angesichts der durch die jüngsten Krisen in Rußland und

Bestimmungsfaktoren im Außenhandel			
	Konjunkturelle Ausschläge ¹	Preisumschwung ²	Wachstum der Nettoexporte ³
Asien			
China	– 1,7	3,7	0,8
Krisenländer ⁴	–15,5	–36,2	28,0
Lateinamerika			
Argentinien	– 0,6	10,8	0,8
Brasilien	– 2,9	– 0,5	8,9
Mexiko	– 0,3	16,0	7,6

¹ Veränderung der Zuwachsrate des realen BIP 1996–98. ² Veränderung des realen effektiven Wechselkurses 1996–98. ³ Wachstum des Exportvolumens abzüglich Wachstum des Importvolumens 1998. ⁴ Gewichteter Durchschnitt von Indonesien, Korea, Malaysia, den Philippinen und Thailand auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990. Tabelle III.7

Brasilien ausgelösten Verschiebungen der Wettbewerbspositionen und der Positionen im Konjunkturzyklus noch fortsetzen.

Anpassung an die Krisensituation in Asien

Jüngste Entwicklungen

Die durch die weitreichenden Finanzmarkturbulenzen in Asien ausgelösten Rezessionen erwiesen sich als schwerwiegend (Tabelle III.8). Die Produktion in den fünf von der Krise betroffenen Volkswirtschaften sank im vergangenen Jahr um 8½%, ein Rückgang, wie er seit über 40 Jahren nicht mehr zu verzeichnen gewesen war. In weniger stark betroffenen Ländern wie Singapur und Taiwan war das Wachstum ungewöhnlich niedrig, während für die erfolgreiche Verteidigung der Dollarbindung in Hongkong ein drastischer Produktionsrückgang in Kauf genommen werden mußte.

Schwerwiegende
Rezessionen ...

Das eigentliche Ausmaß der Krise des Jahres 1998 wurde jedoch noch in vielerlei anderer Hinsicht offenkundig. In den meisten Ländern brach die Inlandsnachfrage zusammen. Die Anlageinvestitionen waren stark rückläufig, da sich die Unternehmen mit Überkapazitäten konfrontiert sahen und bemüht waren, ihre Bilanzen zu sanieren, die wegen einer zu hohen Verschuldung nicht mehr tragfähig waren. So schrumpften die Anlageinvestitionen beispielsweise in Korea 1998 um mehr als ein Viertel. Auch die Verbraucherausgaben ließen deutlich nach, da sich die Einkommensaussichten in einem von Personalabbau, Kostenreduzierung und Preisrückgängen bei Vermögenswerten geprägten Umfeld eintrübten.

... und Nachfrage-
einbrüche

Arbeitslosigkeit war bis zum Ausbruch der Krise lediglich eine natürliche Begleiterscheinung im raschen Wandel begriffener, dynamischer Volkswirtschaften gewesen. Dann jedoch erreichte sie ein insbesondere angesichts der nur unzureichend entwickelten sozialen Sicherheitssysteme kritisches Ausmaß. Anfang 1999 stieg die Arbeitslosenquote in Korea auf 8½%, im Vergleich zu nur 3% im Jahr 1997; in Hongkong verdoppelte sie sich auf 6%.

Anstieg der
Arbeitslosigkeit ...

Der Umschwung in den Handelsbilanzen machte die großen Anpassungen in den einzelnen Volkswirtschaften besonders deutlich. Tabelle III.9 dokumentiert den Einbruch der Importnachfrage in den meisten asiatischen Volkswirtschaften,

... und Umschwung
der Handels-
bilanzen in einen
Überschuß

Wachstum, Inflation und Leistungsbilanzen									
	Reales BIP			Verbraucherpreise			Leistungsbilanzsaldo		
	1991–96	1997	1998	1991–96	1997	1998	Durchschnitt 1991–96	1997	1998
	Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						in Prozent des BIP		
Asien ¹	8,6	6,4	1,8	10,1	4,0	7,7	- 0,4	0,5	3,3
China	11,6	8,8	7,8	13,7	2,8	-0,9	0,7	3,3	3,1
Hongkong	5,2	5,3	- 5,1	8,7	5,7	2,6	1,7 ²	-3,5 ²	0,3 ²
Indien	5,5	5,1	5,8	9,7 ³	5,2 ³	7,1 ³	- 1,2	-1,7	- 2,4
Korea	7,4	5,0	- 5,8	6,0	4,4	7,5	- 2,1	-1,8	12,5
Singapur	8,3	8,0	1,5	2,4	2,0	-0,3	13,9	15,4	17,8
Taiwan	6,5	6,8	4,8	3,6	0,9	1,7	3,7	2,7	1,9
Indonesien	7,3	4,9	-13,7	8,8	6,2	58,4	- 2,5	-2,3	4,5
Malaysia	8,6	7,8	- 6,7	3,9	2,7	5,3	- 6,3	-4,9	11,7
Philippinen	2,8	5,1	- 0,5	10,1	5,0	9,0	- 3,7	-5,3	2,0
Thailand	7,9	-1,3	- 8,0	5,0	5,6	8,1	- 6,8	-2,0	12,3
Lateinamerika ¹	3,7	5,4	2,0	135,6	13,8	10,8	- 2,2	-2,9	- 4,4
Argentinien	5,7	8,6	4,2	26,2	0,5	0,9	- 2,0	-2,9	- 4,5
Brasilien	3,8	3,6	0,2	505,5	6,0	3,8	- 1,2	-4,2	- 4,5
Chile	8,5	7,6	3,4	12,7	6,1	5,1	- 3,4	-5,3	- 6,3
Kolumbien	4,2	3,0	0,6	24,1	18,5	20,0	- 3,0	-5,9	- 6,7
Mexiko	2,1	7,0	4,8	20,2	20,6	15,9	- 4,5	-1,9	- 3,8
Venezuela	2,8	5,9	- 0,7	52,4	50,0	35,8	2,5	5,3	- 1,8
Osteuropa ¹	1,3	5,1	3,1	30,8	14,1	11,9	- 2,4	-4,2	- 3,9
Polen	2,8	6,9	4,8	38,0	15,1	11,7	- 2,1	-4,0	- 4,4
Tschechische Republik	-0,3	1,0	- 2,7	18,3	8,5	10,7	- 2,8	-6,3	- 1,9
Ungarn	-1,8	4,6	5,2	25,1	18,3	14,2	- 4,6	-2,1	- 4,8
Rußland	-8,2	0,8	- 4,6	263,4 ⁴	14,8	27,6	2,9	0,8	0,0
Israel	5,8	2,7	2,0	12,6	9,0	5,4	- 4,8	-5,1	- 2,3
Saudi-Arabien	2,1	1,9	- 0,7	2,1	0,1	-0,4	-10,5	0,2	- 8,9
Afrika	2,1	2,8	3,3	39,4	13,6	6,7	- 9,8 ⁵	-4,7 ⁵	-15,3 ⁵
Südafrika	1,2	1,7	0,1	10,6	8,6	6,9	0,1	-1,5	- 2,0

Anmerkung: Angaben für 1998 teilweise geschätzt.

¹ Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1990. ² Saldo der Güter und nichtfaktorgebundenen Dienstleistungen. ³ Großhandelspreise. ⁴ 1993–96. ⁵ In Prozent der Exporte von Gütern und Dienstleistungen.

der in Indonesien, Korea und Thailand mit über 30% zu Buche schlug. Auch die Exporte gingen wertmäßig zurück (wenngleich deutlich geringer als die Importe), insbesondere bedingt durch sehr niedrige Ausfuhrpreise für Rohstoffe und für das Überschußangebot an Industrieerzeugnissen. Weitere Ursachen für die schleppende Entwicklung der Exporte waren Produktionsstörungen, Engpässe bei der Außenhandelsfinanzierung und – wie bereits erörtert – die Regionalstruktur des asiatischen Außenhandels. Eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit gab dem Export jedoch wieder etwas Auftrieb. Bedingt durch diese Entwicklungen im Warenhandel entstanden dort, wo zuvor noch erhebliche Außenhandelsdefizite verzeichnet worden waren, beträchtliche Überschüsse. Dieser Umschwung machte

Entwicklung des Warenhandels in Asien und Lateinamerika							
	Exportwachstum ¹			Importwachstum ¹			Veränderung der Handelsbilanz 1998 in % des durchschnittlichen Außenhandels ²
	Durchschnitt 1990–96	1997	1998	Durchschnitt 1990–96	1997	1998	
	Prozent						
Asien							
China	17,0	21,0	0,4	14,0	2,3	– 1,3	1,6
Hongkong	13,9	4,1	– 7,5	15,7	5,1	–11,5	5,6
Indien	11,3	3,6	– 4,1	9,8	9,7	2,9	– 6,8
Korea	11,3	5,0	– 2,2	14,1	– 3,8	–35,5	42,7
Singapur	16,1	0,0	–12,0	15,1	0,8	–21,4	12,3
Taiwan	7,9	5,3	– 9,3	10,2	11,8	– 8,4	– 1,6
Indonesien	12,3	7,3	– 8,8	15,0	– 2,9	–34,4	25,4
Malaysia	17,8	0,7	– 6,8	20,1	0,8	–25,8	22,7
Philippinen	15,1	22,9	16,3	17,6	12,0	–16,4	33,7
Thailand	16,0	3,3	– 5,8	16,3	–13,1	–31,6	34,0
Lateinamerika							
Argentinien	14,6	10,8	– 1,7	33,2	28,1	3,1	– 4,8
Brasilien	5,1	10,9	– 3,5	17,7	16,6	– 7,4	5,0
Chile	10,4	10,8	–12,0	14,3	10,4	– 4,5	– 7,5
Kolumbien	9,6	8,8	– 7,0	17,0	12,4	– 0,5	– 5,6
Mexiko	23,7	15,0	6,4	21,2	22,7	14,1	– 6,9
Peru	8,4	15,5	–15,8	21,5	8,3	– 4,6	– 7,7
Venezuela	9,5	0,4	–25,3	6,1	45,6	17,2	–48,6

¹ Jährliche Veränderung der Export- bzw. Importwerte in US-Dollar in Prozent. ² Durchschnitt der Warenexporte und -importe.
Quellen: IWF; IIF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.9

ein Viertel oder mehr des Warenhandels in den von der Krise betroffenen Ländern aus.

In der Regel war die Krise der Realwirtschaft von einer Rückführung der Preisblasen bei den Vermögenswerten begleitet. In Dollar ausgedrückt waren die Aktienkurse in den meisten Volkswirtschaften bis Anfang September 1998 gegenüber ihren Höchstständen von 1997 um mehr als die Hälfte gefallen, da sich die Anleger von den regionalen Aktienbörsen zurückzogen und die Rentabilität der Unternehmen schwand (Grafik III.3). Zudem kam es zu erheblichen Korrekturen bei den Immobilienpreisen (Tabelle III.10). Dem großen, oftmals sogar noch wachsenden Angebot im Immobilienbereich stand eine sinkende Nachfrage gegenüber, so daß sich die Immobilienpreise und Mieterträge 1998 nahezu ohne Unterbrechung nach unten entwickelten. Erste Daten deuten darauf hin, daß sich diese Schwäche Anfang 1999 fortsetzte.

