

III. Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Schwerpunkte

In fast allen aufstrebenden Volkswirtschaften war das Wirtschaftswachstum 2001 rückläufig. Dies war auf den Abschwung in den Industrieländern, den damit einhergehenden Rückgang im Welthandel, volatile Finanzierungsbedingungen und niedrigere Rohstoffpreise zurückzuführen (Tabelle III.1). Trotz allgemeiner Lockerungen der Geld- und Fiskalpolitik konnten die fehlenden außenwirtschaftlichen Impulse nur teilweise durch ein Wachstum der Inlandsnachfrage aufgefangen werden. In Lateinamerika war die Abschwächung ausgeprägt, nicht zuletzt wegen der Unsicherheiten in Zusammenhang mit der Argentinien-Krise. Ostasien bekam die stark rückläufige weltweite Nachfrage nach Elektronikzeugnissen zu spüren, der Nahe Osten die niedrigeren Erdölpreise. Das Wirtschaftswachstum in Afrika dagegen beschleunigte sich. Die Inflation ging in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften zurück, stieg jedoch in Ländern, deren Währung im vergangenen Jahr stärker abwertete. Leistungsbilanzungleichgewichte gingen allgemein zurück.

Die privaten Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften nahmen 2001 leicht zu, blieben aber insgesamt auf niedrigem Niveau. Für die Zunahme waren im Wesentlichen ausländische Direktinvestitionen verantwortlich, die nach wie vor in die größeren Länder flossen. Die Kreditvergabe der Banken ging generell weiter zurück, drehte jedoch gegen Ende 2001 in mehreren Ländern ins Positive. Die Aktienkapitalströme waren von allgemeinen Unsicherheiten an den Finanzmärkten, Abflüssen von Mitteln aus den Krisenländern Argentinien und Türkei sowie dem globalen Schock des 11. September betroffen. Die Anleihekaptalflüsse blieben stabil, wenngleich die Anleger zunehmend zwischen den erfolgreichereren und den von Krisen betroffenen Volkswirtschaften differenzierten.

Ende 2001 und Anfang 2002 begannen die Wachstumsindikatoren in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wieder aufwärts zu zeigen. Insbesondere haben die sich häufenden Anzeichen für einen Konjunkturaufschwung in den USA dazu geführt, dass die Wachstumsprognosen für die asiatischen Länder mit stark auf Hochtechnologieprodukte ausgerichteten Exportbranchen deutlich nach oben revidiert wurden. Auch die Rohstoffpreise erholten sich. In mehreren Ländern Lateinamerikas allerdings sorgten politische Unsicherheiten für Unruhe an den Finanzmärkten.

Internationale Verflechtungen und binnenwirtschaftliche Entwicklungen

Der nach zwei Jahren gleichlaufenden Wirtschaftswachstums in den Industrieländern und in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2001 gleichzeitig

einsetzende Konjunkturabschwung (Grafik III.1) unterstreicht die Bedeutung der internationalen wirtschaftlichen und finanziellen Verflechtungen. Die gesamtwirtschaftliche Tätigkeit entwickelt sich in den Industrieländern und den aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmend parallel. Teilweise ist dies Zufall, da der Abschwung in den Industrieländern in den frühen neunziger

Wachstumsverflechtungen in den letzten Jahren stärker

| Wachstum und Leistungsbilanz | | | | | | | | |
|---------------------------------|-------------------------|------------|------------|------------|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | Reales BIP ¹ | | | | Leistungsbilanzsaldo ² | | | |
| | Durchschnitt 1994–99 | 2000 | 2001 | 2002 | Durchschnitt 1994–99 | 2000 | 2001 | 2002 |
| Asien ³ | 6,9 | 6,7 | 5,0 | 5,7 | 1,3 | 3,4 | 2,4 | 2,0 |
| China | 9,4 | 8,0 | 7,3 | 7,3 | 2,1 | 1,9 | 1,5 | 1,1 |
| Hongkong SVR | 2,7 | 10,5 | 0,1 | 1,8 | -0,2 | 4,8 | 5,3 | 5,9 |
| Indien | 6,6 | 4,0 | 5,4 | 5,7 | -1,1 | -0,9 | -0,5 | -0,4 |
| Korea | 5,6 | 9,3 | 3,0 | 5,6 | 0,8 | 2,5 | 2,0 | 1,4 |
| Singapur | 5,3 | 10,0 | -2,0 | 4,0 | 19,7 | 23,6 | 20,9 | 18,9 |
| Taiwan, China | 5,9 | 5,7 | -1,9 | 3,0 | 2,6 | 2,9 | 6,7 | 5,5 |
| Indonesien | 2,1 | 4,8 | 3,3 | 3,4 | -1,1 | 5,2 | 3,6 | 2,7 |
| Malaysia | 5,6 | 8,5 | 0,4 | 4,2 | -0,3 | 10,6 | 8,2 | 7,2 |
| Philippinen | 3,8 | 4,0 | 3,2 | 3,6 | -0,8 | 12,2 | 6,3 | 5,3 |
| Thailand | 2,5 | 4,4 | 1,8 | 3,4 | -1,4 | 7,5 | 5,4 | 4,8 |
| Lateinamerika ³ | 2,9 | 4,5 | 0,6 | 0,5 | -3,1 | -2,3 | -2,9 | -1,7 |
| Argentinien | 2,9 | -0,5 | -4,5 | -12,2 | -3,7 | -3,6 | -1,6 | 9,6 |
| Brasilien | 2,8 | 4,5 | 1,4 | 2,1 | -3,2 | -4,1 | -4,6 | -4,0 |
| Chile | 5,6 | 5,4 | 2,8 | 2,9 | -3,5 | -1,5 | -2,0 | -1,6 |
| Kolumbien | 2,1 | 2,8 | 1,6 | 2,0 | -4,3 | 0,4 | -2,0 | -2,8 |
| Mexiko | 3,1 | 6,9 | -0,3 | 1,7 | -3,0 | -3,1 | -2,9 | -3,0 |
| Peru | 5,1 | 3,1 | 0,2 | 3,3 | -5,8 | -3,0 | -2,2 | -1,6 |
| Venezuela | 0,3 | 3,2 | 2,8 | -2,6 | 3,5 | 11,0 | 2,5 | 2,8 |
| Mitteleuropa ⁴ | 2,8 | 3,8 | 3,5 | 3,2 | -3,4 | -4,9 | -4,4 | -4,3 |
| Polen | 5,6 | 4,0 | 1,1 | 1,3 | -2,2 | -6,3 | -4,0 | -3,9 |
| Tschechische Republik | 1,6 | 2,9 | 3,5 | 3,2 | -4,0 | -4,5 | -4,7 | -4,2 |
| Ungarn | 3,2 | 5,2 | 3,8 | 3,5 | -4,9 | -3,2 | -0,9 | -2,8 |
| Russland | -3,3 | 8,3 | 5,0 | 3,7 | 2,9 | 18,5 | 11,0 | 7,2 |
| Türkei | 2,3 | 7,5 | -7,4 | 2,2 | -0,4 | -4,8 | 2,3 | -0,3 |
| Israel | 4,5 | 6,4 | -0,6 | 1,7 | -3,9 | -1,3 | -2,7 | -1,7 |
| Saudi-Arabien | 1,1 | 4,5 | 2,2 | 1,2 | -3,4 | 8,3 | 4,7 | -1,3 |
| Afrika | 3,3 | 2,9 | 3,7 | 3,4 | -2,9 | 0,2 | -0,6 | -2,8 |
| CFA-Zone | 4,1 | 2,3 | 4,7 | 5,3 | -5,4 | -4,1 | -5,7 | -5,7 |
| Südafrika | 2,6 | 3,4 | 2,2 | 2,2 | -1,1 | -0,4 | -0,1 | -0,7 |
| <i>Nachrichtlich: G7-Länder</i> | <i>2,8</i> | <i>3,6</i> | <i>1,0</i> | <i>1,7</i> | <i>-0,2</i> | <i>-1,6</i> | <i>-1,5</i> | <i>-1,0</i> |

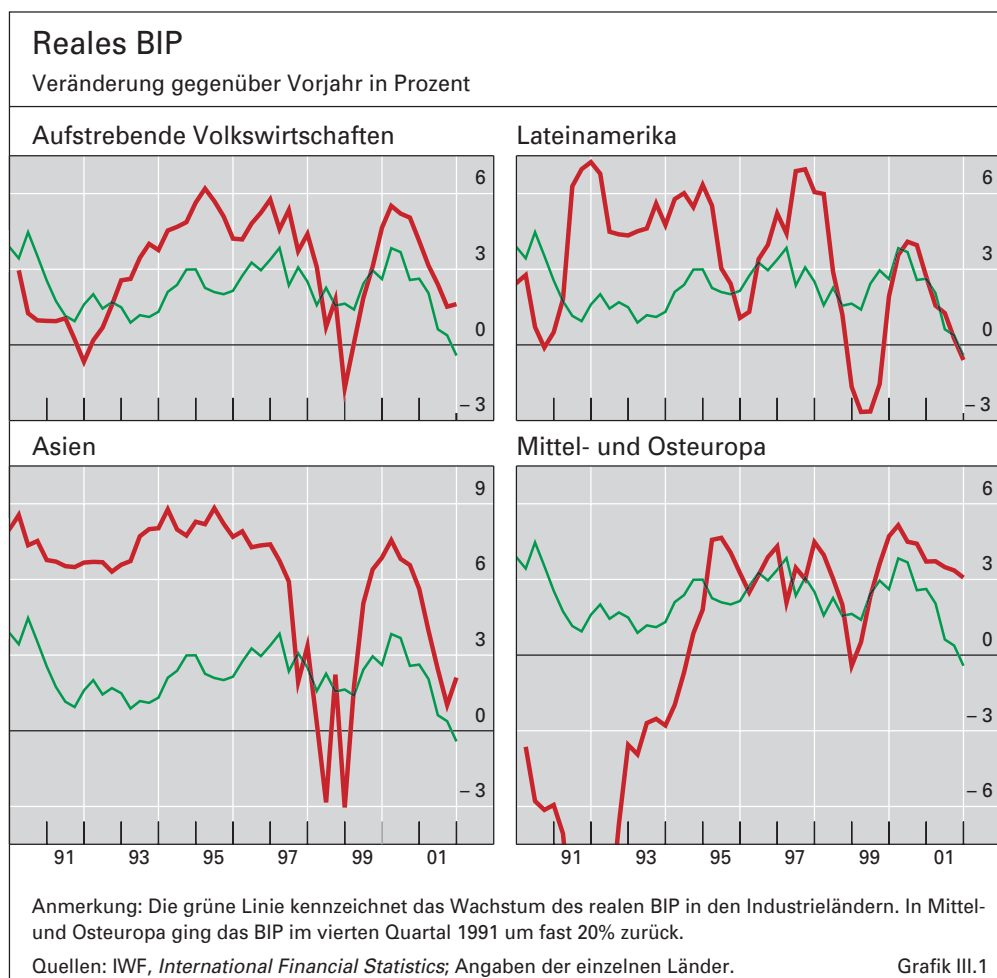
Anmerkung: Die Zahlen für 2002 basieren auf im Mai 2002 veröffentlichten Prognosemittelwerten aus Expertenbefragungen und auf dem *World Economic Outlook*.

¹ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ² In Prozent des BIP. ³ Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1995. ⁴ Durchschnitt von Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, der Slowakei, Slowenien, der Tschechischen Republik und Ungarn.