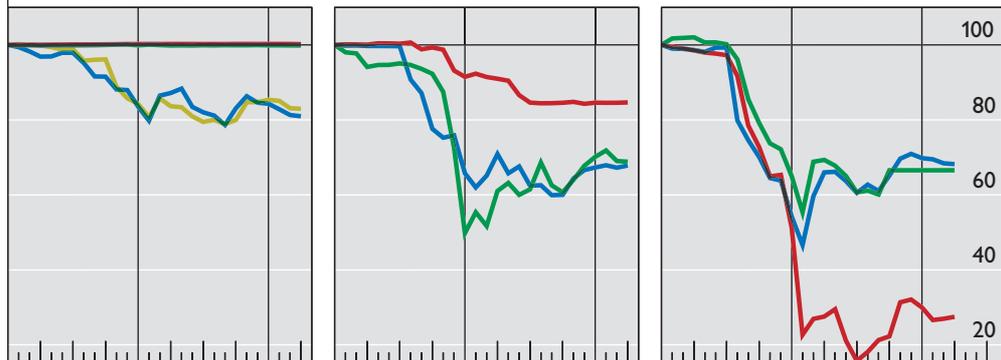
Vor dem Hintergrund der tiefen Rezession versiegten im Laufe des Jahres 1998 die Bankkredite an den Privatsektor. Bis zum Jahresende schrumpfte das Kreditgeschäft in Indonesien, auf den Philippinen und in Thailand rasch, und in Hongkong und Korea vollzog sich der Rückgang kaum langsamer. In Malaysia war das Kreditwachstum im gesamten Jahresverlauf positiv, wenngleich es weit hinter

Rückgang der Preise von Vermögenswerten

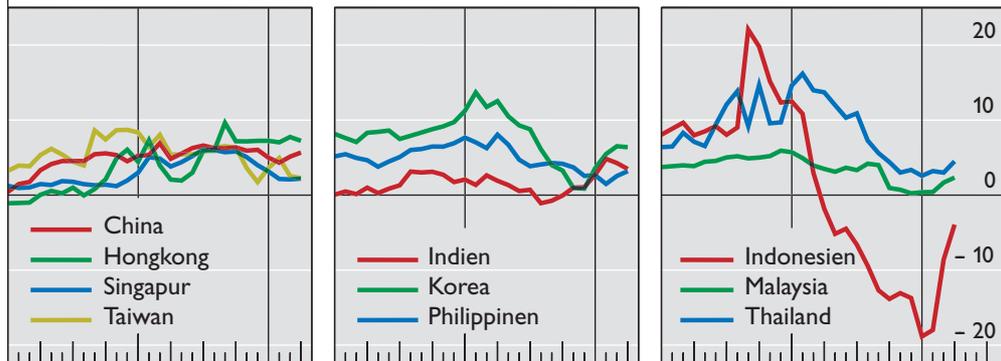
Bankkredite stark rückläufig

Entwicklungen an den Finanzmärkten in Asien

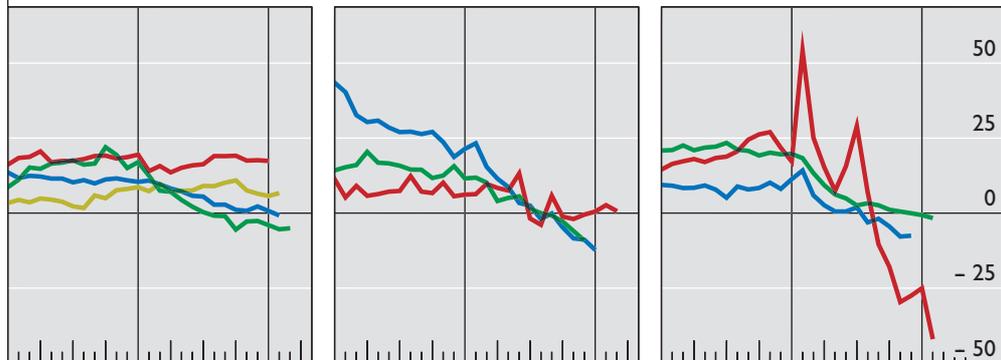
Wechselkurse¹



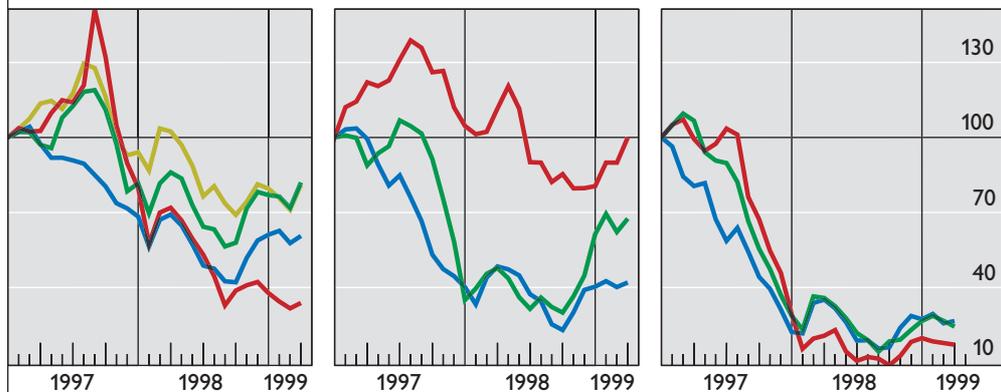
Reale Zinssätze²



Reales Kreditwachstum³



Aktienkurse⁴



¹ US-Dollar je Einheit Landeswährung; Dezember 1996 = 100. ² 3-Monats-Zinssätze deflationiert mit der jährlichen Inflationsrate; Prozent. ³ Veränderung der Inlandskredite an den privaten Sektor gegenüber dem Vorjahr, deflationiert mit der jährlichen Inflationsrate; Prozent. ⁴ In US-Dollar gerechnet; Dezember 1996 = 100.

Wertindikatoren für Immobilien in ausgewählten asiatischen Städten						
	Quote leerstehenden Büroraums		Veränderung* des Mietwerts von Büroraum Ende 1998 gegenüber		Veränderung* des Mietwerts von Verkaufsräumen Ende 1998 gegenüber	
	Dezember 1997	Dezember 1998	1997	3. Q. 1998	1997	3. Q. 1998
	Periodenendstand in Prozent					
Bangkok	23,6	29,7	-20,3	- 5,8	-27,6	-3,8
Hongkong	6,4	16,6	-37,1	- 9,9	-50,7	-3,8
Jakarta	8,9	22,1	-11,4	- 7,7	-47,6	0,0
Kuala Lumpur	3,7	15,5	-29,1	- 2,5	-31,1	-7,4
Singapur	8,0	12,3	-19,1	-11,9	-25,1	-8,9

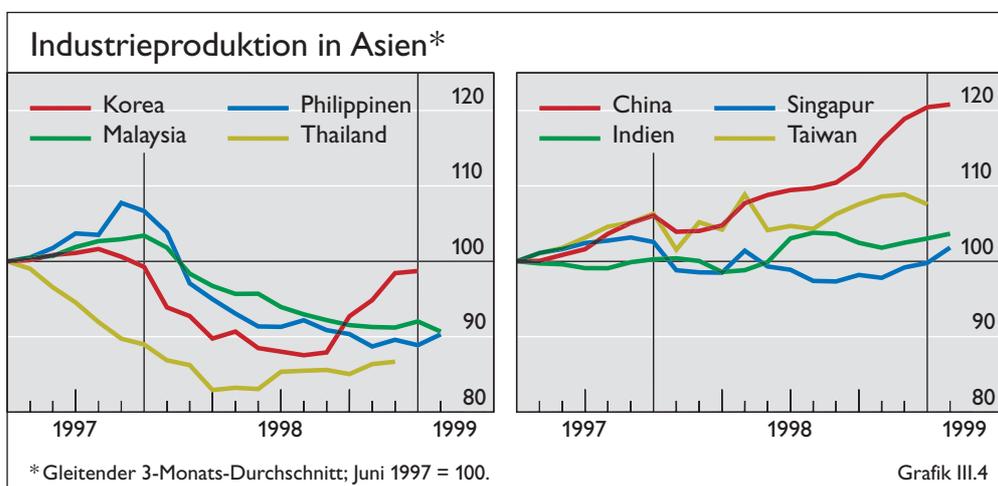
* In der jeweiligen Landeswährung.
Quelle: Jones Lang LaSalle.

Tabelle III.10

dem von der Regierung gesetzten Ziel zurückblieb. Anfang 1999 begann sich das Kreditgeschäft dann auch in Malaysia zu verringern.

Neben dem relativ düsteren Allgemeinbild waren jedoch – insbesondere in der zweiten Jahreshälfte – auch einige positivere Entwicklungen zu sehen. Erstens begann sich gegen Ende des Jahres 1998 ein Ende der Wirtschaftsschwäche abzuzeichnen, als die zuvor eingebrochene Industrieproduktion – außer in Indonesien – offenbar die Talsohle durchschritten hatte (Grafik III.4). In Korea waren entscheidende wirtschaftspolitische Anpassungen bereits in einem frühen Stadium der Krise vorgenommen worden, so daß die Industrieproduktion im letzten Quartal 1998 sogar einen starken Aufschwung verzeichnen konnte. Außerdem wurden die Wachstumsprognosen für das Jahr 1999 seit Ende 1998 zunehmend nach oben korrigiert. Der Eindruck, daß die Krise unter Kontrolle gebracht werden konnte, wurde noch dadurch verstärkt, daß sich der Außenhandel in mehreren Volkswirtschaften gegen Ende 1998 etwas erholte. Die Aktienkurse zogen in den letzten Monaten des Jahres wieder stark an.

Positivere
Faktoren u.a.:
– jüngste
Entwicklung der
Industrie-
produktion



– geringe Wirkung der Abwertung auf die Inflation

Zweitens reagierte die Preisentwicklung auf die Währungsabwertung in vielen Ländern Asiens überraschend gedämpft. Von Mitte 1997 bis Mitte 1998 werteten die Währungen in Malaysia, Korea, auf den Philippinen und in Thailand um rund 60% ab, aber die Verbraucherpreise stiegen in allen Ländern höchstens um 10%. Selbst in Indonesien war der Inflationsanstieg deutlich geringer als die Abwertung der Währung. Wie bereits im letztjährigen Jahresbericht erläutert, war es vor allem auf die schwache Nachfrage, flexible Arbeitskosten und einen durch hohe Lagerbestände und ein umfangreiches Immobilienangebot bedingten Druck auf die Preise zurückzuführen, daß die Abwertung nur begrenzt auf die Preise durchschlug.

– Stabilisierung der Wechselkurse

Eine weitere wichtige Ursache für die günstige Inflationsentwicklung mag auch darin gelegen haben, daß sich der Eindruck verstärkte, die kräftigen Währungsabwertungen im zweiten Halbjahr 1997 und zu Beginn des Jahres 1998 würden nicht von Dauer sein. In der Tat stabilisierte sich der Wechselkurs der meisten asiatischen Währungen gegenüber dem Dollar, und gegen Ende des Berichtsjahres kam es sogar zu einer gewissen Erholung. Da die Wechselkurse nicht auf das Niveau von vor der Krise zurückkehrten und die Inflation eingedämmt war, blieb in Malaysia, auf den Philippinen und in Thailand etwa die Hälfte der nach der Krise von Mitte 1997 realisierten Wettbewerbsvorteile erhalten. Die erhebliche Festigung des koreanischen Won im Jahr 1998 führte zu einer beträchtlichen realen Wertsteigerung, wenngleich das Niveau, das unmittelbar vor Ausbruch der Asien-Krise bestanden hatte, nicht erreicht wurde. Die gestärkte Wettbewerbsposition in vielen Ländern Asiens gibt Anlaß zur Hoffnung auf eine Erholung im Exportsektor, sofern von den wichtigsten Märkten eine ausreichend starke Nachfrage ausgeht.

Geld- und Fiskalpolitik bei Überwindung der Krise

Als sich die Devisenmärkte im vergangenen Jahr allmählich wieder stabilisierten, schien eine Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik in Asien immer stärker angezeigt, und zwar nicht nur, um die Inlandsnachfrage anzuregen, sondern auch, um eine Sanierung der Banken und Unternehmen zu erleichtern.

Lockerung der Geldpolitik ...

Die Lockerung der Geldpolitik führte in nahezu allen Ländern zu einem deutlichen Absinken der kurzfristigen Zinsen, häufig unter das Vorkrisenniveau. Es kam die Frage auf, wie groß der Spielraum für eine weitere Lockerung sei. Zu Beginn des Jahres 1999 waren die realen kurzfristigen Zinsen in vielen Volkswirtschaften immer noch deutlich positiv, obwohl die Konjunktur weiterhin gedämpft blieb und die Sanierung der Banken vielleicht von einem etwas expansiveren Kurs profitiert hätte (s. weiter unten). Eine wichtige Überlegung in vielen Ländern war, daß eine zu schnelle Lockerung die neugewonnene Stabilität am Devisenmarkt untergraben könnte. Da viele asiatische Volkswirtschaften eine hohe Ersparnisbildung aufweisen und Zinserträge dort einen wesentlichen Teil des privaten Einkommens ausmachen, könnte eine starke Zinssenkung überdies die Stimmung der privaten Haushalte beeinträchtigen. Angesichts des Ausmaßes der Krise und der Verwerfungen, die sie in der Wirtschaftsstruktur und im Prozeß der Finanzintermediation erzeugt hatte, ließ sich darüber hinaus nur schwer beurteilen, welche Auswirkungen die bereits zum Jahresbeginn 1999 verzeichneten erheblichen Zinssenkungen auf die Realwirtschaft haben würden.