Quellen: IWF; OECD; © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle III.1

Jahren nicht synchron verlief (Kapitel II) und sich daher die konjunkturellen Auswirkungen auf die aufstrebenden Volkswirtschaften verwischten. Seit Mitte der neunziger Jahre jedoch haben sich alle drei wichtigen aufstrebenden Wirtschaftsregionen in ihrem Konjunkturverlauf anscheinend stärker an die Industrieländer angeglichen. Besonders deutlich ist dies in Mittel- und Osteuropa sichtbar, wo die Korrelationen stärker und die Abstände im Konjunkturzyklus geringer geworden sind. Dies ist das Ergebnis des durchgreifenden Wandels und der Integration mit Westeuropa nach dem Beginn des Übergangs zu einem marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystem 1990.

Einfache Regressionsanalysen für die 20 größten aufstrebenden Volkswirtschaften zeigen auf, dass ein Anstieg des realen BIP-Wachstums um 1 Prozentpunkt in den USA, der Europäischen Union und Japan das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften um $\frac{1}{3}$ Prozentpunkt anhebt. Zudem steigert offenbar ein Rückgang des LIBOR um 1 Prozentpunkt das Wachstum in den 20 größten aufstrebenden Volkswirtschaften um knapp $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt. Die Wachstumsraten der Industrieproduktion in den fortgeschrittenen und den aufstrebenden Volkswirtschaften korrelieren – insbesondere zwischen Asien und den USA und Japan bzw. zwischen Mittel- und Osteuropa und der Europäischen Union – noch stärker (Elastizität von fast 0,75).



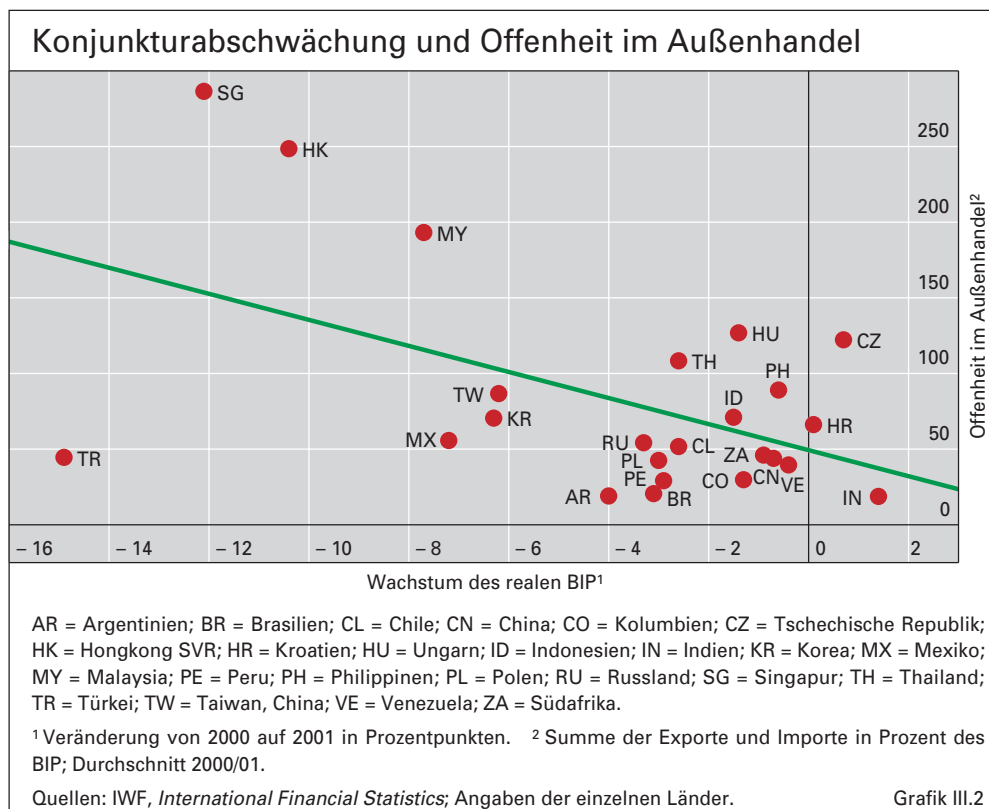
Wirtschaftswachstum und Handelsverflechtungen

Aufgrund der konjunkturellen Abschwächung in den Industrieländern war der Welthandel im letzten Jahr – nach einer Zunahme um über 12% im Jahr 2000 – rückläufig. Infolgedessen sank die reale Wirtschaftsleistung in den offensten der aufstrebenden Volkswirtschaften erheblich, in Singapur, der Sonderverwaltungsregion Hongkong der Volksrepublik China (im Folgenden Hongkong genannt) und Malaysia sogar um 8–12 Prozentpunkte (Grafik III.2). Mexiko betreibt ebenfalls lebhaften Handel mit den Industrieländern. Nach einem bemerkenswert hohen Wachstum von 7% im Jahr 2000 ging das reale BIP 2001 um 0,3% zurück, und zwar in erster Linie wegen der gesunkenen Importnachfrage in den USA. Aus demselben Grund verzeichneten auch Korea und Taiwan, China (im Folgenden Taiwan genannt), einen Einbruch des Wirtschaftswachstums. Im Gegensatz dazu blieb das Wachstum in den stärker geschlossenen Volkswirtschaften Indien und China relativ hoch. Es wurde im Wesentlichen von inländischen Faktoren getragen. Diese spielten auch in Brasilien, Indonesien und Polen eine wichtige Rolle (s. weiter unten).

Unterschiedliche Abschwächung je nach Offenheit im Außenhandel ...

Die Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften wurde im letzten Jahr erheblich von der Richtung und der Zusammensetzung des Außenhandels beeinflusst. Die Volkswirtschaften in Asien und mehreren lateinamerikanischen Ländern, die starke Handelsbeziehungen zu den USA unterhalten (Tabelle III.2), verzeichneten einen ungewöhnlich starken Rückgang des Wachstums und der Exportnachfrage. Die mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften wickeln ihren Außenhandel vorwiegend mit dem Euro-Raum ab, dessen Importe sich

... und je nach Abhängigkeit vom US-Markt



| Wichtige Exportmärkte und -erzeugnisse ¹ | | | | | |
|---|--------------------|---------------------------------|--|---|---|
| | Asien ² | Latein- amerika ³ | Mittel- und Osteuropa ⁴ | Afrika und Naher Osten ⁵ | Aufstrebende Volkswirt- schaften insgesamt |
| Exportmärkte⁶ | | | | | |
| USA | 21 | 39 | 4 | 16 | 20 |
| Japan | 13 | 4 | 1 | 4 | 6 |
| Euro-Raum | 16 | 16 | 60 | 44 | 34 |
| Intraregional | 31 | 17 | 16 | 3 | 17 |
| Sonstige | 19 | 24 | 19 | 33 | 24 |
| Erzeugnisse⁷ | | | | | |
| Nahrungsmittel | 8 | 24 | 8 | 14 | 14 |
| Landwirtschaft | 2 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| Brennstoffe | 5 | 21 | 8 | 38 | 18 |
| Metalle | 2 | 15 | 5 | 5 | 7 |
| Industriegüter | 82 | 36 | 74 | 39 | 58 |
| Hochtechnologie | 40 | 18 | 17 | 6 | 20 |

¹ In Prozent der Gesamtexporte; Ländergruppen: ungewichteter Durchschnitt. ² China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. ³ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁴ Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Russland, Slowakei, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ⁵ Ägypten, Algerien, Israel, Kenia, Marokko, Nigeria, Saudi-Arabien, Südafrika, Tunesien. ⁶ 2000. ⁷ 1999.

Quellen: IWF, *Direction of Trade*; Weltbank. Tabelle III.2

weniger abschwächten. Daher blieben Industrieproduktion und Exporte in diesen Ländern verhältnismäßig stabil (Grafik III.3).

Auch Branchen-
struktur des
Außenhandels von
Bedeutung

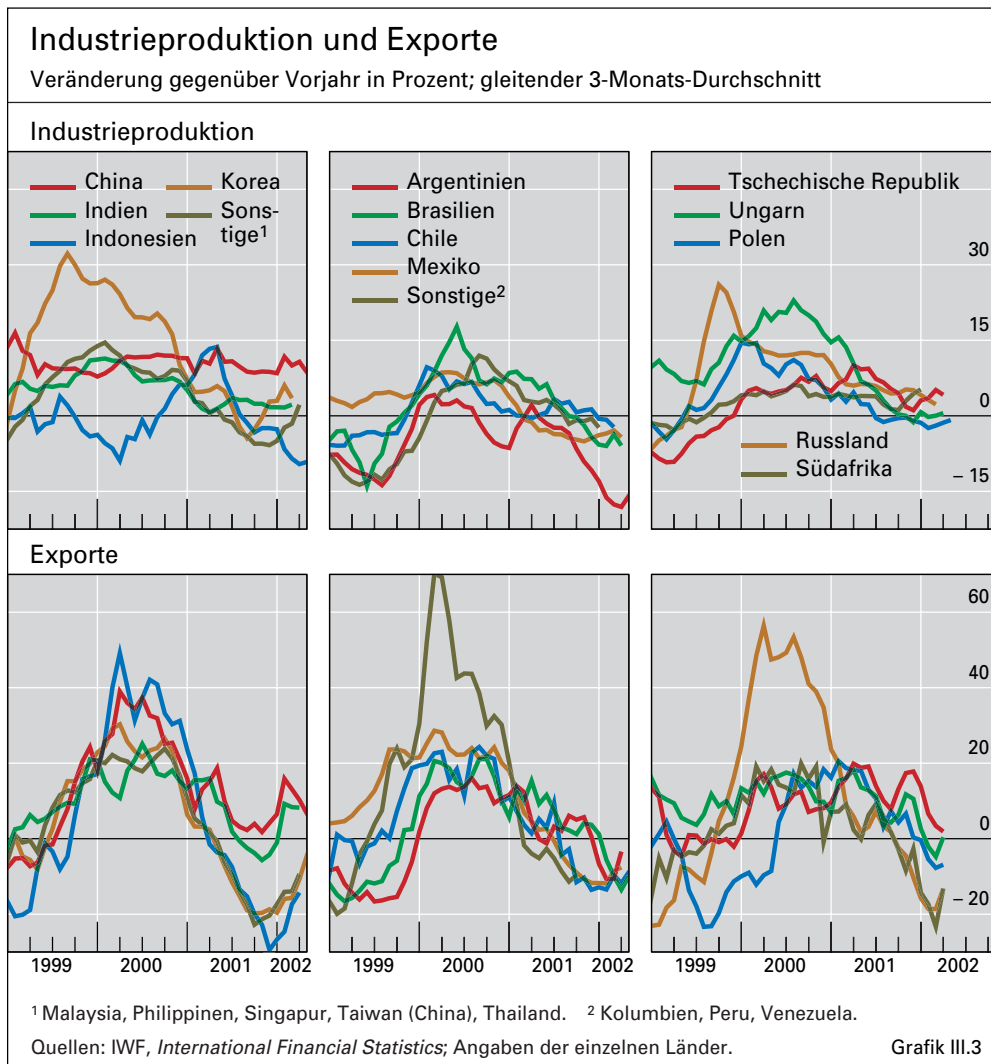
Die Abschwächung des Wachstums in Asien war hauptsächlich auf die viel geringere globale Nachfrage nach Hochtechnologieprodukten zurückzuführen, die 40% der Industrieexporte der Region ausmachen. Da die Einkommenselastizität der Exporte in Asien schätzungsweise mehr als doppelt so hoch ist wie in den Rohstoffe exportierenden Ländern in Lateinamerika und Afrika, bremste die rückläufige Importnachfrage in den Industrieländern die Exporte der asiatischen Länder stärker. So fielen die Exporte Indonesiens, Koreas, Malaysias, der Philippinen und Thailands 2001 auf Dollarbasis zusammen genommen um 11%, nachdem sie 2000 noch um 19% gestiegen waren. Die Exporte Mittel- und Osteuropas (insbesondere Anlagen und Ausrüstung) wurden durch die Schwäche der Nachfrage nach Hochtechnologieerzeugnissen weit weniger beeinträchtigt.

Einnahmen aus
dem Tourismus
stark beeinträchtigt

Auch der Tourismus verzeichnete 2001 größere Einbrüche, vor allem nach den Terroranschlägen vom 11. September. Besonders betroffen waren die Karibik, die afrikanischen Länder mit einem stärker entwickelten Tourismussektor wie z.B. Marokko, Tunesien, Ägypten und Kenia sowie viele asiatische Reiseziele.

Rohstoffpreise
niedriger ...

Durch den globalen Konjunkturrückgang sanken auch die Rohstoffpreise. Auf Dollarbasis ging der durchschnittliche Wert der Rohstoffexporte (ohne Erdöl) der aufstrebenden Volkswirtschaften 2001 um etwa 9% zurück. Am stärksten brach die Nachfrage nach Metallen ein, was die Exporteinnahmen in Chile, Russland, Sambia und Südafrika verringerte. Der Export von Agrarerzeugnissen dagegen stieg trotz niedrigerer Preise weiter an. Die



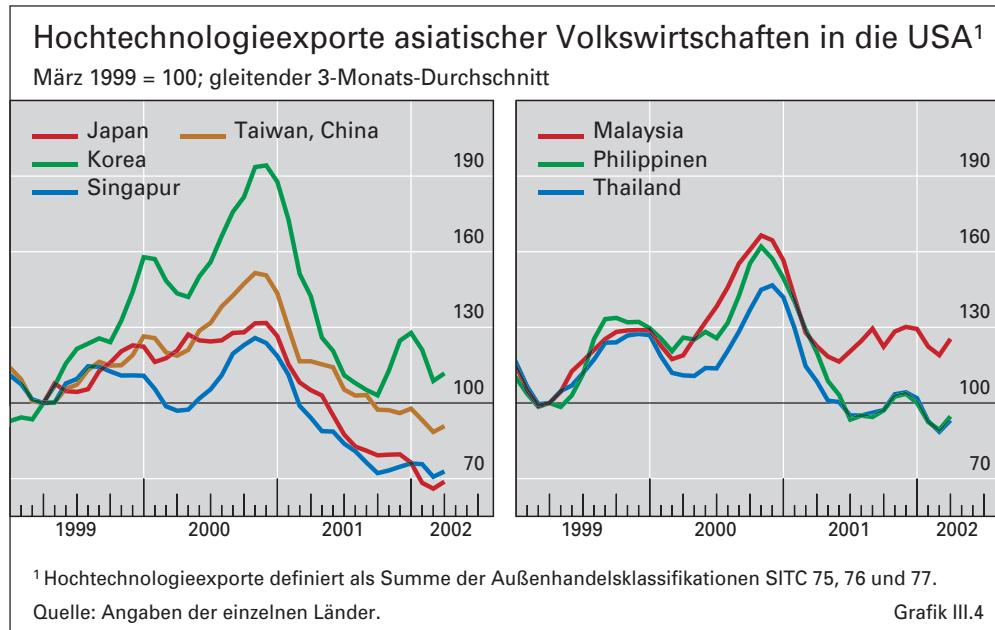
Preisrückgänge trafen die Exporteure in Afrika besonders hart, bei denen oft ein großer Teil der Exporteinnahmen auf Rohstoffe (ohne Erdöl) entfällt, vor allem auf Kaffee und Baumwolle. Dagegen leisteten gesunkene Importpreise für Erdöl in einigen afrikanischen Ländern einen positiven Beitrag, und in anderen förderten günstige Wetterbedingungen die landwirtschaftliche Produktion. Außerdem wickelt Afrika seinen Außenhandel überwiegend mit Europa ab, wo die Nachfrage stabiler war. So stieg das Wirtschaftswachstum in Afrika im letzten Jahr auf 3¾% und lag damit fast einen Prozentpunkt höher als 2000.

... aber Wirtschaftswachstum in Afrika beschleunigt

Der Rückgang der Erdölpreise um nahezu 15% und eine leichte Abschwächung der globalen Erdölnachfrage verringerten die Exporteinnahmen der Erdöl exportierenden aufstrebenden Volkswirtschaften. Infolgedessen ging deren Leistungsbilanzüberschuss 2001 auf \$ 56 Mrd. (2000: \$ 100 Mrd.) zurück. In Saudi-Arabien, dem Land mit den größten Erdölexporten, sank das BIP-Wachstum von 4½% im Jahr 2000 auf 2% im letzten Jahr.

Ende 2001 begannen sich einige der konjunkturdämpfenden Einflüsse ins Gegenteil umzukehren. In Korea, Malaysia, den Philippinen und Thailand stiegen die Exporte von Hochtechnologieprodukten und in geringerem Maße auch von Komponenten (Grafik III.4). Allerdings deuten aktuellere Daten sowie

Anzeichen für eine moderate Erholung ...



rückläufige Preise für Halbleiter und Mikrochips darauf hin, dass die Erholung der asiatischen Exporte im ersten Halbjahr 2002 moderater ausfallen könnte als in früheren Aufschwungphasen.

... aber Aussichten für Lateinamerika unsicherer

Die Aussichten für die lateinamerikanischen Volkswirtschaften sind weniger eindeutig, und zwar hauptsächlich wegen externer Ungleichgewichte und der unsicheren politischen Lage in einer Reihe von Ländern. Höhere Preise für Rohstoffe (ohne Erdöl) sollten das Wirtschaftswachstum der Rohstoffe exportierenden Länder Lateinamerikas und Afrikas stützen. Zum Zeitpunkt der Drucklegung waren die Aussichten für die Rohölförderung und die Rohölpreise jedoch angesichts der sich wandelnden politischen und wirtschaftlichen Umstände sehr unsicher.

Inländische Faktoren

Die Abschwächung des Welthandels war der Bremsklotz für die Entwicklung in den oben angeführten offeneren Volkswirtschaften. Das Wirtschaftswachstum insgesamt und die Veränderungen in den Leistungsbilanzen wurden jedoch auch von Art und Ausmaß der binnenwirtschaftlichen Anpassung an die außenwirtschaftlichen Schocks sowie von einigen Sonderfaktoren beeinflusst.

In Asien expansive Wirtschaftspolitik und Importverringering

Mehrere asiatische Länder, die von dem Rückgang der Auslandsnachfrage betroffen waren – Korea, Malaysia und Thailand –, wie auch die stärker geschlossenen Volkswirtschaften China und Indien ergriffen expansive binnenwirtschaftliche Maßnahmen, um den privaten Verbrauch, den Wohnbau oder die öffentlichen Investitionen zu beleben. Die fiskalpolitischen Maßnahmen sowie eine rückläufige Ersparnisbildung der privaten Haushalte ließen die Gesamtersparnis in diesen Ländern sinken. Andere asiatische Volkswirtschaften – Singapur, Taiwan und in geringerem Maße auch Hongkong – passten sich an die schwächere Exportnachfrage hauptsächlich durch geringere importintensive Investitionen und reduzierte Lagerbestände an.

Dadurch wurden die negativen Auswirkungen der rückläufigen Exporte auf die Leistungsbilanz erheblich gemildert. Trotzdem sanken in Asien im letzten Jahr die Ersparnisüberschüsse (die seit dem drastischen Rückgang der Investitionsausgaben infolge der Asien-Krise 1997/98 bestehen) wie auch die damit verbundenen Leistungsbilanzüberschüsse.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften außerhalb Asiens war die Art der Anpassung an externe Schocks jeweils unterschiedlich. Einige der Erdöl exportierenden Länder (Mexiko, Saudi-Arabien) reagierten auf die gesunkenen Exporteinnahmen mit der Kürzung der öffentlichen Ausgaben. Andere – z.B. Russland und Venezuela – dämpften die gesamtwirtschaftliche Ersparnisbildung, indem sie einen Teil ihrer aus dem Erdölexport stammenden Überschüsse zur Stärkung der Inlandsnachfrage einsetzten. Auch innerhalb von Lateinamerika waren die Reaktionen und Anpassungsmuster unterschiedlich. In Argentinien, Mexiko und Peru gingen die Investitionen erheblich zurück; in Brasilien, Chile und Kolumbien dagegen blieben sie vergleichsweise stabil bzw. stiegen leicht an. Da sich die Ersparnisbildung in diesen drei Ländern verringerte, erhöhte sich das Leistungsbilanzdefizit.

In anderen Regionen unterschiedliche Anpassungsmuster

In einigen großen Volkswirtschaften wurde die Wirtschaftsleistung außerdem durch inländische Sonderfaktoren beeinflusst. In Indonesien war das reale BIP-Wachstum mit knapp über 3% wesentlich langsamer als vor der Krise. Neben niedrigeren Preisen für Erdöl und andere Rohstoffe wurde es durch politische Unsicherheiten und soziale Spannungen in mehreren Provinzen gebremst. Ein prognostiziertes Wachstum von gut 3% für das Jahr 2002 dürfte nicht ausreichen, um eine Zunahme der Arbeitslosigkeit zu verhindern. Überdies behindern nach wie vor komplexe Probleme in der Gesetzgebung und Rechtsprechung den Fortschritt bei der Sanierung von Banken und Unternehmen.

In Indonesien politische und soziale Spannungen

Die Wirtschaft Russlands wuchs langsamer als im Jahr 2000, aber dennoch schneller als erwartet. Die Hauptursachen des jüngsten Konjunkturabschwungs waren offenbar die geringere Auslandsnachfrage und die Spätfolgen der realen Aufwertung der Währung. Dagegen blieb die Inlandsnachfrage dynamisch; privater Verbrauch und Investitionen reagierten positiv auf die anhaltenden Reformfortschritte. Die Entwicklung der öffentlichen Haushalte war weiterhin solide, und der Leistungsbilanzüberschuss blieb ebenfalls hoch (11% des BIP).

In Russland größere Reformfortschritte

In Brasilien führte eine Energiekrise zu Stromrationierungen und sorgte zusammen mit schwächeren Terms of Trade und schärferen Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung dafür, dass das BIP-Wachstum 2001 auf 1½% zurückging. Während sich das Leistungsbilanzdefizit leicht ausweitete (auf 4½% des BIP), verzeichnete die Handelsbilanz erstmals seit 1994 einen Überschuss. Zudem stieg der Zufluss von Direktinvestitionen auf \$ 19 Mrd. an. Trotzdem bleibt Brasilien aufgrund seines hohen (wenn auch tendenziell rückläufigen) Bedarfs an Auslandsfinanzierung einem volatilen internationalen Umfeld ausgesetzt.

Brasilien betroffen von Energiekrise und Spillover aus Argentinien

Binnenwirtschaftliche Entwicklungen führten auch in Polen zu einer Wachstumsabschwächung. Das reale BIP stieg 2001 nur um 1%. Die Hauptursache für diese Schwäche lag bei den Investitionen, die – zum Teil aufgrund

In Polen schwache Inlandsnachfrage

hoher Realzinsen und eines anhaltend starken Zloty – um rund 10% fielen. Der private Verbrauch wurde durch die steigende Arbeitslosigkeit beeinträchtigt, und die anhaltende Haushaltskonsolidierung bremste den öffentlichen Konsum. Im ersten Quartal 2002 blieb das Wirtschaftswachstum schwach.