Ein weiteres prägendes Merkmal im Jahr 1998 war die Lockerung der Fiskalpolitik. In mehreren asiatischen Volkswirtschaften wiesen die öffentlichen Haushalte 1998 erhebliche Defizite aus (Tabelle III.11). Auch die haushaltspolitischen Zielsetzungen der Länder, die vom IVF vorgegebenen Anpassungsprogrammen folgten, wurden beträchtlich nach unten korrigiert: In Indonesien, Korea und Thailand war für das Jahr 1998 ursprünglich ein ausgewogener Staatshaushalt angestrebt worden, aber Mitte des Jahres wurde die Vorgabe auf ein Defizit von 3–8% des BIP geändert. Die Haushaltsdefizite waren offensichtlich größtenteils auf die tiefe Rezession zurückzuführen, während diskretionäre Lockerungen der Fiskalpolitik nur in relativ geringem Umfang vorgenommen wurden. In einigen Fällen erwies es sich sogar als schwierig, die staatlichen Ausgaben auf das in den revidierten Programmen vorgesehene Niveau anzuheben. Da die meisten dieser Volkswirtschaften zuvor eine strenge Budgetdisziplin praktiziert und eine niedrige Staatsverschuldung aufgewiesen hatten, sind relativ hohe Defizite für einen begrenzten Zeitraum wahrscheinlich angemessen. Die haushaltspolitische Last der umfassenden Restrukturierung im Unternehmens- und Finanzsektor dürfte aber dennoch bedeuten, daß die Defizite mittelfristig zurückgeführt werden müssen und direkte Konjunkturimpulse für die Wirtschaft nur in bescheidenem Rahmen realisiert werden können.

Haushaltssalden aufstrebender Volkswirtschaften ¹				
	Überschuß (+)/Defizit (-)			Zinszahlungen
	Durchschnitt 1994–96	1997	1998 ²	1998 ²
	in Prozent des BIP			
Asien				
China	-1,0	-0,8	-1,2	1,0
Hongkong	0,7	5,7	-1,6	-
Indonesien	0,7	-0,9	-3,4	2,3
Korea	0,4	-1,5	-4,2	0,8
Malaysia	3,7	6,3	-1,7	2,5
Singapur ³	13,2	9,6	16,4	2,4
Thailand	2,3	-0,7	-2,4	0,7
Lateinamerika				
Argentinien	-1,4	-1,4	-1,1	1,9
Brasilien	-2,4 ⁴	-4,3 ⁴	-7,5 ⁴	8,0
Chile	2,2	1,9	0,4	0,7
Kolumbien	-2,0	-4,2	-5,5	3,2
Mexiko	0,0	-0,5	-0,7	3,6
Peru	-0,2	-0,9	0,9	1,7
Venezuela	-1,3	1,9	-4,0	2,6

¹ Der öffentliche Sektor wird von Land zu Land unterschiedlich definiert. China: Staatsbudget; Hongkong, Korea: konsolidierter zentraler Staatshaushalt; Brasilien, Malaysia, Mexiko: öffentlicher Sektor; Argentinien: öffentlicher Sektor (ohne Finanzinstitute); Chile, Kolumbien, Peru, Singapur, Thailand, Venezuela: zentraler Staatshaushalt. ² Teilweise geschätzt. ³ Die hohen Zinszahlungen in Singapur sind auf die Emission staatlicher Schuldtitel zurückzuführen, die vor allem den inländischen Anleihemarkt fördern und als Referenzpapiere dienen sollen. ⁴ Operatives Konzept, d.h. ohne die Inflationskomponente von Zinszahlungen auf die Inlandsverschuldung.

Quellen: IVF; IIF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.11

In Hongkong
Aktienmarkt-
interventionen

Die Fiskal- und Geldpolitik in Hongkong und Malaysia ging in die gleiche Richtung wie in praktisch allen Ländern der Region, aber diese beiden Volkswirtschaften griffen 1998 darüber hinaus auch zu unkonventionelleren Maßnahmen. In Hongkong gerieten die Devisen- und Aktienmärkte 1997 und 1998 wiederholt gleichzeitig stark unter Druck, und es mehrten sich die Stimmen, daß dies als Marktmanipulation zu werten sei und nicht als Ergebnis einer Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Eckdaten. Nach Angaben der Währungsbehörden wurde Mitte 1998 eine „Zwei-Märkte-Spekulation“ versucht, als die Anleger sowohl am Aktienmarkt als auch in bezug auf den Hongkong-Dollar beträchtliche Short-Positionen eingingen. Aufgrund des Currency-Board-Regimes in Hongkong hätte der daraus resultierende Druck auf den Wechselkurs zu einem Anstieg der inländischen Zinssätze führen können und damit – bedingt durch die in der Folge sinkenden Aktienkurse – Spekulationsgewinne ermöglicht. Um diese Strategie zu vereiteln, intervenierten die Währungsbehörden im August mit erheblichen Käufen (in Höhe von rund US-\$ 15 Mrd. bzw. 6% der damaligen Marktkapitalisierung) an den Aktien- und Futures-Märkten. Durch diese Intervention kam es in der Folge zu einer Lockerung der Zinssätze, und die Abwärtsbewegung der Aktienkurse kam zum Stillstand. Um Bedenken zu zerstreuen, daß sie von ihrem traditionellen marktwirtschaftlichen Ansatz abgehen würden, verpflichteten sich die Währungsbehörden, die Aktienbestände marktüblich zu verwalten und schrittweise wieder abzustoßen. Im September wurden zudem eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, um die Zinsvolatilität zu senken und die Anfälligkeit der inländischen Finanzmärkte für Marktmanipulationen zu verringern.

In Malaysia Kapital-
verkehrscontrollen

Mit dem Ziel, eine expansivere Wirtschaftspolitik zu ermöglichen, band Malaysia den Ringgit im September 1998 an den Dollar und führte strikte Kontrollen ein (die dann zu Beginn des Jahres 1999 modifiziert wurden), um den Kapitalabfluß zu bremsen und Offshore-Transaktionen in der Landeswährung in Grenzen zu halten. Aufgrund dieser Maßnahme verlor Singapur ein Viertel seines Aktienhandels und einen erheblichen Teil seines Devisengeschäfts. Darüber hinaus wurden einige aufsichtsrechtliche Vorschriften für die Klassifizierung von Krediten gelockert. Gleichermäßen unkonventionell war die Anweisung an die Banken, ihre Kreditvergabe im Laufe des Jahres 1998 um 8% zu steigern.

Der Rückgriff Malaysias auf Kapitalverkehrskontrollen hat die Diskussion um die Frage, ob eine vollständige Liberalisierung des Kapitalverkehrs für die Mehrzahl der aufstrebenden Volkswirtschaften verfrüht sei, neu belebt. Insbesondere wird in den letzten Jahren zunehmend dafür plädiert, den Zustrom von kurzfristigem Kapital so lange zu bremsen, bis Märkte, Finanzinstitute und aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen ausreichend entwickelt sind. Maßnahmen zur Kontrolle von Kapitalzuflüssen können nützlich sein, vor allem, wenn sie mittels marktbasierter Instrumente, z.B. strengerer Mindestreservevorschriften für kürzerfristige Zuflüsse, implementiert werden. Mit Bedacht konzipiert, können solche Maßnahmen dazu beitragen, einen Boom bei der Inlandskreditvergabe und die häufig damit einhergehende Preisblase bei den Vermögenswerten zu verhindern und dabei gleichzeitig eine liberale Haltung gegenüber längerfristigen Zuflüssen wie beispielsweise Direktinvestitionen aufrechtzuerhalten.

Weit weniger Akzeptanz findet eine Regulierung der Kapitalabflüsse, und zwar insbesondere dort, wo bereits ein liberaleres Regime besteht. Zugunsten

solcher Kontrollen wird häufig argumentiert, daß sie den Entscheidungsträgern den notwendigen Raum verschaffen können, um Anpassungsprogramme zu formulieren und zu implementieren, die dazu beitragen könnten, das Vertrauen der Anleger wiederherzustellen. Als Gegenargument wird ins Feld geführt, daß solche Kontrollen auch dazu mißbraucht werden können, zu lange an einem ungeeigneten wirtschaftspolitischen Kurs festzuhalten oder die Sanierung eines schwachen Finanzsektors zu verzögern. Die Beschränkung der Kapitalabflüsse verliert zudem an Wirksamkeit, wenn entsprechende Lücken im Regelwerk aufgespürt und ausgenutzt werden. Um diese Lücken wieder zu schließen, werden oft immer komplexere und weitreichendere Kontrollen eingeführt, bis schließlich die Gefahr besteht, daß die produktive Wirtschaftstätigkeit ernsthaft Schaden nimmt. Kontraproduktive Effekte können darüber hinaus dadurch entstehen, daß eine Regulierung der Kapitalabflüsse eine negative Signalwirkung haben kann, die zu einem gegebenen kritischen Zeitpunkt die Kapitalzuflüsse beeinträchtigt. Wenn dieser Vertrauensverlust auf Nachbarländer übergreift, die ähnliche Probleme haben (aber keine Kapitalverkehrskontrollen eingeführt haben), können Maßnahmen zur Beschränkung des Kapitalverkehrs in einem bestimmten Land für andere Länder besonders schädliche Auswirkungen haben. Der durch eine Regulierung der Kapitalabflüsse bewirkte potentielle Verlust an Vertrauen und Glaubwürdigkeit könnte ferner einen Anstieg der Kosten der internationalen Kreditaufnahme zur Folge haben, der möglicherweise weit über die Dauer der Krise hinaus anhält.

Gefahren von Beschränkungen der Kapitalabflüsse

China und Indien

Vor allem aufgrund ihrer relativ starken Abschottung von den internationalen Finanzmärkten waren die beiden bevölkerungsreichsten Länder Asiens von der Krise in anderen Ländern der Region weniger stark betroffen. Dennoch ließ die Krise verschiedene Schwachstellen zutage treten, und die wirtschaftliche und finanzielle Situation verschlechterte sich.

Offiziellen Statistiken zufolge lag das Produktionswachstum in China 1998 knapp unter den angestrebten 8%. Viele Indikatoren wiesen jedoch auf einen sich verlangsamenden Trend der Konjunktur hin, der in der aggregierten Produktionsstatistik noch nicht zum Ausdruck kam: Die Arbeitslosigkeit nahm zu, wachsende Lagerbestände drückten auf die Preise, die Energieproduktion fiel – teilweise bedingt durch die schwache Nachfrage der Unternehmen – um nahezu 4%, Import- und Exportwachstum gingen stark zurück, und die Rentabilität der Staatsbetriebe verschlechterte sich. Um der Abschwächung entgegenzuwirken, wurden die Staatsausgaben in der zweiten Jahreshälfte erhöht. Die Infrastrukturausgaben wurden angehoben, die Staatsbetriebe wurden gehalten, ihre Investitionstätigkeit zu erhöhen, und die staatlichen Banken wurden gedrängt, ihre Kreditvergabe für Infrastruktur und Wohnbau auszuweiten. Die Geldpolitik wurde expansiver, Zinsen wurden gesenkt und Maßnahmen ergriffen, um das Kreditgeschäft der Banken zu fördern.

In China Wachstum nahe den Zielvorgaben trotz Anzeichen einer Abschwächung

Die Strategie, den Yuan gegenüber dem US-Dollar zu stabilisieren, wurde beibehalten. Dies wurde aus mehreren Gründen als notwendig angesehen. Die Handelsbilanz und die Leistungsbilanz wiesen erhebliche Überschüsse auf, und die internationalen Reserven waren beträchtlich sowie überdies durch umfangreiche

Stabiler Yuan/Dollar-Kurs

Kapitalverkehrsbeschränkungen gestützt. Zudem wurde das Risiko erneuter Spekulationen gegen den Hongkong-Dollar als hoch eingeschätzt, und die Angst, eine Abwertung könnte in der Region und darüber hinaus eine neue Abwertungsrunde auslösen, war weit verbreitet. Gleichzeitig scheinen der Kapitalabfluß und die nicht erfaßten Importe jedoch zugenommen zu haben, denn der Anstieg der Devisenreserven im Jahr 1998 (\$ 5 Mrd.) blieb in weit stärkerem Maße als in den beiden vorangegangenen Jahren hinter dem Überschuß in der Leistungsbilanz (\$ 20 Mrd.) und den Direktinvestitionen aus dem Ausland (rund \$ 40 Mrd.) zurück.