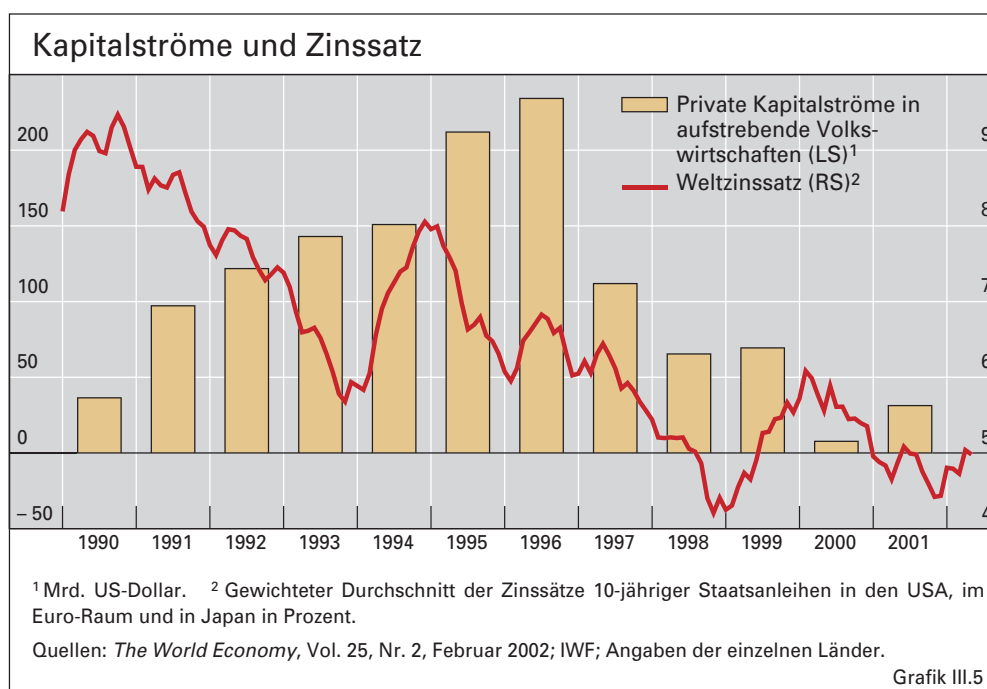
Finanzmarktverflechtungen und Kapitalströme

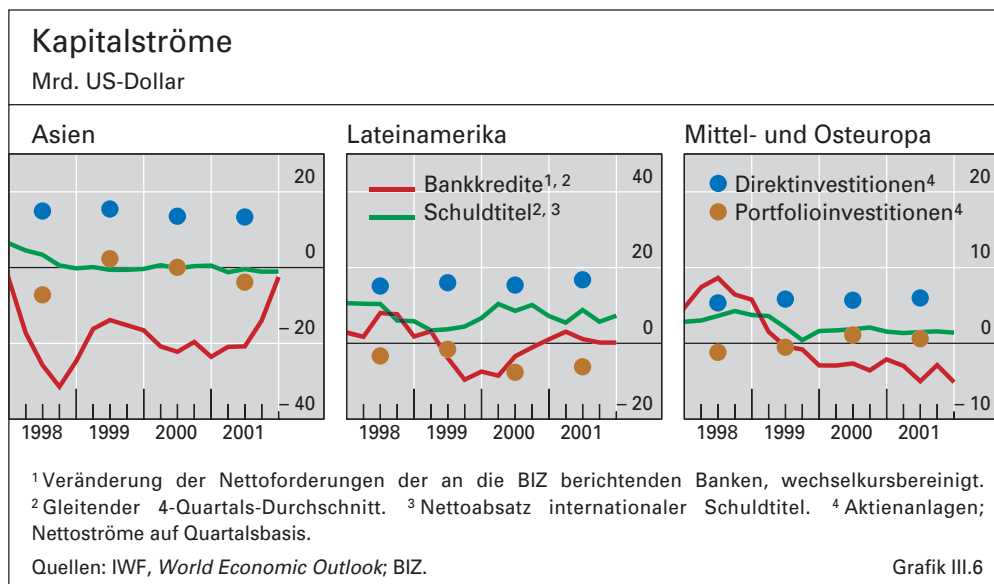
Relativ beständige Kapitalströme

Änderungen des internationalen Zinsniveaus hatten schon immer einen erheblichen Einfluss auf die Kapitalströme, wobei die aufstrebenden Volkswirtschaften in Jahren sinkender Zinsen in der Regel umfangreiche Zuflüsse privaten Kapitals verzeichnen (Grafik III.5). Im letzten Jahr fielen die Zinsen in den Industrieländern allerdings in einem Umfeld globaler Konjunkturabschwächung und erhöhter Risikoaversion der Anleger. Unter diesen Umständen sowie angesichts der Krisen in Argentinien und der Türkei und der davon ausgehenden Störpotenziale wäre vielleicht zu erwarten gewesen, dass die Kapitalzuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften stark zurückgehen. Tatsächlich bewirkten die niedrigeren Zinssätze einen leichten Anstieg der Zuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften, und sogar einige der traditionell volatileren Komponenten der Kapitalströme blieben relativ stabil (Grafik III.6).

Mehr Direktinvestitionen in den größeren Ländern

Der größte Teil des Anstiegs der privaten Kapitalströme entfiel 2001 auf ausländische Direktinvestitionen. In der Vergangenheit stand hinter Direktinvestitionen meist die Absicht, die Industrieländer mit Vorprodukten und Fertigerzeugnissen zu beliefern, sodass sie bei einem Konjunkturabschwung in den Industrieländern tendenziell ab- und während eines Aufschwungs wieder zunahen. Ab Mitte der neunziger Jahre spiegelte das Wachstum der ausländischen Direktinvestitionen jedoch hauptsächlich das Bestreben der Investoren wider, sich den Zugang zu den großen Märkten für Fertigerzeugnisse zu





sichern, und stand im Zusammenhang mit Privatisierungen sowie mit Fusionen und Übernahmen. Das hatte zur Folge, dass sich die Direktinvestitionen jetzt auf weniger Länder konzentrieren. Dies traf auch im letzten Jahr zu, als die Einnahmen aus dem Verkauf einer mexikanischen Großbank und der Übernahme eines führenden Bergbauunternehmens in Südafrika zusammen genommen sogar den Anstieg aller ausländischen Direktinvestitionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften übertrafen. China verzeichnete überdies im letzten Jahr starke Zuwächse an ausländischen Direktinvestitionen infolge der Aufnahme des Landes in die WTO.

Die Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften gingen 2001 zurück. Jedoch verzeichneten mehrere Volkswirtschaften Asiens Ende letzten Jahres zum ersten Mal seit Mitte 1997 wieder einen Nettozufluss an Auslandskrediten von Banken (Kapitel VI). Ausländische Banken und deren inländische Tochtergesellschaften vergaben auch in den Ländern Mitteleuropas und in Russland weiterhin in erheblichem Umfang Mittel in Form von Krediten und Wertpapieranlagen. Im Gegensatz hierzu verringerten die ausländischen Banken ihre Forderungen gegenüber Argentinien drastisch.

In einigen Ländern wieder Nettozuflüsse von Auslandskrediten

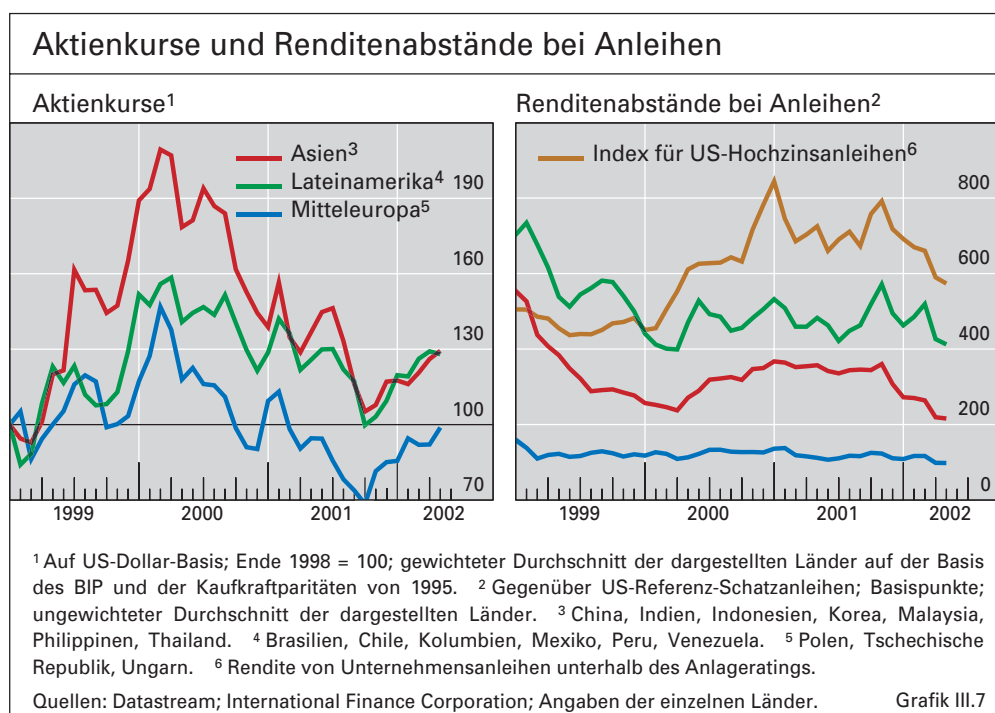
| Korrelation zwischen Veränderungen des NASDAQ-Index und der Aktienkurse ¹ | | | | | | |
|--|--------------|-----------|----------|----------|---------------|-----------|
| | Hongkong SVR | Korea | Malaysia | Singapur | Taiwan, China | Thailand |
| 1995/96 | 0,32 | 0,28 | 0,07 | 0,11 | 0,07 | 0,20 |
| 1999–2002 Q1 | 0,61 | 0,47 | 0,29 | 0,44 | 0,34 | 0,31 |
| | Argentinien | Brasilien | Chile | Mexiko | Polen | Südafrika |
| 1995/96 | 0,16 | 0,14 | 0,09 | 0,27 | 0,16 | 0,09 |
| 1999–2002 Q1 | 0,25 | 0,50 | 0,30 | 0,61 | 0,44 | 0,52 |

¹ In Landeswährung; berechnet anhand von Wochenwerten.
 Quelle: Bloomberg. Tabelle III.3

Kapitalzuflüsse an Aktienmärkte spiegeln wirtschaftliche Aussichten wider

Die Zuflüsse von Anlagegeldern an die asiatischen Aktienmärkte gingen 2001 zurück; die Zuflüsse nach Lateinamerika nahmen in geringerem Umfang ebenfalls ab, während diejenigen nach Mittel- und Osteuropa stabil blieben. Der Rückgang bei Aktiennachfrage wie -angebot in Asien während des größten Teils des vergangenen Jahres war auf die unsicheren Wirtschaftsaussichten und den Kurssturz bei den Technologieaktien zurückzuführen, der das Vermögen der Anleger in hoch riskanten Anlagen reduzierte. Darüber hinaus war die Korrelation zwischen Veränderungen des NASDAQ-Index und der meisten Aktienkurse in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den letzten Jahren gestiegen (Tabelle III.3), sodass eine Portfoliodiversifizierung zugunsten von Titeln aus den aufstrebenden Volkswirtschaften weniger vorteilhaft war. Seit März 2002 haben sich die Aktienkurse in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften jedoch von der Entwicklung des NASDAQ abgekoppelt.