Besorgnis
hinsichtlich des
Finanzsektors

Die Finanzkrise in der Region legte zudem die Schwächen des chinesischen Finanzsystems offen. In den letzten Jahren war verstärkt bekannt geworden, daß die großen staatlichen Banken umfangreiche Bestände an notleidenden Krediten hatten und die Wertpapiermärkte nur unzureichend reguliert und beaufsichtigt waren. Die ausländischen Kreditgeber wurden im Laufe des Jahres 1998 entsprechend vorsichtiger. Ende 1998 wurde eine Investmentgesellschaft mit erheblichen ausländischen Verbindlichkeiten geschlossen. Anders als erwartet, übernahm die Zentralregierung keinerlei Verpflichtung, die nichtregistrierten Auslandsschulden der Gesellschaft abzulösen. Dies ließ die Kosten für Auslandskredite nach oben schnellen, zeigte gleichzeitig jedoch auch, daß sich die Behörden bewußt waren, daß eine Politik pauschaler Garantien für Auslandsverbindlichkeiten ein „moral hazard“-Verhalten hervorruft. Außerdem wurden Pläne zur Sanierung der staatseigenen Banken und zur Straffung der Bankenaufsicht ausgearbeitet. Für die Währungsbehörden ergeben sich jedoch unweigerlich Zielkonflikte daraus, daß zur Ankurbelung der Wirtschaftstätigkeit auch weiterhin auf die staatlichen Banken gesetzt wird.

Indien

In Indien hielt das kräftige Wirtschaftswachstum 1998 an. Die Inflation beschleunigte sich, und das Leistungsbilanzdefizit blieb vor dem Hintergrund schwacher Exporte weiterhin beträchtlich. Das Defizit der öffentlichen Haushalte stieg auf über 6% des BIP. In Verbindung mit den Finanzlücken in anderen Bereichen des öffentlichen Sektors wurde die Wirtschaftstätigkeit im Privatsektor auch weiterhin durch die schwere Belastung, die dieses haushaltspolitische Ungleichgewicht für die inländische Spartätigkeit darstellte, beeinträchtigt. Um den Haushalt wieder auf eine solide Basis zu stellen, wurde im März 1999 eine mittelfristige Konsolidierungsstrategie angekündigt, auf die die Zentralbank mit einer Lockerung ihres geldpolitischen Kurses reagierte. Gleichzeitig sah sich die Zentralbank durch die regionale Finanzkrise veranlaßt, die aufsichtsrechtlichen Regelungen zu verschärfen. Allerdings blieben Fortschritte bei der Finanzreform sowie bei zahlreichen Strukturreformen in anderen wichtigen Bereichen unzureichend.

Sanierung der Banken und Unternehmen

Als sich das Klima in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten im vergangenen Jahr verschlechterte, wurden die Bankensysteme in mehreren asiatischen Ländern einer massiven Belastung ausgesetzt. Ende 1998 waren die notleidenden Kredite Angaben zufolge auf über 10% der gesamten Ausleihungen – in Indonesien und Thailand auf bis zu 45% – gestiegen, während fast alle Banken in den von der Krise betroffenen Ländern erhebliche Verluste hinnehmen mußten.

Kosten einer
Bankenkrise
abhängig von ...

Die gesamtwirtschaftlichen Kosten einer Bankenkrise und ihrer Bewältigung sind oft sehr hoch. Frühere Krisen in den neunziger Jahren belasteten den

Haushalt gemessen am BIP mit zwischen 4% (Norwegen und Schweden) und 17% (Venezuela), obwohl der Anteil notleidender Kredite der Banken damals in den meisten Fällen weit niedriger war als heute in Asien. Für die Beurteilung der volkswirtschaftlichen Kosten einer Bankenkrise sind zwei Aspekte von Bedeutung. Als erstes ist wichtig, inwieweit das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Bankinstitute gewahrt werden kann. Ein Vertrauensverlust kann die Einleger dazu veranlassen, ihre Vermögenswerte abzuziehen, und dies wiederum mindert den Umfang der Finanzintermediation und die Effizienz der Ressourcenallokation. Wenn Vermögenswerte ins Ausland verlagert werden, kann dies zu einer Währungskrise führen oder eine bereits bestehende Krise vertiefen. In Argentinien kam es 1995 zu einem vorübergehenden Verlust an Vertrauen in das inländische Bankensystem. Drastische Anpassungen der Wirtschaftspolitik wurden erforderlich und trugen zu einem Einbruch der Wirtschaftstätigkeit bei. Auf ähnliche Weise wurde auch die Eindämmung der Krise in Indonesien Ende 1997 durch einen Run auf die Banken erschwert.

... Vertrauen der
Bankkunden ...

Als zweites stellt sich die Frage, wie stark die Kreditvergabe während einer Krise zurückgehen kann. Angesichts der wichtigen Rolle, die den Krediten in der wirtschaftlichen Entwicklung zukommt – insbesondere in Asien, wo das Kreditgeschäft gemessen am BIP sehr hoch ist –, könnte eine drastisch reduzierte Bereitstellung von Bankkrediten beträchtliche gesamtwirtschaftliche Konsequenzen haben. Selbst in einem soliden Bankensystem würde die Nachfrage nach Bankkrediten als natürliche Reaktion auf den Mangel an Investitionsmöglichkeiten, der einem vorangegangenen Aufschwung folgt, schrumpfen. Diese Kreditkontraktion wird jedoch viel stärker ausfallen, wenn die Banken, wie in Asien, mit umfangreichen Beständen notleidender Kredite belastet sind, mit denen massive Investitionen in Sachvermögenswerte finanziert wurden. Werden Banken geschlossen, verlieren auch solvente Kreditnehmer „ihre“ Bank und haben danach in der Regel Schwierigkeiten, bei anderen Banken Kredit zu bekommen. Werden die Banken hingegen am Leben erhalten, so straffen sie mit großer Wahrscheinlichkeit ihre Kreditvergabestandards und rationieren die Kredite. Eine solche Kreditverknappung beschränkt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zusätzlich, was die Probleme für Schuldner und Banken noch verschärft. Als Folge früherer Banken Krisen fiel die Bankkreditvergabe in Mexiko innerhalb von zwei Jahren real um die Hälfte, während Finnland und Schweden einen Rückgang von mehr als 20% zu verzeichnen hatten. Wie bereits erwähnt, begann sich die reale Kreditgewährung der Banken im letzten Jahr in allen von der Krise betroffenen Volkswirtschaften zu verringern.

... und
Ausmaß der
Kreditkontraktion

Eine schnelle Kreditkontraktion im Kontext einer Bankenkrise wirft die Frage auf, was die Geldpolitik zu ihrer Kompensierung tun kann. Durch eine Lockerung der Geldpolitik würden die kurzfristigen Zinsen gesenkt, und die Renditenstrukturkurve würde wahrscheinlich steiler werden. Dies würde die Nachfrage anregen und die Nettozinsmargen der Banken erhöhen und so zur Entspannung der Situation beitragen. Diese Strategie wurde Anfang der neunziger Jahre in den USA mit Erfolg eingesetzt. In den kleinen, offenen Volkswirtschaften Asiens dürfte es jedoch schwierig sein, die Geldpolitik überhaupt noch weiter zu lockern, als es bisher geschehen ist, weil die Gefahr besteht, daß eine allzu expansiv angelegte Geldpolitik neue Turbulenzen an den Devisenmärkten auslösen könnte. Zudem

Mögliche
Auswirkungen
einer Lockerung
der Geldpolitik

könnten sehr niedrige Zinsen und entsprechend viel niedrigere Finanzierungskosten notleidender Kredite den Druck hinsichtlich einer wirksamen Sanierung des Finanzsektors mindern.

Zur Bewältigung der tiefgreifenden Banken Krisen wurden in Asien in den vergangenen zwei Jahren mehrere Sanierungs- und Rekapitalisierungsinitiativen in die Wege geleitet. Die ersten Etappen der Sanierungsprogramme für den Bankensektor wiesen eine Reihe gemeinsamer Merkmale auf. Um einen Run auf die Banken zu verhindern, sahen sich die Behörden in der Regel zunächst gezwungen, Garantien für Bankeinlagen zu gewähren und explizite Einlagensicherungssysteme zu entwickeln. Daneben wurden Änderungen der aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen vorgenommen. Die Aufsichtsvorschriften wurden verschärft, wenngleich in einigen Fällen (in Malaysia und – in geringerem Maße – in Thailand) auch zeitlich begrenzte Zugeständnisse gemacht wurden, um den Banken zu helfen, sich aus ihrer akuten Schiefelage zu befreien.

Darüber hinaus wurden in den meisten der von der Krise betroffenen Länder Portfoliomanagementgesellschaften errichtet, die einen Teil der notleidenden Kreditportfolios der Finanzinstitute übernehmen sollten. Dahinter stand häufig das Bestreben, die Banken von ihrer reservierten Haltung gegenüber einer Vergabe neuer Kredite abzubringen, die mit der wachsenden Besorgnis über die Handhabung notleidender Ausleihungen zunahm. Die Strategien variierten von dem Versuch, zweifelhafte Aktiva schnell abzustoßen, bis zum Bemühen, Notverkäufe zu vermeiden. Die erste Variante wurde in Thailand eingesetzt, die zweite in Malaysia.

Die Befürchtung, daß die erzwungene Schließung einer Bank eine Flut von Bankinsolvenzen im gesamten System nach sich ziehen und das Problem der Kreditrationierung noch verschlimmern würde, mag schließlich erklären, warum bis Anfang 1999 nur eine relativ kleine Zahl von Bankkonkursen zugelassen worden war. Die Behörden konzentrierten sich vielmehr auf die Rekapitalisierung von Banken sowie auf Bankenzusammenschlüsse. In den letzten anderthalb Jahren wurde eine Vielzahl von Rekapitalisierungsplänen aufgelegt, die häufig eine Beteiligung der Aktionäre, eine Verbesserung der operativen Effizienz und Veränderungen in der Geschäftsleitung zur Voraussetzung hatten. Wo nötig, wurden einige in Schwierigkeiten geratene Banken vorübergehend verstaatlicht. Darüber hinaus wurde die Übernahme von schwachen Banken durch größere und weniger schwache gefördert (wie in Korea und Thailand), obwohl die Suche nach geeigneten Käufern häufig dadurch sehr erschwert wurde, daß die Bankenkrise das gesamte System erfaßt hatte. Außerdem wurden die Behörden wesentlich offener im Hinblick auf Übernahmen durch ausländische Banken. In mehreren Ländern – wie Indonesien und Thailand – wurden die Beschränkungen für Beteiligungen ausländischer Banken gelockert oder ganz abgeschafft.

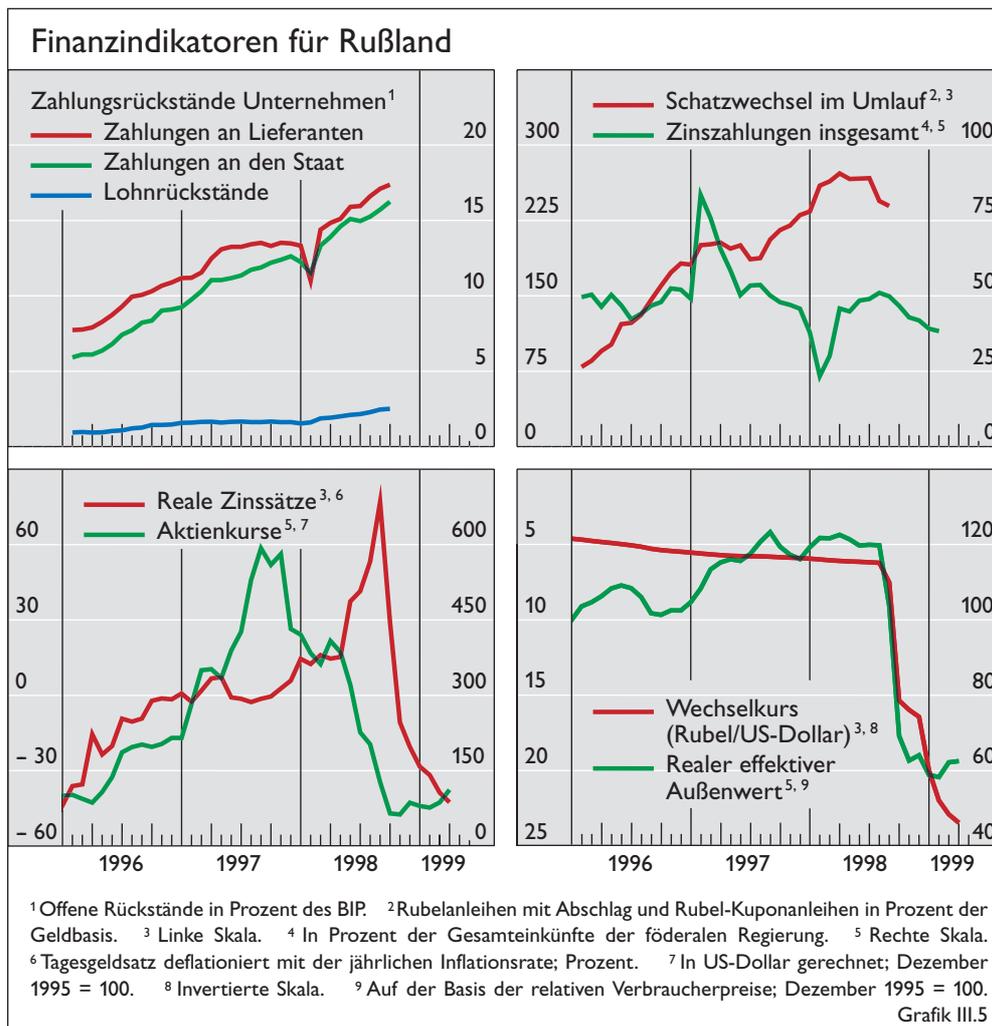
In den meisten Ländern wurden die Programme zur Lösung der Schwierigkeiten der Banken von Sanierungsinitiativen für überlebensfähige Unternehmen begleitet, die dabei unterstützt werden sollten, ihren Betrieb neu zu strukturieren und ihren durch einen reduzierten Cash-flow noch drückender gewordenen Schuldendienstverpflichtungen nachzukommen. Im Frühjahr 1999 waren viele dieser Programme noch nicht sehr weit über die Planungsphase hinausgekommen. Dies war zum einen dadurch bedingt, daß die Schwächen der meisten Länder im

Handels- und Gesellschaftsrecht – insbesondere in bezug auf das Konkursverfahren – einer schnelleren und wirksameren Umschuldung und Sanierung im Wege standen. Zum anderen waren die angeschlagenen Gläubiger nicht zu Zugeständnissen bereit. Am größten waren die Fortschritte noch in Korea, wo die Regierung und die fünf größten „Chaebol“ (Konglomerate) Ende 1998 eine Rationalisierung, verstärkte Spezialisierung und Schuldenreduzierung vereinbarten. Allerdings gilt es diese Zusagen noch in die Tat umzusetzen.

Die Finanzkrise in Rußland und ihre Auswirkungen auf Osteuropa

Die Schwierigkeiten Rußlands mit der Kontrolle der Staatsfinanzen, die beschleunigte Emission kurzfristiger Staatstitel, fallende Rohstoffpreise und eine reale Aufwertung der Währung stellten die Schuldendienstfähigkeit des Landes Ende 1997 und in der ersten Hälfte des Jahres 1998 immer mehr in Frage. Dadurch wurde der Rubel wiederholt angegriffen, und als Reaktion wurden die Zinsen bis Ende Mai auf 150% angehoben, obwohl sich die Inflation weiterhin unterhalb von 10% bewegte. Um die Stabilität des Rubels zu stützen, die seit einigen Jahren ein zentraler Bestandteil der Geldpolitik war, wurde Rußland im Juli ein auf zwei Jahre angelegtes internationales Finanzierungspaket von fast \$ 23 Mrd. angeboten; davon

Phasen der Krise in Rußland



wurden \$ 4,8 Mrd. sofort vom IWF verfügbar gemacht. Angesichts der starken Opposition im Parlament gegenüber wichtigen Maßnahmen, die höhere Staatseinnahmen zum Ziel hatten, erwies sich die Implementierung des Anpassungsprogramms jedoch als schwierig. Da die realen Zinssätze sehr hoch waren, zehrten die Kosten für den Schuldendienst des Staates etwa die Hälfte der Haushaltseinnahmen auf (Grafik III.5). Die Währungsreserven nahmen weiter ab, und ein Versuch, die sehr kurzfristige Laufzeit marktfähiger Staatstitel zu verlängern, schlug praktisch fehl, so daß es bis Ende des Jahres kurzfristige Rubelverbindlichkeiten in Höhe von nahezu \$ 20 Mrd. zu finanzieren galt. Darüber hinaus sanken die Aktienkurse auf neue Tiefstände, die inländischen Zinsen blieben hoch, und die Zinsaufschläge bei russischen Eurobonds erreichten 2000 Basispunkte.

Wirtschafts-
politische
Reaktionen

Angesichts steigender Finanzierungsprobleme sowohl im Inland als auch im Ausland kündigte Rußland Mitte August 1998 einen radikalen Kurswechsel an. Hierzu gehörten vor allem die Ausweitung und spätere Abschaffung der Wechselkursbandbreite, die Aussetzung des Handels mit Schatzwechseln in Verbindung mit einer vorgeschriebenen Umstrukturierung der Staatsverschuldung sowie ein 90tägiges Moratorium für die Tilgung von Unternehmens- und Bankverbindlichkeiten gegenüber ausländischen Gläubigern. An den internationalen Finanzmärkten löste der Eindruck einer grundlegenden Änderung der Spielregeln zwischen Gläubigern und Schuldern eine unerwartet starke Reaktion aus (s. Kapitel V).

Die Regierung versuchte die negativen Auswirkungen der Krise vom August aufzufangen, indem sie auf administrative Maßnahmen zurückgriff, die in der Vergangenheit bereits abgeschafft worden waren. Sie erließ umfangreiche Beschränkungen für Devisenmarktgeschäfte, das Defizit im Staatshaushalt wurde verstärkt über eine direkte Kreditaufnahme bei der Zentralbank finanziert, und die Exporteure mußten 75% ihrer Erlöse abliefern. Der stark angeschlagene Bankensektor wurde durch Direktkredite der Zentralbank über Wasser gehalten, eine eigens zur Rekapitalisierung der Banken geplante neue Institution nahm jedoch ihre Tätigkeit nie auf. Ohne Zugang zu Bankkrediten waren die Unternehmen noch stärker auf eigene Finanzmittel, Zahlungsrückstände und Tauschgeschäfte angewiesen. Auch Bankeinlagen waren weitgehend gesperrt.

Auswirkungen auf
die Wirtschaft ...

Wirtschaftswachstum und Inflation entwickelten sich infolge der Krise und der unzureichenden Reaktion der Politik in entgegengesetzte Richtungen. Im letzten Quartal 1998 sank die statistisch erfaßte Produktion um 9% und damit auf etwa die Hälfte des Niveaus von 1989, während die Inflationsrate Anfang 1999 auf 100% kletterte. Die Anpassungen gingen hauptsächlich zu Lasten der Importnachfrage, die im letzten Quartal 1998 in Dollar gerechnet um mehr als die Hälfte fiel. Da der russische Warenhandel immer noch in erster Linie von Rohstoffen geprägt wird, reagierten die Exportvolumina nur geringfügig auf die Abwertung des Rubels, während die Exportpreise den Verfall der Rohstoffpreise widerspiegeln.

... und auf die
Mittelaufnahme im
Ausland

Ende 1998 konnte Rußland die mehr als \$ 100 Mrd. betragenden Fremdwährungsverbindlichkeiten aus der Zeit der Sowjetunion (die seit der Unabhängigkeit Rußlands eingegangenen Schulden werden auf weitere \$ 60 Mrd. geschätzt) nicht mehr bedienen, während die Prämie auf russische Eurobonds weiterhin sehr hoch war und das Land somit praktisch von den internationalen Kapitalmärkten

ausgeschlossen war. Ende März 1999 traten Rußland und der IWF in neue Verhandlungen über ein Programm ein, das Rußland die Erfüllung seiner Schuldendienstverpflichtungen für 1999 in Höhe von schätzungsweise \$ 17½ Mrd. ermöglichen soll. Da die staatlichen Währungsreserven Ende März auf \$ 6½ Mrd. zurückgegangen waren, wurde verstärkt gefordert, einen Teil der aus der Sowjetunion übernommenen Verbindlichkeiten nicht nur umzustrukturieren, sondern abzuschreiben.

Die Rußland-Krise ging auf eine Reihe fundamentaler Schwächen zurück, die bei dem 1992 begonnenen Übergangsprozeß nicht ausreichend berücksichtigt worden waren. Erstens hat Rußland es bisher nicht vermocht, einige der wesentlichen Eckpfeiler einer Marktwirtschaft zu errichten. Der institutionelle Rahmen für die rechtliche Durchsetzung privater Verträge und wirksamen Wettbewerbs ist nach wie vor nur in Ansätzen vorhanden. Die Strukturreform in der Realwirtschaft ist nur zum Teil vollzogen. Anders als in anderen im Übergang befindlichen Volkswirtschaften – wie beispielsweise Polen – sind nur wenige dynamische Mittelstandsunternehmen gegründet worden, die den notwendigen Wachstumsschub bewirken könnten, und gleichzeitig wurden durch die Schaffung großer Finanz-Industrie-Konglomerate alte Strukturen zementiert. Zudem wurden die Fortschritte in der Privatisierung nicht durch die Einrichtung tragfähiger Systeme zur verbesserten Unternehmenssteuerung untermauert. Seit Beginn des Übergangsprozesses ist die Kapitalflucht – teilweise infolge des Ausschlachtens ertragschwacher, aber substanzstarker Unternehmen – sehr ausgeprägt. Die Mobilität der Arbeitskräfte ist nach wie vor gering, und Einkommensunterschiede haben soziale Spannungen hervorgerufen.

Ein zweiter gravierender Schwachpunkt sind die öffentlichen Finanzen. In den Jahren 1992–98 lag das Defizit des föderalen Haushalts im Durchschnitt bei 7½% des BIP. Ein faires und effizientes System der Steuereintreibung fehlt noch immer, und die Beziehung zwischen den auf Bundes- und auf einzelstaatlicher Ebene anfallenden Steuereinnahmen und Ausgaben bleibt weiterhin im dunkeln. Daß der Staat selbst zunehmend mit Zahlungen in Verzug gerät, hat außerdem zum Entstehen einer Verzugsmentalität in allen Wirtschaftssektoren beigetragen (Grafik III.5). Probleme im Bereich der öffentlichen Finanzen waren schon oft eine bedeutende Hürde bei der Formulierung und Einhaltung von IWF-Programmen.

Drittens schließlich wurde auch die Rolle der Finanzintermediation in der Realwirtschaft nur unzureichend gefördert. Die Banken verließen sich auf ihre Erträge aus Arbitragegeschäften, die entweder im Zusammenhang mit der kontinuierlichen Abwertung des Rubels (vor 1998) oder durch den umfangreichen Ankauf hochrentierender Staatstitel (seit 1993, als der Markt für Staatstitel eröffnet wurde) zustande kamen. Diese Wertpapiere wurden häufig durch Fremdwährungsaufnahmen finanziert, und die Banken sahen sich in der Folge mit beträchtlichen offenen Fremdwährungspositionen konfrontiert. Die ausstehenden Kredite an den privaten Sektor sind dagegen mit rund 15% des BIP sehr niedrig, so daß sich noch keine Kreditkultur entwickelt hat. Die meisten russischen Banken haben es zudem versäumt, ihr Einlagengeschäft auszubauen. Viele Finanzinstitute waren von großen Unternehmen sogar mit dem ausdrücklichen Ziel errichtet worden, relativ leichten Zugang zu günstigen Zentralbankkrediten zu erlangen. Es ist daher nicht verwunderlich, daß die Verwendung des Rubels im Inland nur wenig

Grundlegende Schwächen u.a.:
– unzureichende strukturelle Veränderungen

– wenig solide öffentliche Finanzen

– nur begrenzte Finanzintermediation

zugenommen hat und die Wirtschaft weiterhin stark von der Dollarisierung geprägt wird.