Im ersten Quartal 2002 nahmen die Aktienemissionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu, und die Börsenindizes stiegen stärker als in den USA (Grafik III.7). Die Aktienkapitalströme flossen in den ersten Monaten 2002 im Wesentlichen nach Asien, Brasilien, Mexiko und Südafrika, während andere lateinamerikanische Volkswirtschaften sowie Polen Abflüsse zu verzeichnen hatten. Diese Entwicklungen scheinen einen größeren Optimismus hinsichtlich der weltweiten Wirtschaftsaussichten widerzuspiegeln, insbesondere in Asien. Mit wenigen Ausnahmen konzentrierte sich die Erholung der Kurse nicht auf den Hochtechnologiesektor, sondern war breit abgestützt. Erstmals seit mehreren Jahren erstreckte sie sich auch auf die Bankaktien. In Mittel- und Osteuropa kam es ebenfalls zu erheblichen Kurssteigerungen am Aktienmarkt. Dennoch liegen die Indizes vieler Börsen in den



aufstrebenden Volkswirtschaften weit unter ihren Höchstständen von 2000, und nicht alle Börsenplätze konnten vom jüngsten Anstieg der Aktienkurse profitieren.

Der Nettoabsatz von Schuldtiteln der aufstrebenden Volkswirtschaften war 2001 weitgehend stabil (Kapitel VI). Ein Grund dafür war, dass der Zinsrückgang in den Industrieländern und die leichte Verringerung der Renditenaufschläge bei Papieren mit Anlagequalität zu wesentlich niedrigeren Zinsen für entsprechend hoch bewertete Schuldner führten. Dies veranlasste sowohl etablierte Schuldner (China, Malaysia, Mexiko, Polen, Ungarn) als auch kleinere Emittenten (Kolumbien, Kroatien, Lettland, Uruguay), an den Markt zu gehen. Die Renditenaufschläge am Sekundärmarkt verringerten sich im Jahr 2001, außer für Argentinien.

Nach dem 11. September stiegen die Renditenaufschläge zunächst erheblich (durchschnittlich um über 200 Basispunkte), fielen aber danach auf ein seit Anfang 2000 nicht mehr erreichtes Niveau (Grafik III.7). Die Renditenaufschläge in Lateinamerika waren besonders volatil, was auf einen anfänglichen Spillover-Effekt der Krise in Argentinien zurückgeht, doch gibt es seit Oktober 2001 deutliche Anzeichen einer Abkopplung. Im ersten Quartal 2002 begaben große Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften wieder mehr Anleihen an den internationalen Märkten.

Insgesamt zeigten die Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften im vergangenen Jahr eine gewisse Widerstandsfähigkeit. Jedoch sind und bleiben viele Länder mit einer hohen Schuldenquote, hohen Schuldendienstforderungen oder einer an den Devisenreserven gemessenen hohen kurzfristigen Verschuldung (Tabelle III.4) gegenüber Stimmungsänderungen an den Finanzmärkten sehr empfindlich. So trugen Nettokapitalabflüsse zur Verschärfung der Krise in Argentinien und der Türkei bei. Mexiko konnte

Anleihekapi-
ströme stabil,
Investoren bevor-
zugen hohe
Bonitätsklassen

Hoch verschuldete
Volkswirtschaften
bleiben anfälliger

| Schuldenindikatoren 2000 | | | | | | |
|--------------------------|--------------------------|---------|--------|---|--|---|
| | Öffentliche Verschuldung | | | Schulden- dienst insgesamt ¹ | Öffentlicher Schulden- dienst ² | Kurzfristige Auslands- schulden in % der Devisen- reserven |
| | Insgesamt | Ausland | Inland | | | |
| | in Prozent des BIP | | | in Prozent der Exporte ³ | | |
| Indien | 60 | 9 | 51 | 13 | 11 | 9 |
| Indonesien | 99 | 59 | 40 | 25 | 10 | 80 |
| Philippinen | 81 | 48 | 33 | 14 | 9 | 46 |
| Argentinien | 52 | 34 | 18 | 71 | 43 | 116 |
| Brasilien | 39 | 4 | 35 | 91 | 35 | 95 |
| Russland | 67 | 52 | 15 | 10 | 4 | 64 |
| Türkei | 62 | 21 | 41 | 36 | 17 | 130 |
| Ungarn | 55 | 8 | 47 | 24 | 11 | 38 |

¹ Zins- und Tilgungszahlungen auf langfristige öffentliche und private Auslandsschulden (1 Jahr oder darüber). ² Zins- und Tilgungszahlungen auf langfristige öffentliche Auslandsschulden. ³ Exporte von Gütern und Dienstleistungen.

Quellen: Weltbank; Institute of International Finance (IIF); Angaben der einzelnen Länder; eigene Statistiken.

Tabelle III.4

dagegen im letzten Jahr dank der zunehmenden wirtschaftlichen Integration mit den USA weiterhin in erheblichem Umfang neues Anlagekapital anziehen. Immer mehr nehmen die Anleger auch die EU-Beitrittskandidaten in Mittel- und Osteuropa als „Konvergenzmärkte“ wahr. Weil die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen in diesen Ländern in verstärktem Maße von der Europäischen Union definiert werden, gelten sie als weniger risikoreiche Anlageländer.

2002 keine Erholung der Kapitalzuflüsse erwartet

Es ist nicht zu erwarten, dass mit der beginnenden Konjunkturerholung in den Industrieländern im Jahr 2002 die Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften rasch wieder ansteigen werden. Die Banken dürften nach wie vor vorsichtig agieren, weil ihre Bilanzen ein steigendes Volumen an notleidenden Krediten aufweisen. Andere potenzielle Anleger dürften von der sich ausweitenden Krise in Argentinien und möglichen Spillover-Effekten auf andere lateinamerikanische Länder abgeschreckt werden. Es wird damit gerechnet, dass der Zufluss ausländischer Direktinvestitionen stabil bleibt, sich aber immer mehr auf Länder mit verhältnismäßig großen Märkten konzentriert. Das Volumen neu zugesagter ausländischer Direktinvestitionen in China nahm im ersten Quartal 2002 stark zu, und wenn sich die Erholung der Exporte und des BIP in Asien als nachhaltig erweist, dürfte dies Kapitalzuflüsse in verschiedene andere Länder Ostasiens fördern. Geplante Privatisierungen von Versorgungs-, Infrastruktur- und Telekommunikationsunternehmen in Mittel- und Osteuropa dürften ebenfalls große Kapitalzuflüsse anlocken. Gleichzeitig wird erwartet, dass der Anteil Lateinamerikas an den ausländischen Direktinvestitionen zurückgeht, weil Privatisierungen den Prognosen nach im Jahr 2002 hier eine geringere Rolle spielen werden.

Wirtschaftspolitische Reaktionen auf die Abschwächung

Die Rolle der Geld- und Wechselkurspolitik

Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik ...

In ungewöhnlich vielen aufstrebenden Volkswirtschaften wurde im letzten Jahr die Geld- und Fiskalpolitik gelockert, um die Auswirkungen der globalen Abschwächung abzufedern. In mehreren Ländern wurden die Notenbankzinsen auf den tiefsten Stand seit der Asien-Krise gesenkt (Tabelle III.5). Einige Länder mit flexiblen Wechselkurssystemen ließen auch eine Abschwächung des Wechselkurses zu – eine weitere wirtschaftspolitische Option zur Abfederung negativer Schocks. Andere Länder dagegen mussten ihre Zinsen heraufsetzen, um sich vor einer erhöhten Anfälligkeit gegen äußere Einflüsse zu schützen.

... durch Zinssenkungen in den Industrieländern und geringe Inflation begünstigt

Die Lockerung der Geldpolitik wurde durch zwei Faktoren erleichtert. Zum einen erlaubten es die starken Zinssenkungen in den Industrieländern den aufstrebenden Volkswirtschaften, ihre Zinssätze zurückzunehmen, ohne damit Kapitalabflüsse oder Druck auf die eigene Währung auszulösen. Zum anderen konnten die Zentralbanken dank der in ihren Ländern gemeinhin rückläufigen Inflation (Tabelle III.6) die Zinsen stärker senken, als dies sonst möglich gewesen wäre. Einige Länder sahen sich jedoch mit einem

| Notenbankzinsen | | | | | | |
|---|--------------|-----------------------|---------------|--------------|--------------|-----------------------|
| | China | Hongkong SVR | Indien | Indonesien | Korea | Malaysia |
| Änderung seit Dez. 2000 ¹ Stand April 2002 ² | -27 1,98 | -475 3,25 | -150 6,50 | 208 16,61 | -125 4,00 | -50 5,00 |
| | Philippinen | Singapur ³ | Taiwan, China | Thailand | Polen | Tschechische Republik |
| Änderung seit Dez. 2000 ¹ Stand April 2002 ² | -650 7,00 | -200 0,81 | -250 2,13 | 50 2,00 | -950 9,50 | -150 3,75 |
| | Ungarn | Russland ³ | Südafrika | Brasilien | Chile | Mexiko ³ |
| Änderung seit Dez. 2000 ¹ Stand April 2002 ² | -250 8,50 | -186 15,85 | -50 11,50 | 227 18,11 | -282 4,75 | -1 200 6,01 |

¹ Veränderung in Basispunkten. ² Am Periodenende in Prozent. ³ 3-Monats-Zinssatz.
Quelle: Bloomberg. Tabelle III.5

ansteigenden Preisdruck konfrontiert, sodass sie weniger flexibel auf die Konjunkturabschwächung reagieren konnten. Andere Hemmfaktoren waren die Angst vor einer Ansteckung durch die Argentinien-Krise, zunehmende politische Unsicherheiten in einigen lateinamerikanischen Ländern sowie Anfälligkeiten infolge einer Vergangenheit hoher Inflationsraten und mangelnder Haushaltsdisziplin in vielen Ländern.

Starke Lockerungstendenzen in Asien

In Asien reagierte die Geldpolitik schneller auf den Konjunkturabschwung als in anderen Regionen, begünstigt durch beträchtliche Leistungsbilanzüberschüsse und flexible Wechselkurssysteme. Mit Ausnahme Indonesiens konnten alle Länder mit flexiblen Wechselkursen im vergangenen Jahr die Zinsen zurücknehmen, wobei die Zinssenkungen auf den Philippinen und in Taiwan besonders kräftig ausfielen (Tabelle III.5). Auch Indien und Korea senkten ihre Notenbankzinsen im Laufe des Jahres, ergänzt durch quantitative Lockerungen der Geldpolitik: Indien verringerte die Mindestreserveanforderungen für Banken, Korea hob nach dem 11. September den Refinanzierungsplafonds für den Bankensektor an. Indonesien dagegen musste seine Geldpolitik straffen, um der zunehmenden Inflation und dem steigenden Druck auf den Wechselkurs Einhalt zu gebieten. Die deutlichen Zinssenkungen in Asien trugen während des Konjunkturabschwungs zur Stützung der Nachfrage bei und dürften die Aussichten auf eine Wirtschaftserholung verbessern. Sollte die Erholung an Fahrt gewinnen, dürfte jedoch eine straffere Geldpolitik notwendig werden. So hat Korea im zweiten Quartal 2002 die Zinsen bereits wieder erhöht, nachdem die inländische und die ausländische Nachfrage angezogen hatten.

In den meisten asiatischen Ländern mit flexiblen Wechselkursen niedrigere Zinsen ...