Auswirkungen auf die Finanzmärkte in Osteuropa nur vorübergehend ...

Die Rußland-Krise hatte einen erheblichen – wenn auch nur vorübergehenden – Einfluß auf die Finanzmärkte in Osteuropa. Da ausländische Großanleger, insbesondere Investmentfonds, einen beträchtlichen Teil ihrer Portfolios an osteuropäischen Aktien abstießen, brachen die regionalen Aktienmärkte ein, und die meisten Währungen gerieten unter Druck. In Ungarn – dem Land mit dem am besten entwickelten und liquidesten Kapitalmarkt – sanken die Aktienkurse von Ende Juli bis Ende September um 45%, wodurch sämtliche Gewinne aus den beiden vorangegangenen Jahren aufgezehrt wurden. In anderen Ländern waren die Rückgänge weniger dramatisch: Am polnischen und am slowakischen Aktienmarkt war die ausländische Beteiligung traditionell relativ gering, und das ausländische Engagement in tschechischen Aktien hatte sich bereits Ende 1996 reduziert. Da sich die Kurse ab Oktober 1998 wieder erholten, verzeichneten die osteuropäischen Märkte auf das Jahr gerechnet nur geringfügige Verluste. Die Auswirkungen auf Finanzierungskosten und Umfang der privaten Kapitalströme hielten sich ebenfalls in Grenzen. Verglichen mit anderen aufstrebenden Volkswirtschaften erhöhten sich die Zinsaufschläge auf osteuropäische Anleihen kaum; in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn stiegen sie um weniger als 100 Basispunkte (Grafik III.1). Dennoch geriet der öffentliche Sektor in einigen Ländern durch höhere Zinsen und eine verminderte Verfügbarkeit von Krediten unter Druck, und eine Reihe von Großunternehmen aus dem privaten Sektor waren gezwungen, vorübergehend auf direkte Kreditaufnahmen im Ausland zu verzichten. Zu einer Umkehr der internationalen Bankkreditströme kam es jedoch nicht (Tabelle III.3), und in geringem Umfang wurden weiterhin internationale Schuldtitel abgesetzt.

Die durch die Rußland-Krise ausgelösten Finanzmarkturbulenzen schwächten den ungarischen Forint und den polnischen Zloty, die zuvor unter Aufwertungsdruck gestanden hatten. Durch den Zufluß kurzfristiger Mittel war der Zloty vor der Krise fast an die Obergrenze seiner Schwankungsbreite gedrückt worden, und der Forint war ähnlichen Kräften ausgesetzt gewesen. Als eine weitere reale Aufwertung gestoppt war, verminderten sich die Befürchtungen hinsichtlich eines Rückgangs der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Im Oktober war der Zloty in die Mitte seiner Schwankungsbreite zurückgekehrt, und die Zentralbank verzichtete auf eine Verstärkung der Kapitalverkehrskontrollen. Mehrere Länder der Region reagierten auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten mit einer Anhebung ihrer kurzfristigen Zinsen, die sich jedoch nur begrenzt auf die längerfristigen inländischen Zinssätze übertrug. Als die Stabilität wiederhergestellt war, führten die polnische und die tschechische Zentralbank daher ihre bereits zuvor geplanten Zinssenkungen durch.

... infolge grundlegender Verschiebungen

Daß die Krise in Rußland nur begrenzt auf die anderen osteuropäischen Länder übergriff, zeigt, wie sehr diese ihre Handels- und Finanzbeziehungen inzwischen auf Westeuropa ausgerichtet haben und welche Fortschritte sie beim Übergang zu modernen Marktwirtschaften erzielt haben. Der Außenhandel der osteuropäischen Länder hat sich deutlich gewandelt: Nahezu zwei Drittel der Ausfuhren gehen heute in EU-Länder und nur noch 5% nach Rußland. Auch das finanzielle Engagement osteuropäischer Banken in Rußland ist begrenzt. So gerieten die Banken weder unter Druck, noch verzeichneten sie einen Rückgang

ihrer Aktienkurse gegenüber denen anderer Unternehmen, als die Finanzkrise Mitte des vergangenen Jahres über die Region hereinbrach. In Ungarn und Polen führte der erfolgreiche Übergangsprozeß in den letzten Jahren zu hohen Wachstumsraten. In der Tschechischen Republik dagegen dämpfte die Notwendigkeit weiterer Sanierungen im Unternehmens- und Finanzsektor im Jahr 1998 die Wirtschaftstätigkeit. Die Inflationsraten waren in den osteuropäischen Ländern zwar nach wie vor höher als in den EU-Ländern, bewegten sich aber stetig nach unten. In Ungarn und Polen wurden zudem Anstrengungen zur Stärkung des Bankensystems unternommen, indem u.a. mehr Wettbewerb aus dem Ausland zugelassen wurde. Angesichts der Fortschritte beim Übergangsprozeß wurden mit mehreren osteuropäischen Ländern Gespräche über einen EU-Beitritt aufgenommen.

Einige Schwächen bleiben jedoch weiter bestehen. Die erheblichen Defizite im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz geben in vielen im Übergang befindlichen Volkswirtschaften immer noch Anlaß zur Sorge. Trotz der in einigen Ländern erzielten Fortschritte bleibt der Bankensektor labil, was sich auch an den niedrigen internationalen Bonitätseinstufungen ablesen läßt. Die Finanzmärkte sind noch immer wenig entwickelt, und die Aufsicht bedarf einer weiteren Stärkung. Schließlich ist auch das Netz der sozialen Sicherheit noch immer nicht hinreichend ausgebaut.

Verbleibende Schwächen

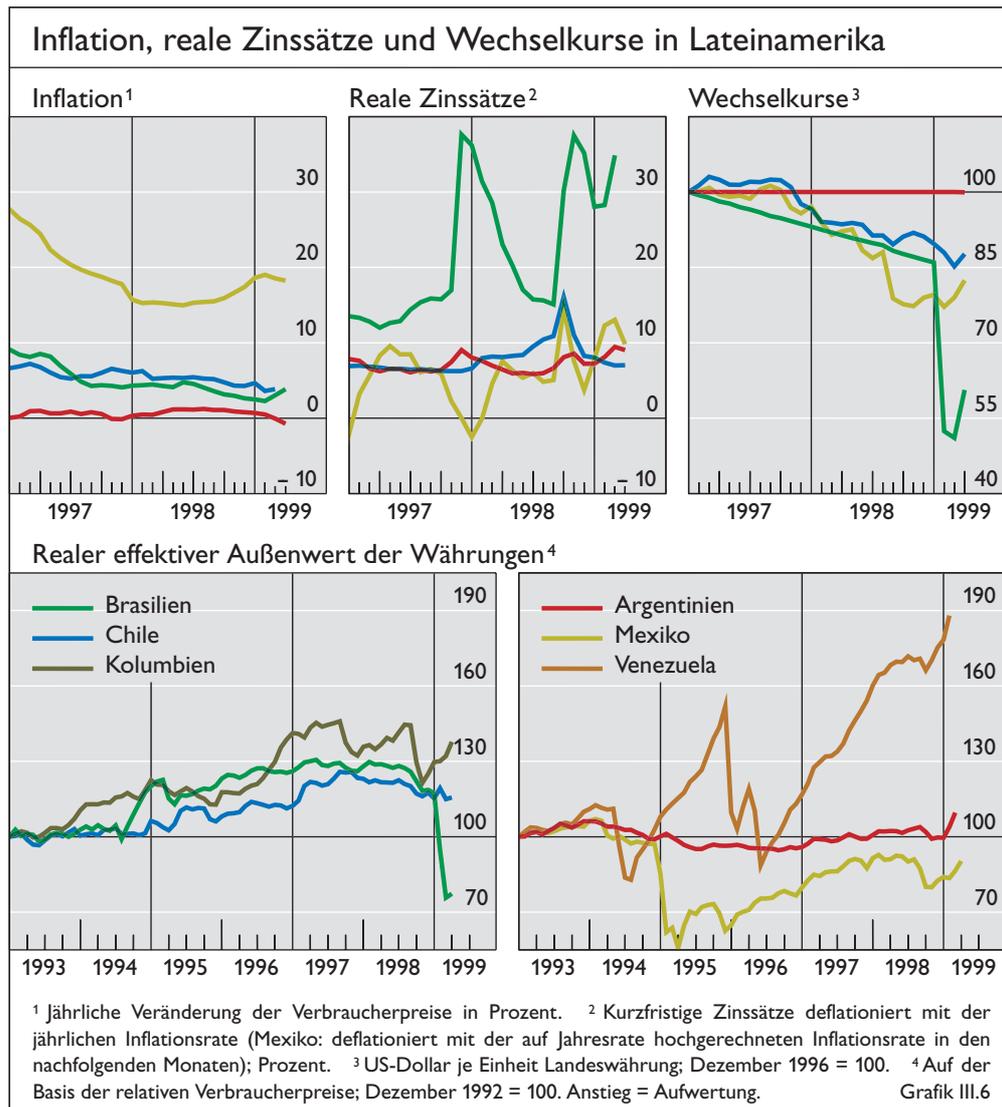
Entwicklung in Lateinamerika

Obwohl Lateinamerika nach der Asien-Krise weiterhin beträchtliche Kapitalströme anziehen konnte, deuteten grundlegende Schwierigkeiten auf eine potentielle Anfälligkeit für Turbulenzen im Finanzsektor hin. Erstens bestanden in den letzten Jahren außenwirtschaftliche Ungleichgewichte. Im vergangenen Jahr weiteten sich die Handels- und Leistungsbilanzdefizite in nahezu allen lateinamerikanischen Ländern erneut deutlich aus. Ein wichtiger Grund für die große Diskrepanz zwischen Export- und Importwachstum fast die gesamten neunziger Jahre hindurch war die stetige reale Aufwertung der Währung in vielen Ländern (Grafik III.6). In der jüngsten Vergangenheit sah sich die Region außerdem mit niedrigen Rohstoffpreisen konfrontiert, und der wirtschaftliche Einbruch in Asien beeinträchtigte die Exporte einiger Länder zusätzlich. Zweitens war die Sparquote der Region niedrig, so daß die Länder in hohem Maße auf Finanzmittel aus dem Ausland angewiesen waren. Drittens schließlich hatten mehrere Länder Schwierigkeiten, die Defizite des öffentlichen Sektors in Grenzen zu halten. Teilweise bedingt durch niedrige Rohstoffpreise, hohe Zinsen und ein sich verlangsamendes Wachstum verschlechterten sich die öffentlichen Finanzen vieler Länder im letzten Jahr weiter.

Grundsätzliche Schwierigkeiten in Lateinamerika ...

Diese Schwierigkeiten wurden durch den Vertrauensschwund an den internationalen Märkten Mitte 1998 noch verschärft. Da die Finanzströme aus dem Ausland unmittelbar danach nahezu völlig versiegteten, fielen die Kurse der international gehandelten lateinamerikanischen Anleihen sowie die inländischen Aktienkurse beträchtlich, und mehrere Währungen gerieten stark unter Druck. Am direktesten betroffen waren Länder mit einem hohen Haushaltsdefizit (z.B. Brasilien und Kolumbien) oder politischen Unwägbarkeiten (Venezuela). Als

... durch Finanzmarkt-turbulenzen an den Tag gebracht



Reaktion auf die Turbulenzen kam es in der gesamten Region zu drastischen wirtschaftspolitischen Anpassungen, wobei zuerst die Geldpolitik gestraft wurde. Die Wachstumsaussichten verschlechterten sich rapide, und im letzten Quartal wurde das BIP-Wachstum aufs Jahr gerechnet negativ, während es in der ersten Jahreshälfte noch bei nahezu 3% gelegen hatte.

Einige kleinere Volkswirtschaften der Region wurden zudem von Naturkatastrophen heimgesucht (bedingt durch El Niño und den Hurrikan Mitch). In Ecuador kam noch erschwerend hinzu, daß es an Maßnahmen zur Behebung des haushaltspolitischen Ungleichgewichts und der Probleme im Bankensektor fehlte. Die unzureichende wirtschaftspolitische Reaktion führte wiederum dazu, daß der Zugang zu Finanzhilfen seitens der internationalen Gemeinschaft versperrt blieb.

Die Krise in Brasilien

Durch die Asien-Krise traten eine Reihe erheblicher makroökonomischer Ungleichgewichte in der brasilianischen Volkswirtschaft offen zutage. Der Mitte 1994 aufgelegte Real-Plan konnte zwar die Inflationsrate in den einstelligen Bereich

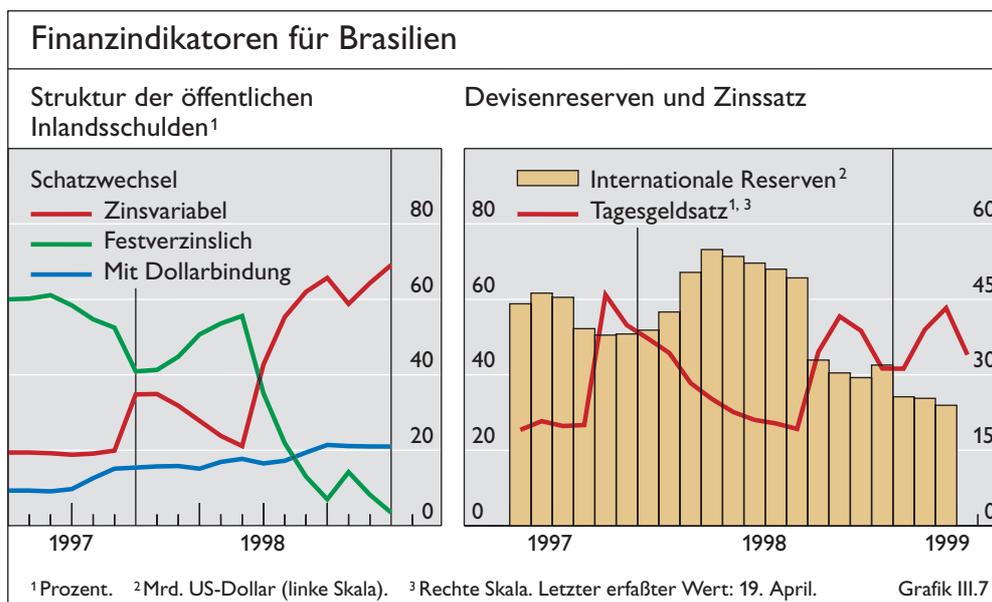
In Brasilien gesamt-
wirtschaftliche
Ungleichgewichte

führen, war jedoch gleichzeitig in starkem Maße auf hohe reale Zinsen angewiesen, um die stark wachsende Inlandsnachfrage einzudämmen. Die hohen Zinssätze trugen wiederum dazu bei, daß das Haushaltsdefizit (ohne den Einfluß der Inflation auf Zinszahlungen) von durchschnittlich 2,4% des BIP in den Jahren 1994–96 auf fast 8% im Jahr 1998 stieg (Tabelle III.11). Diese Verschlechterung des Haushalts-saldos beruhte zum Teil jedoch auch darauf, daß der Primärüberschuß, der im Zeitraum 1994–96 noch 2% betragen hatte, 1998 praktisch verschwunden war. Darüber hinaus brachten die ersten Stufen des Real-Plans eine beträchtliche reale Aufwertung der Währung mit sich, die mit einer Ausweitung des Leistungsbilanz-defizits einherging.

Diese Ungleichgewichte führten unmittelbar nach den Ereignissen in Asien Ende 1997 zu einer ersten Welle starken Drucks auf den Wechselkurs. Die Entscheidungsträger reagierten mit einer deutlichen Straffung der Geldpolitik und der Ankündigung haushaltspolitischer Maßnahmen zur Senkung des Defizits um 2% des BIP im Jahr 1998. Hohe Zinsen und eine Lockerung der Kapitalverkehrsbeschränkungen riefen Anfang 1998 erneut umfangreiche Kapitalzuflüsse hervor, mit deren Hilfe die Währungsreserven wieder aufgebaut werden konnten (Grafik III.7). Darüber hinaus gab die Zentralbank ihre Absicht bekannt, im Laufe der folgenden Jahre allmählich zu einem flexibleren Wechselkursregime überzugehen. Die Umsetzung der versprochenen haushaltspolitischen Anpassungen erwies sich dagegen als schwierig, da wichtige Maßnahmen zunächst vom Kongreß genehmigt werden mußten.

Die russische Zahlungseinstellung hatte auf Brasilien tiefgreifende Auswirkungen. Die eigentlichen Ursachen für die Ansteckung waren haushaltspolitische Schwächen und eine starke Anfälligkeit gegenüber Einflüssen von außen, doch auch der massive Verkauf internationaler brasilianischer Anleihen (insbesondere der hochliquiden Brady-Anleihen) – möglicherweise um Nachschußforderungen von anderer Seite nachkommen zu können – trug erheblich zur Übertragung der Finanzmarkturbulenzen bei. Da die Inhaber von relativ niedrigverzinslichen inländischen Staatspapieren diese Wertpapiere abstießen, um

Erste wirtschafts-
politische
Reaktionen
Ende 1997



sich im Gegenzug mit höherverzinslichen internationalen brasilianischen Anleihen einzudecken, beschleunigte sich der Kapitalabfluß.

Eindämmung der
Krise Ende 1998

Unterschiedliche Maßnahmen trugen zu einer Entspannung bei. Erstens wurden den Inhabern von Inlandsanleihen zusätzliche Anreize in Form von Zins- und Wechselkursgarantien geboten, um umfangreiche Verkäufe dieser Papiere zu verhindern. Die deutliche Veränderung in der Struktur der Staatsverschuldung, die kurz vor den Entwicklungen in Rußland in die Wege geleitet worden war, wurde weiter vorangetrieben; dabei wurden die traditionellen festverzinslichen Titel mehr und mehr durch variabel verzinsliche und an den Dollar gebundene Schatzwechsel ersetzt (Grafik III.7). Zweitens intervenierten die Währungsbehörden massiv am Devisenmarkt. Das Ausmaß dieser Interventionen dürfte aus der Nettoveränderung des Bestands an internationalen Reserven nicht vollständig zu erkennen sein, da die Privatisierung des Telekommunikationssystems um die Jahresmitte zu starken Zuflüssen führte und die Stützung des Wechselkurses zusätzlich durch außerbilanzielle Transaktionen an den Futures- und Terminmärkten betrieben wurde. Drittens erhöhten die Währungsbehörden die Zinsen kräftig.

Haushaltspolitische
Anpassung und
offizielle Finanzhilfe

Nach den Präsidentschaftswahlen im Oktober wurde ein unter der Führung des IWF ausgehandeltes Unterstützungspaket angekündigt, das erhebliche Mittelzuwendungen bereits in frühen Programmphasen vorsah und an umfangreiche haushaltspolitische Anpassungen gebunden war. Die finanzielle Hilfe belief sich auf rund \$ 41½ Mrd. Davon übernahm der IWF \$ 18 Mrd., während sich die Weltbank und die Interamerikanische Entwicklungsbank jeweils mit \$ 4,5 Mrd. engagierten. Eine weitere Kreditfazilität in Höhe von \$ 13,3 Mrd., die von der BIZ koordiniert wurde und hinter der die Zentralbanken von 19 Industrieländern standen, wurde der Zentralbank in Verbindung mit einem parallel dazu von Japan geschnürten Paket in Höhe von \$ 1¼ Mrd. zur Verfügung gestellt. Die Einigung mit dem IWF und die Auszahlung der ersten Tranche Anfang Dezember verbesserten die Aussichten nur geringfügig. Die Spreads auf die internationale Verschuldung Brasiliens blieben weiterhin hoch, und die Kapitalabflüsse setzten sich fort. Zweifel an der Wirksamkeit des haushaltspolitischen Sparkurses kamen auch auf, als der Kongreß einer Reihe entscheidender haushaltspolitischer Maßnahmen seine Zustimmung verweigerte und später zudem einige wichtige Bundesstaaten den Haushaltskonsolidierungsprozeß nicht unterstützten.

Kursfreigabe
des brasilianischen
Real ...

Anfang 1999 spitzte sich die Lage am Devisenmarkt zu, möglicherweise bedingt durch ein Teilmoratorium eines Bundesstaates, und die Währungsbehörden gaben das langjährige Wechselkursregime auf. Die Regierung versuchte eine begrenzte und kontrollierte Abwertung durchzuführen und stützte sich dabei auf zwei positive Faktoren: Zum einen verfügte das Land bei der Abwertung über umfangreiche Devisenreserven, und es bestand ein internationales Finanzierungsprogramm. Zum anderen waren die Unternehmen und Banken weniger anfällig, als sie es in Asien gewesen waren, da ihre Positionen gegen plötzliche Zins- oder Wechselkursschwankungen abgesichert worden waren. Ein wesentlicher Schwachpunkt lag jedoch darin, daß das Haushaltsdefizit – angesichts des umfangreichen Bestands an variabel verzinslichen und an den Dollar gebundenen Schatzwechseln sowie der Short-Position der Zentralbank an den Devisenfutures- und -terminmärkten – sehr anfällig gegenüber etwaigen

Abwertungen und hohen Zinsen war. Letztlich wertete der Real in den zwei Monaten nach der Kursfreigabe um 40% ab.

Zwei Punkte gaben im Zuge der Abwertung Anlaß zu besonderer Besorgnis. Der eine war die potentiell explosive Dynamik der inländischen Staatsschuldenquote für den Fall, daß die Zinsen und die Schuldendienstanforderungen nicht wieder nach unten korrigiert werden würden. Um Bedenken wegen einer außer Kontrolle geratenen Schuldenentwicklung Rechnung zu tragen und den Teufelskreis eines in bezug auf die Währung kontinuierlich nach unten und bezüglich der Zinsen kontinuierlich nach oben gerichteten Drucks zu vermeiden, wurden im März 1999 strikte Korrekturmaßnahmen im Fiskalbereich angekündigt. Neben den bereits im November mit dem IWF vereinbarten Maßnahmen wurden weitere Ausgabenrestriktionen und Steuererhöhungen vorgeschlagen, um die Primärüberschüsse der öffentlichen Hand 1999 auf über 3% des BIP steigern zu können.

Eine zweite Sorge waren die Auswirkungen der nominalen Abwertung auf die Preisentwicklung. Da die Inflation in Lateinamerika sehr empfindlich auf Wechselkursänderungen reagiert, war zu erwarten, daß es in Brasilien zu erheblichen und raschen Preissteigerungen kommen würde. Der unmittelbare Inflationsanstieg wurde aber durch eine Reihe von miteinander verknüpften Faktoren in Grenzen gehalten. Erstens wurde der Preisdruck durch die sich vertiefende Rezession eingedämmt. Zweitens war die Wirtschaft seit Anfang der neunziger Jahre stärker dereguliert worden, und Indexierungsmechanismen spielten eine viel geringere Rolle. Drittens beschlossen die Währungsbehörden trotz eindeutig negativer haushaltspolitischer Auswirkungen eine weitere Straffung der Geldpolitik, um so das Vertrauen wiederherzustellen. Es wurde zugelassen, daß die Tagesgeldsätze von knapp 30% Ende 1998 auf 45% Anfang März 1999 stiegen, um den Abwärtstrend des Wechselkurses zu bremsen bzw. umzukehren und damit die Auswirkungen auf die Inflation und die Inflationserwartungen zu begrenzen. Schließlich festigte sich der Wechselkurs wieder, so daß die Zentralbank die Zinsen ab Ende März senken konnte. Außerdem schien sich die monatliche Inflationsrate im März auf 1,3% abgeflacht zu haben. Da sich die Stimmung langsam besserte, erhielt das Land wieder Zugang zu den internationalen Märkten. Im April wurde die Ausgabe einer Staatsanleihe über \$ 2 Mrd. erfolgreich abgeschlossen, wenn auch mit einem nach wie vor beträchtlichen Renditenabstand.