Zwar fielen die Wechselkurse der meisten Währungen gegenüber dem steigenden US-Dollar, doch wurde die daraus potenziell resultierende Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit durch andere Faktoren gedämpft bzw. neutralisiert. So drückte beispielsweise die steile Abwertung des

... doch Entwicklung der effektiven Wechselkurse unterschiedlich

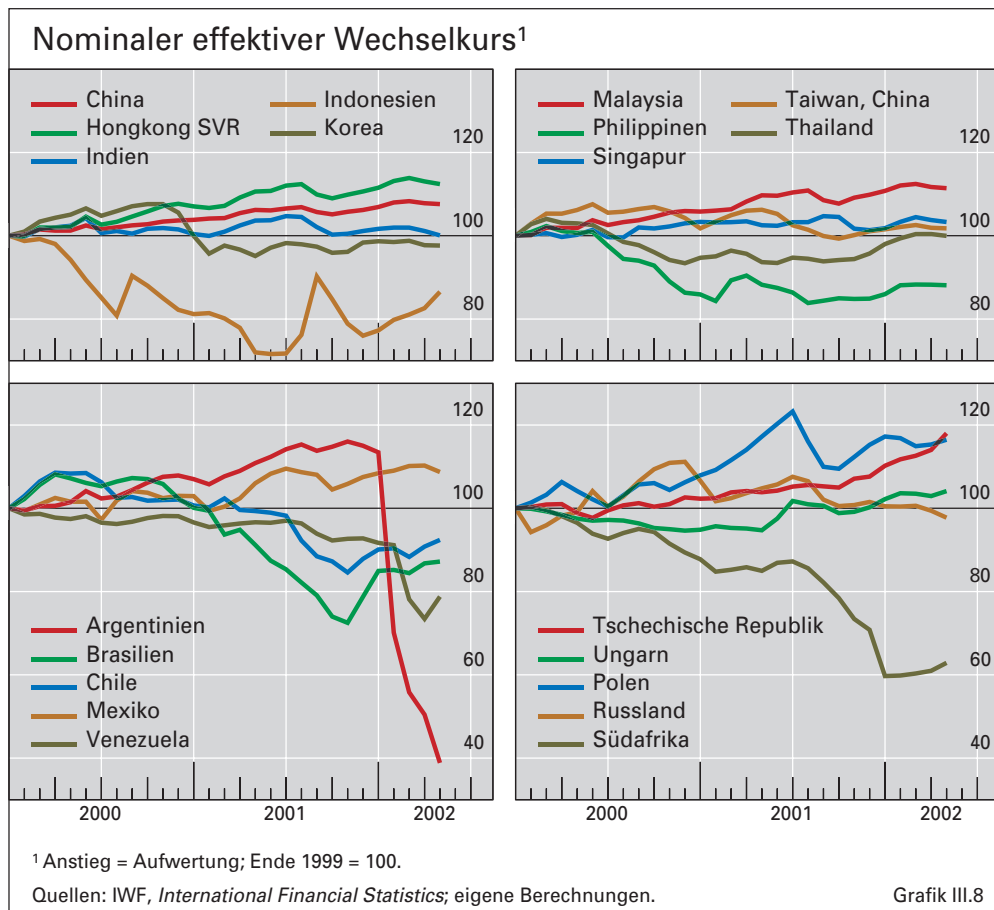
| Verbraucherpreise | | | | | | |
|----------------------------|--|------|------|------|------|---------|
| | 1990–97 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 Q1 |
| | Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent | | | | | |
| Asien ¹ | 9,1 | 7,6 | 2,3 | 1,9 | 3,1 | 1,7 |
| China | 10,7 | -0,9 | -1,4 | 0,3 | 0,7 | -0,5 |
| Hongkong SVR | 8,5 | 2,9 | -4,0 | -3,7 | -1,5 | -2,8 |
| Indien ² | 9,1 | 6,9 | 3,5 | 5,3 | 5,2 | 1,2 |
| Indonesien | 8,3 | 58,4 | 20,5 | 3,7 | 11,5 | 14,5 |
| Korea | 6,1 | 7,5 | 0,8 | 2,3 | 4,3 | 2,4 |
| Malaysia | 3,6 | 5,3 | 2,7 | 1,5 | 1,4 | 1,5 |
| Philippinen | 9,9 | 9,7 | 6,7 | 4,3 | 6,1 | 3,6 |
| Singapur | 2,5 | -0,3 | 0,5 | 1,5 | 1,1 | -0,9 |
| Thailand | 5,2 | 8,1 | 0,3 | 1,5 | 1,7 | 0,5 |
| Lateinamerika ¹ | 157,5 | 9,7 | 9,1 | 6,6 | 6,6 | 7,3 |
| Argentinien | 77,4 | 0,9 | -1,2 | -0,9 | -1,1 | 4,2 |
| Brasilien | 500,4 | 3,8 | 4,9 | 6,0 | 8,0 | 9,5 |
| Chile | 13,5 | 5,1 | 3,4 | 3,8 | 3,6 | 2,4 |
| Mexiko | 21,0 | 15,9 | 16,6 | 7,9 | 6,2 | 4,3 |
| Mitteleuropa ¹ | 20,7 ³ | 11,8 | 6,5 | 8,7 | 5,9 | 4,0 |
| Polen | 24,7 ³ | 11,7 | 7,3 | 10,1 | 5,5 | 3,5 |
| Tschechische Republik | 9,1 ³ | 10,7 | 2,1 | 3,9 | 4,7 | 3,8 |
| Ungarn | 22,2 ³ | 14,1 | 10,0 | 9,8 | 9,2 | 6,3 |
| Russland | 112,9 ³ | 27,7 | 85,7 | 20,8 | 21,5 | 17,8 |
| Südafrika | 10,8 | 6,9 | 5,2 | 5,3 | 5,7 | 4,3 |

¹ Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 1995. ² Großhandelspreise. ³ Durchschnitt 1993–97.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.6

Yen und des koreanischen Won gegenüber dem US-Dollar (um rund 20% zwischen Mitte 2000 und Anfang 2002) den effektiven Wechselkurs der meisten anderen asiatischen Währungen nach oben (Grafik III.8). Durch die anschließende Aufwertung beider Währungen gegenüber dem Dollar hat sich dieser Druck jedoch zum Teil wieder abgebaut. Außerdem schlug sich die nominale Abwertung in Ländern mit relativ hohen Inflationsraten (Indonesien, Philippinen) nicht vollständig in einer verbesserten internationalen Wettbewerbsfähigkeit nieder. In einigen Ländern schließlich (z.B. in Indien) sorgte die Präferenz für einen relativ stabilen Kurs zum Dollar für nur geringe Schwankungen des effektiven Wechselkurses.

Trotz dieser ausgleichenden Faktoren waren die abwertungsbedingten Wettbewerbsvorteile in einigen Ländern erheblich. Der reale effektive Wechselkurs des Won sank zwischen August 2000 und März 2002 um 5%, wobei ein großer Teil des Rückgangs in die Zeit sehr geringer Auslandsnachfrage fiel. In Taiwan kam es in den 12 Monaten bis August 2001 zu einer realen Abwertung um 7%. Auch in Singapur wurde der Wechselkurs zur Dämpfung externer Schocks eingesetzt. Die Währungsbehörden, die die Geldpolitik unmittelbar an der Zielgröße des nominalen effektiven Wechselkurses ausrichten, lockerten im Juli 2001 ihren Kurs, indem sie nicht mehr eine Aufwertung, sondern einen stabilen Außenwert anstrebten. Nach dem

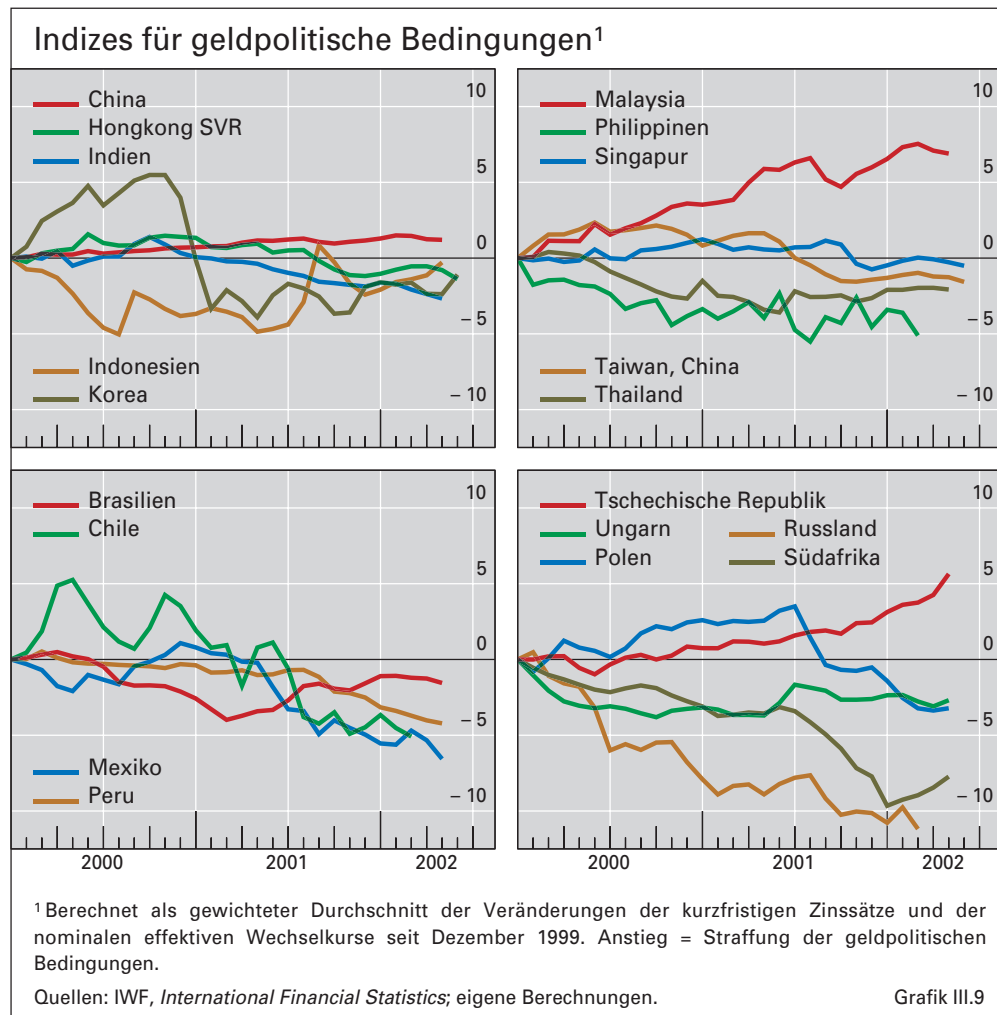


11. September erweiterten sie dann das Wechselkursband, um eine Abwertung zu ermöglichen.

Die Geldpolitik in Ländern mit an den Dollar gebundenen Währungen war unterschiedlich, auch wenn die Zinssenkungen in den USA im Allgemeinen Spielraum für eine Lockerung schufen. In China war der inländische Zinssatz bereits tief und wurde erst Anfang 2002 zurückgenommen. In Malaysia wurden die Notenbankzinsen zunächst unverändert belassen, um Kapital anzuziehen. Als sie dann im September gesenkt wurden, reagierten die wichtigsten kurzfristigen Marktzinssätze kaum. Beide Länder konnten die inländischen Zinssätze durch Kapitalverkehrskontrollen vom globalen Zinszyklus isolieren. Hongkong dagegen folgte weitgehend den US-Zinssenkungen. Die Währungsbindung diente zwar in allen drei Fällen weiterhin als glaubwürdiger Anker, jedoch sorgte die Stärke des Dollars gegenüber den meisten anderen Währungen für eine reale effektive Aufwertung, insbesondere ab Herbst 2001. Dies dürfte auch erklären, warum in diesen Ländern die Inlandsnachfrage über die Fiskalpolitik angekurbelt wurde.

Grafik III.9 zeigt Indizes für die geldpolitischen Bedingungen auf der Basis der kombinierten Einflüsse von Veränderungen der kurzfristigen Zinsen und des nominalen effektiven Wechselkurses. Wie die Grafik deutlich macht, wurden die monetären Bedingungen im Jahr 2001 zumeist gelockert. In Brasilien, Indonesien, Malaysia und der Tschechischen Republik wurden sie

Unterschiedliche wirtschaftspolitische Reaktionen in Ländern mit festen Wechselkursen



jedoch gestrafft, und in China, Thailand und Ungarn blieben sie mehr oder minder unverändert.

Weniger Spielraum in Lateinamerika

Der hohe Bedarf an Auslandskapital, ein verstärkter Inflationsdruck in einigen Ländern, ein sinkendes Anlegervertrauen und wachsende politische Unsicherheiten begrenzten den Spielraum für eine Lockerung der Geldpolitik in Lateinamerika. Viele Länder mussten sogar ihre Geldpolitik straffen, um ihre Währung zu stützen.

Angesichts einer Inflationsrate oberhalb der Zielvorgabe und einer im Umfeld der Argentinien-Krise unter Druck geratenen Währung wurde die Geldpolitik in Brasilien während des größten Teils des Jahres 2001 gestrafft. Die nachfolgende Lockerung, insbesondere ab November, war wegen des noch immer hohen Inflationsdrucks nur von begrenztem Umfang. Trotzdem stützte die erhebliche Abwertung der Währung (etwa 23% auf realer effektiver Basis zwischen Ende 2000 und Oktober 2001) das Exportwachstum. Auch Venezuela straffte die Geldpolitik zur Verteidigung des Wechselkurses, der dann aber Anfang 2002 freigegeben wurde. Die Inflation blieb jedoch hoch, sodass die nachfolgende starke nominale Abwertung die Wettbewerbsfähigkeit nicht verbesserte.

In Brasilien und
Venezuela straffere
Geldpolitik ...

Chile und Mexiko konnten die Geldpolitik zur Belebung der Nachfrage einsetzen. In Chile konnte die Zentralbank aufgrund einer niedrigen Inflationsrate sowie eines soliden Leistungsbilanz- und Haushaltssaldos die Zinsen senken, mit Ausnahme einer gewissen Zeit im zweiten Halbjahr 2001, als der Peso vorübergehend unter Druck geriet. In Mexiko trugen Umschichtungen in den Portfolios der ausländischen Anleger zugunsten mexikanischer Wertpapiere, eine damit einhergehende starke Aufwertung der Währung und eine Verringerung der Inflation zu einem Zinsrückgang bei. Angesichts beschleunigter Lohnsteigerungen nahm Mexiko jedoch seit Anfang 2002 eine vorsichtigeren geldpolitische Haltung ein. Trotz der Abwertung im April 2002 lag der reale effektive Wechselkurs des Peso zum Zeitpunkt der Drucklegung noch immer um 20% über dem Niveau vor der Krise von 1994. Damit dürfte der Sektor handelsfähiger Güter von der derzeitigen globalen Erholung nur eingeschränkt profitieren. Tatsächlich hat die Aufwertung des Peso bereits zur Schließung einiger exportorientierter Unternehmen sowie zur Abwanderung mehrerer Unternehmen ins Ausland und – bei einigen Vorprodukten – zur Substitution von Inlandserzeugnissen durch kostengünstigere Importe geführt.

... aber in Chile und Mexiko niedrigere Zinsen

Begrenzte Lockerungen der Geldpolitik in anderen Regionen

In Mittel- und Osteuropa schwächte sich die Auslandsnachfrage vor dem Hintergrund hoher Kapitalzuflüsse und einer stetigen Aufwertung der Währung ab. Daraufhin nahmen die Zentralbanken die Zinsen zurück und intervenierten gelegentlich am Devisenmarkt. In Polen und Ungarn setzten jedoch Haushalts- und Inflationsrisiken den Zinssenkungen Grenzen. In der Tschechischen Republik konnte die Zentralbank die Zinsen infolge der Aufwertung der Währung sowie starker Produktivitätszuwächse bei nur mäßigen Lohnerhöhungen auf ein sehr tiefes Niveau senken.

In Mitteleuropa Aufwertungen

In Südafrika stellten sich der Geldpolitik im vierten Quartal 2001 besondere Herausforderungen, als eine außergewöhnliche Wechselkursschwäche zu höheren Inflationserwartungen führte. Da die Inflation kontinuierlich über der Zielvorgabe für Ende 2002 lag, nahm die Zentralbank vor kurzem einen großen Teil der 2001 beschlossenen Lockerungen zurück. Auch wenn sich der Rand seitdem erholt hat, so hat sich doch die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Landes durch die starke Abwertung im letzten Jahr verbessert, und die Exporte haben erheblich zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum beigetragen.

In Südafrika Herausforderungen an die Geldpolitik

Wirksamkeit der Geldpolitik bei der Belebung des Wachstums

Inwieweit war die Geldpolitik in der Lage, die Nachfrage in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu beleben? Dies kann beispielsweise anhand der Auswirkungen von Notenbankzinssenkungen auf die langfristigen Zinssätze analysiert werden. Eine engagiertere Reaktion der Zentralbanken auf wirtschaftliche Schocks dürfte sich auch positiv auf das Vertrauen der Verbraucher und der Unternehmen auswirken, jedoch ist dieser Effekt schwieriger zu messen.

Geldpolitische Lockerung mit positiver Wirkung

Die Renditen langfristiger Anleihen in den aufstrebenden Volkswirtschaften gingen im letzten Jahr zurück, insbesondere in der zweiten Jahres-

| Langfristige Zinsen ¹ | | | | | |
|----------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | Ende 1998 | Ende 1999 | Ende 2000 | Juni 2001 | Ende 2001 |
| Hongkong SVR | 6,36 | 7,74 | 6,46 | 6,37 | 6,22 |
| Indien | 12,22 | 11,24 | 10,94 | 9,45 | 7,92 |
| Korea | 8,30 | 9,85 | 8,12 | 7,24 | 6,79 |
| Malaysia | 6,81 | 6,36 | 5,49 | 4,20 | 3,76 |
| Philippinen | 18,36 | 15,61 | 18,20 | 15,39 | 15,75 |
| Singapur | 4,48 | 4,56 | 4,09 | 3,64 | 3,97 |
| Taiwan, China | 5,12 | 6,03 | 5,13 | 3,84 | 3,81 |
| Thailand | 7,26 | 6,40 | 5,09 | 6,34 | 3,40 |
| Chile | 7,19 | 7,19 | 6,21 | 5,87 | 5,63 |
| Mexiko | 7,50 | 6,68 | 6,70 | 6,05 | 6,00 |
| Polen | ... | 10,41 | 13,19 | 13,18 | 9,56 |
| Tschechische Republik | 13,94 | 10,19 | 8,09 | 7,16 | 7,06 |
| Ungarn | 12,88 | 9,82 | 8,80 | 8,20 | 7,71 |
| Südafrika | 15,85 | 13,67 | 12,72 | 10,88 | 11,53 |

¹ Zinssatz für 10-jährige oder ähnlich langfristige Papiere; Prozent.
Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.7

Langfristige Zinssätze in den meisten Ländern rückläufig ...

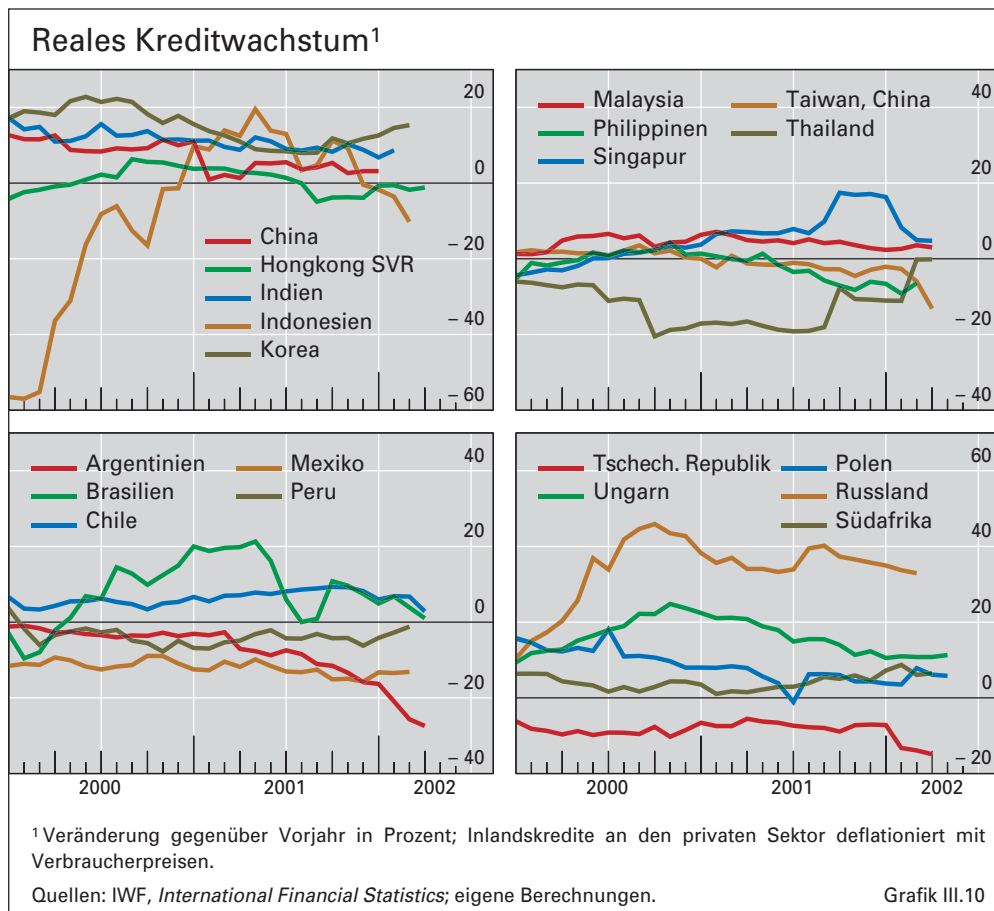
hälftete, als die Geldpolitik erheblich gelockert wurde (Tabelle III.7). Zurzeit liegen die langfristigen Zinsen sogar auf dem tiefsten Stand seit der Asien-Krise. Wie in den Industrieländern (Kapitel II) haben die niedrigeren Zinsen in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften eine Erholung des Wohnbaus unterstützt. Sie dürften auch die Umstrukturierung von Unternehmen erleichtert haben. Es ist allerdings nicht klar, ob der starke Rückgang der langfristigen Zinsen allein der Lockerung der Geldpolitik zuzurechnen war. In Indien beispielsweise fielen die langfristigen Zinsen größtenteils wegen einer „Flucht in die Qualität“ der Banken und Finanzinstitute, die die Nachfrage nach Staatspapieren stark ansteigen ließ und die Anleihekurse höher trieb.