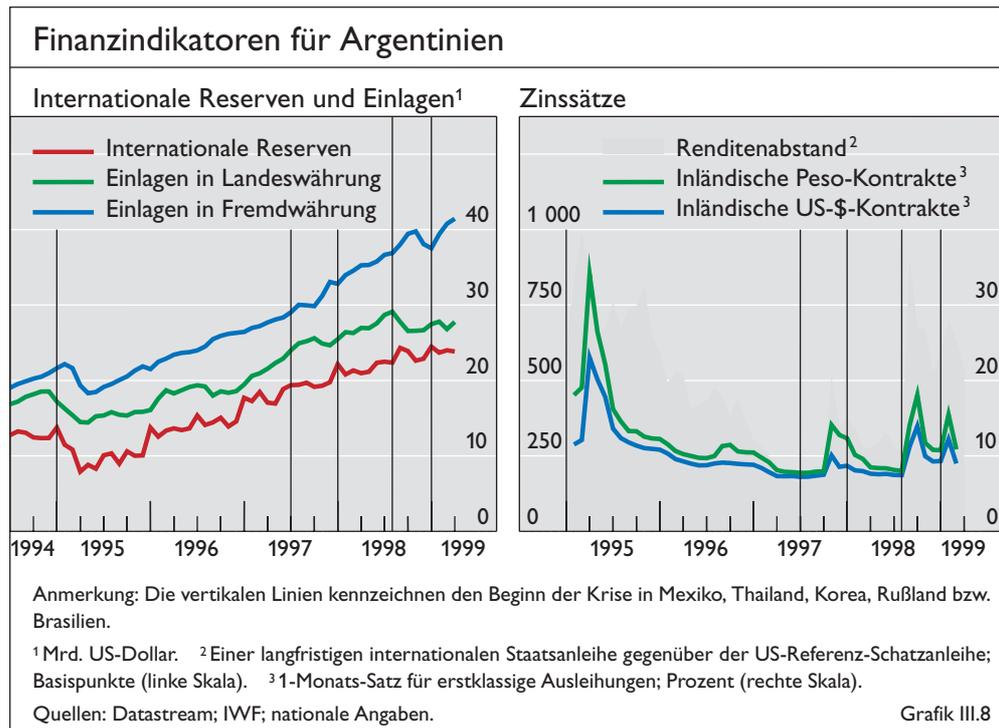
Ansteckung anderer lateinamerikanischer Volkswirtschaften

Argentinien konnte 1998 weitere Fortschritte bei der Konsolidierung des Staatshaushalts und der Stärkung des Bankensektors erzielen. Das entschlossene Festhalten an einer Currency-Board-ähnlichen Lösung hielt den Anstieg der Verbraucherpreise bei unter 1%. Das jährliche BIP-Wachstum dagegen verringerte sich rapide und sank von mehr als 7% Anfang 1998 auf $-1/2\%$ zum Ende des Jahres, und das Leistungsbilanzdefizit erreichte $4\frac{1}{2}\%$ in Relation zum BIP. Obgleich Argentinien eine relativ geschlossene Volkswirtschaft ist, beeinträchtigte die Konjunkturabschwächung in der Region – insbesondere in Brasilien, das ein Drittel der argentinischen Exporte aufnimmt – die Geschäftstätigkeit in mehreren Wirtschaftszweigen, u.a. der Automobilindustrie. Durch Wechselkursanpassungen innerhalb des Mercosur erhöhte sich der auf der argentinischen Industrie lastende

... wirft Frage der Bewältigung der Schuldendienstverpflichtungen ...

... und der Begrenzung der Wirkung auf die Inflation auf

Auswirkungen auf Argentinien über den Außenhandel ...



Wettbewerbsdruck noch. Daher ist es um so wichtiger, eine größere Flexibilität auf dem Arbeits- und Gütermarkt als Alternative zu Wechselkursanpassungen zu fördern.

... und finanzielle Variablen

Einige Indikatoren deuten darauf hin, daß Argentinien in den letzten Jahren gegenüber finanziellen Schwierigkeiten in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften etwas widerstandsfähiger geworden ist (Grafik III.8). Im Gegensatz zu der Situation nach der mexikanischen Peso-Krise schlugen sich die Turbulenzen in Asien, Rußland und Brasilien kaum in den Devisenreserven nieder. Die Bank-einlagen, die sich in den drei Monaten nach der Krise in Mexiko um 13% verringert hatten, bewegten sich bis August 1998 kontinuierlich nach oben. Die Rußland-Krise dagegen bekam Argentinien deutlich zu spüren. Die auf Peso lautenden Einlagen sanken um 9%, während die Dollareinlagen weiter zunahmen, was darauf schließen läßt, daß das Währungsrisiko größer eingeschätzt wurde. Darüber hinaus erhöhten sich die Zinsaufschläge auf internationale Staatsanleihen für kurze Zeit in ähnlichem Maße wie nach der Mexiko-Krise. Die kurzfristigen Zinsen in Peso wie auch in Dollar stiegen ebenfalls steil an. Für zusätzlichen Druck sorgte vorübergehend die Kursfreigabe des brasilianischen Real, die dazu führte, daß die Zinsaufschläge und die Zinssätze über dem vor der Rußland-Krise erreichten Niveau blieben. Trotz dieser hohen Aufschläge war Argentinien in der Lage, zu Beginn des Jahres 1999 schneller als nach früheren Krisen wieder an die internationalen Kapitalmärkte zurückzukehren.

Dollarisierung

Das unsichere Umfeld veranlaßte die Behörden zu der Ankündigung, sie würden möglicherweise eine Dollarisierung der Wirtschaft ins Auge fassen, um das Vertrauen in ihr Festhalten am Ziel der Währungsstabilität zu stärken. Ein solcher Schritt wirft mehrere Probleme auf. Wenn er als unumkehrbar eingeschätzt wird, wäre die unmittelbare Folge der Dollarisierung der Wegfall der Prämie für das Währungsrisiko (gemessen am Zinsgefälle zwischen Peso- und Dollar-Kontrakten

in Argentinien). Es ist jedoch nicht klar, wie er sich auf die Länderrisikoprämie auswirken würde (diese wird traditionell an der Differenz zwischen Zinsen auf US-Schatzanleihen und in Dollar denominierte argentinische Staatsanleihen gemessen). Sowohl die lang- als auch die kurzfristigen Zinsen auf Dollarkontrakte sind in Argentinien nach wie vor hoch (Grafik III.8), was darauf schließen läßt, daß die argentinischen Schuldner, darunter auch der Staat, erhebliche Kreditrisikoprämien zahlen. Die hohe Auslandsverschuldung des Landes dürfte bei diesen Prämien eine große Rolle spielen. Im Zusammenhang mit der Dollarisierung erhebt sich zudem die Frage nach der Verfügbarkeit eines „lender of last resort“ und der Verteilung der bei der Währungsemission anfallenden Seigniorage.

Auch Mexiko geriet in den Sog der Turbulenzen an den Finanzmärkten. Obwohl sich die mexikanische Wirtschaft in den letzten Jahren zunehmend diversifizierte, hatte der durch die Asien-Krise begünstigte Ölpreisrückgang dennoch beträchtliche Auswirkungen, und zwar insbesondere auf die Staatseinnahmen. Die Fiskalpolitik reagierte entschlossen; u.a. wurden im Laufe des Jahres 1998 drei Runden von Ausgabenkürzungen vorgenommen. Im Zusammenhang mit den Entwicklungen in Rußland ließ der Kapitalzufluß abrupt nach, und der Wechselkurs sank beträchtlich. Die Abwertung bewirkte eine fast unmittelbare Reaktion der Inflation, die – in Verbindung mit der Anhebung einiger staatlich administrierter Preise – dazu führte, daß sich der zuvor abwärtsgerichtete Inflationstrend umkehrte, und die Zentralbank sah sich veranlaßt, die Geldpolitik restriktiver zu gestalten (Grafik III.6). Anfang 1999 waren die Inflation und die Inflationserwartungen wieder rückläufig, und das Wirtschaftswachstum verlangsamte sich infolge der Straffung der Geld- und Fiskalpolitik erheblich.

Die Aussichten für die mexikanische Wirtschaft sind nicht nur von der Entwicklung der US-Wirtschaft abhängig, sondern auch davon, wie schnell die Sanierung des immer noch geschwächten Bankensystems vorangeht. Das Volumen der Bankkredite liegt real noch immer weit unter dem Vorkrisenniveau von 1994. Ende 1998 wurde den Bankschuldnern zusätzliche Unterstützung angekündigt, möglicherweise um Bedenken zu beschwichtigen, daß die zur Verminderung des Drucks auf den Wechselkurs erforderlichen hohen Zinsen den Abwärtstrend bei den notleidenden Krediten umkehren könnten. Daneben wurde im Kongreß Ende 1998 nach einjähriger Diskussion eine Vereinbarung erzielt, die die Schaffung eines Einlagensicherungssystems vorsieht; dieses wird auch für die notleidenden Kredite zuständig sein, die in den letzten Jahren aus den Bilanzen der Banken ausgegliedert wurden. Wenn die so dringend nötige Ausweitung der Kredite und des Eigenkapitalrahmens in der Kreditwirtschaft realisiert werden soll, so muß diese im Kongreß erzielte Vereinbarung nun umgesetzt werden.

Chile wurde von der Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften schwer getroffen. Die Kupferpreise sanken drastisch, die Ausfuhren nach Asien brachen ein, und das Wachstum der Exportmärkte in den Nachbarländern schwächte sich angesichts der Ausbreitung der Turbulenzen in Lateinamerika beträchtlich ab. Die Zentralbank reagierte umgehend auf das sich verschlechternde Umfeld; sie hob die Zinsen Anfang 1998 an, um die rasch wachsende Binnennachfrage zu drosseln, und nochmals im September, um die Ausbreitung der Krise zu begrenzen. Da der Peso unter Abwertungsdruck stand, intervenierten die Währungsbehörden darüber hinaus am Devisenmarkt, lange bevor die Währung die untere Grenze ihrer Band-

In Mexiko wirtschaftspolitische Reaktionen ...

... und Sanierung der Banken

Chile

breite erreichte. Die Umkehr der Kapitalströme veranlaßte sie außerdem, den Anteil der Kapitalzuflüsse, der auf einem unverzinsten Reservenkonto zu halten ist, im Juni von 30% auf 10% und im September schließlich auf null zu reduzieren. Ende 1998 und Anfang 1999, als sich die Inflation innerhalb des vorgesehenen Zielkorridors verringerte, lockerte die Zentralbank ihren geldpolitischen Kurs schrittweise, um der markanten Verlangsamung der Konjunktur entgegenzuwirken, ohne aber eine weitere Schwächung der Währung hervorzurufen.

Kolumbien

In Kolumbien setzten die politischen Unwägbarkeiten im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen Mitte 1998 und die erheblichen Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite den Wechselkurs stark unter Druck und machten eine deutliche Straffung der Geldpolitik erforderlich. Nach einer kurzen Ruhepause im Anschluß an die Wahlen verstärkte sich der Druck im August erneut, diesmal ausgelöst durch Entwicklungen im Ausland. Daraufhin wurde das Wechselkursregime angepaßt, wodurch die Bandbreite effektiv um 9% verschoben wurde; gleichzeitig wurden zur Stützung des neuen Niveaus die Zinsen angehoben. Als Ende 1998 entschlossenere haushaltspolitische Maßnahmen ergriffen und eine Reihe von Krediten internationaler Finanzorganisationen genehmigt wurden, begannen die Zinsen wieder zu sinken. Letztlich hatte die über einen Großteil des Jahres straff geführte Geldpolitik eine gravierende Konjunkturabschwächung zur Folge und ließ die Arbeitslosenzahlen auf Rekordhöhe steigen; gleichzeitig trug sie jedoch auch dazu bei, daß Anfang 1999 eine sehr viel niedrigere Inflationsrate zu verzeichnen war. Die Auswirkungen dieser gegenläufigen Trends bekam auch das Bankgewerbe zu spüren; die notleidenden Kredite nahmen erheblich zu, während die Gewinne schrumpften, vor allem bei den staatseigenen Banken. Die Regierung kündigte daher Maßnahmen zur Stützung des Bankensektors und zur Rekapitalisierung des Einlagensicherungssystems an.