... aber Wachstum der Unternehmenskredite weiterhin gering

In den meisten Ländern haben die tieferen Zinsen jedoch nicht zu einem höheren Kreditwachstum geführt. Das reale Kreditwachstum war in mehreren asiatischen Ländern sogar negativ, obwohl gerade in dieser Region die Geldpolitik am stärksten gelockert wurde (Grafik III.10). Die nur langsam voranschreitende Sanierung des Bankensektors und das immer noch hohe Volumen an notleidenden Krediten dürften die Vergabe neuer Kredite eingeschränkt haben. Jedoch scheint das schwache Kreditwachstum zu einem großen Teil auch auf einen Mangel an kreditwürdigen Schuldnern zurückzuführen zu sein sowie auf das aktive Bestreben der Unternehmen, ihren Schuldenstand zu verringern.

Vermehrt Konsumentenkredite der Banken ...

Infolge der schwachen Kreditnachfrage der Unternehmen nutzten die Banken die gelockerten monetären Rahmenbedingungen, um vermehrt Konsumentenkredite zu vergeben. In China stieg das Volumen der Hypotheken- und Konsumentenkredite 2001 um 70%, wenngleich von einem sehr niedrigen Ausgangsniveau aus. In Korea waren die Banken in ihrem Vorgehen besonders engagiert. Durch günstigere Hypothekenkreditkonditionen förderten sie die Kreditvergabe an die privaten Haushalte, wodurch deren Verschuldung



schnell auf ein historisch hohes Niveau stieg. In Indien soll der Wettbewerb bei der Vergabe von Verbraucherkrediten dazu geführt haben, dass Hypothekenkredite zu Sätzen unterhalb der Kreditzinsen für erste Adressen gewährt wurden. In Hongkong glichen die höheren Hypothekenkredite die geringere Kreditvergabe an Unternehmen zum Teil aus.

In vielen Ländern Asiens schufen die Währungsbehörden spezielle Anreize, damit die Banken ihr Kreditvolumen erweiterten. Die Hong Kong Monetary Authority setzte zeitweise die Obergrenze bei der Beleihung von Privathypotheken außer Kraft. Die Bank of Korea räumte Banken mit vorübergehenden Liquiditätsproblemen aufgrund von Sanierungsmaßnahmen besondere Fazilitäten ein. Auf den Philippinen senkte die Zentralbank die Sätze für Tagesgeldeinlagen, damit die Banken ihre überschüssige Liquidität reduzierten und die Kreditvergabe an Unternehmen ausweiteten. In Thailand lockerte die Zentralbank die Vorschriften zur Risikovorsorge und zur Klassifizierung von Krediten.

In Lateinamerika ist der Rückgang des Kreditvolumens in der letzten Zeit sowohl auf konjunkturelle als auch auf strukturelle Faktoren zurückzuführen. In Argentinien wurden die Banken im Jahr 2001 durch die Finanzkrise erheblich in der Kreditvergabe beeinträchtigt, in Peru durch einen starken Einlagenrückgang. Der Einbruch des Kreditwachstums in Brasilien 2001 wird weithin auf die gestiegene Unsicherheit an den Finanzmärkten im Zuge der Argentinien-Krise zurückgeführt wie auch auf die damit verbundene

... und Anreize zur weiteren Kreditvergabe

Starke Kreditkontraktion in Lateinamerika

Zurückhaltung bei Schuldnern und Gläubigern, höhere Risiken einzugehen. In Mexiko ist die Kreditkontraktion das Resultat einer Umschichtung bei der Mittelbeschaffung zulasten von Bankkrediten und zugunsten einer verstärkten Inanspruchnahme ausländischer Finanzierungsquellen durch die Unternehmen. In den anderen lateinamerikanischen Ländern haben nachlassende Zuflüsse von Beteiligungskapital und Bankkrediten aus dem Ausland die Abschwächung des inländischen Kreditwachstums weiter verschärft.

Die Rolle der Fiskalpolitik

Angesichts der Konjunkturabschwächung setzten im Jahr 2001 viele aufstrebende Volkswirtschaften die Fiskalpolitik zur Stimulierung der Wirtschaft ein. In anderen dagegen zwang die ungünstige Entwicklung der Staatseinnahmen infolge des geringeren Wirtschaftswachstums bzw. höherer Schuldendienstkosten den öffentlichen Sektor zu Ausgabenkürzungen.

In Asien weiterhin hohe Haushaltsdefizite ...

Die meisten asiatischen Länder verfolgten im letzten Jahr entweder eine akkommodierende oder eine expansive Fiskalpolitik. In Hongkong, Singapur und Thailand waren fiskalpolitische Maßnahmen der wichtigste Antriebsmotor für die Inlandsnachfrage. In anderen Ländern verstellten Steuerreformen oder steigende Überschüsse bei Pensionsfonds den Blick auf eine konjunkturfördernde Ausgabenpolitik bzw. eine sehr akkommodierende Grundausrichtung. In China stand höheren Ausgaben für die öffentliche Infrastruktur sowie Lohnsteigerungen im öffentlichen Sektor eine Zunahme der Staatseinnahmen gegenüber, sodass die Auswirkungen auf den Gesamthaushalt beschränkt blieben. In Malaysia blieb die Fiskalpolitik bei einem Budgetdefizit von über 5% des BIP sehr akkommodierend. Zudem wurde der Effekt von Ausgabenmaßnahmen durch die Steuerreform verdeckt bzw. wird sich erst im Haushaltsergebnis 2002 bemerkbar machen. Der Haushaltsüberschuss Koreas erhöhte sich im vergangenen Jahr, was aber im Wesentlichen auf wachsende Überschüsse in der Sozialversicherung zurückzuführen war; lässt man diesen Faktor außer Acht, war die expansive Wirkung der Fiskalpolitik auf die Inlandsnachfrage erheblich.

... aber in Indien nur begrenzter Spielraum für fiskalpolitische Impulse

In Indien war der Spielraum für fiskalpolitische Lockerungen wesentlich geringer. Hier überstieg das Haushaltsdefizit des Zentralstaates mit über 5½% des BIP die Zielvorgaben beträchtlich. Da auch die Haushalte der Bundesstaaten stark defizitär blieben, kam erneut Besorgnis über Haushaltsrisiken und deren negative Folgen für die Realzinsen auf. Wegen relativ großer struktureller Haushaltsungleichgewichte blieb auch in Indonesien und auf den Philippinen kaum Spielraum für eine expansive Fiskalpolitik.

Wirksamkeit fiskalpolitischer Maßnahmen

Zeitlich befristete fiskalpolitische Maßnahmen können die Nachfrage deutlich beleben, besonders bei einer Lockerung der Geldpolitik. Aber eine Steuer- und Ausgabenpolitik, die auf eine Änderung des mittelfristigen finanzpolitischen Kurses hinausläuft, kann sowohl über höhere Inlandszinsen als auch über steigende Länderrisikoprämien die Wirksamkeit der Geldpolitik beeinträchtigen. Derartige Befürchtungen setzten in einigen asiatischen Ländern etwaigen antizyklischen fiskalpolitischen Maßnahmen Grenzen. In mehreren Ländern ist die Staatsschuldenquote auf ein sehr hohes Niveau gestiegen (Tabelle III.8). Unter Berücksichtigung der bisherigen sowie der

| Haushaltssalden und öffentliche Verschuldung | | | | | | | | |
|--|--------------------|------|------|-------------|------|------|--------------------------|--------------------|
| | Gesamtsaldo | | | Primärsaldo | | | Öffentliche Verschuldung | |
| | 1999 | 2000 | 2001 | 1999 | 2000 | 2001 | 1996 | 2001 |
| | in Prozent des BIP | | | | | | | |
| Asien ¹ | -1,0 | -1,3 | -2,9 | -1,5 | -0,5 | -0,3 | 28,6 | 51,8 |
| China | -2,1 | -2,8 | -2,7 | ... | ... | ... | 7,3 | 16,3 |
| Hongkong SVR | 0,8 | -0,6 | -5,0 | . | . | . | . | . |
| Indien | -5,4 | -5,7 | -5,7 | -0,7 | -0,9 | -1,1 | 49,4 | 58,1 |
| Korea | -2,7 | 1,1 | 1,5 | -1,5 | 2,6 | 2,7 | 8,8 | 20,8 |
| Singapur | 10,3 | 11,4 | -0,3 | . | . | . | . | . |
| Taiwan, China | 1,0 | -0,6 | -0,7 | -0,5 | -2,5 | -2,6 | 22,7 | 31,7 |
| Indonesien | -1,6 | -3,2 | -3,7 | 2,2 | 2,5 | 1,7 | 27,3 | 106,9 ² |
| Malaysia | -3,2 | -5,8 | -5,5 | -0,5 | -3,1 | -2,6 | 35,3 | 43,8 |
| Philippinen | -3,8 | -4,1 | -4,0 | -0,2 | 0,2 | 0,8 | 61,3 | 79,1 |
| Thailand | -3,3 | -2,2 | -2,4 | -9,4 | -1,8 | -1,1 | 16,3 | 57,5 |
| Lateinamerika ¹ | -3,4 | -2,5 | -3,0 | 0,0 | 0,6 | 0,1 | 29,3 | 35,3 |
| Argentinien | -2,9 | -2,7 | -3,3 | 0,0 | 1,1 | 0,5 | 35,2 | 52,6 |
| Brasilien | -6,9 | -3,2 | -3,7 | 2,3 | 1,9 | 1,9 | 33,3 | 53,3 |
| Chile | -1,5 | 0,1 | -0,3 | -1,1 | 0,6 | 0,2 | 16,7 | 15,6 |
| Kolumbien | -6,0 | -6,1 | -6,0 | -2,5 | -2,2 | -1,9 | 14,4 | 43,4 |
| Mexiko | -1,1 | -1,1 | -0,7 | 2,5 | 2,6 | 2,6 | 26,6 | 20,4 |
| Peru | -3,1 | -2,7 | -2,8 | -1,0 | -0,5 | -0,6 | 45,2 | 35,9 ² |
| Venezuela | -2,6 | -1,7 | -4,0 | 0,1 | 0,8 | -1,1 | 33,8 | 25,7 |
| Mitteleuropa ¹ | -2,6 | -2,9 | -3,9 | -1,2 | 0,5 | -0,9 | 43,2 | 36,1 |
| Polen | -2,0 | -2,2 | -4,5 | 1,0 | 0,4 | -1,6 | 47,8 | 39,0 ² |
| Tschechische Republik | -2,9 | -3,5 | -4,5 | -1,8 | -2,3 | -3,3 | 10,3 | 16,1 ² |
| Ungarn | -3,0 | -2,8 | -2,8 | -3,0 | 3,3 | 2,1 | 71,5 | 53,2 |
| Russland | -1,2 | 2,5 | 3,0 | 1,9 | 4,7 | 5,3 | 48,1 | 64,0 ² |
| Südafrika | -2,3 | -1,5 | -1,9 | 2,9 | 3,5 | 2,8 | 45,2 | 42,8 |

Anmerkung: Bei Ländervergleichen ist zu beachten, dass der öffentliche Sektor unterschiedlich definiert ist. Hongkong SVR, Indonesien: Fiskaljahr; Indien: nur zentraler Staatshaushalt.
¹ Einfacher Durchschnitt. ² 2000.
Quellen: IWF; IIF; Angaben der einzelnen Länder; eigene Schätzungen. Tabelle III.8

möglicherweise noch zu erwartenden fiskalischen Belastungen aus der Sanierung des Bankensystems wären die Schuldenstände in einigen asiatischen Ländern eigentlich wesentlich höher als ausgewiesen. Wegen der im letzten Jahr rückläufigen Nominalzinsen (und eines damit geringeren Schuldendienstes) verschlechterte sich die tatsächliche Haushaltslage kaum. Bei einer wieder strafferen Geldpolitik würden jedoch die Kosten des Schuldendienstes weiter steigen.

In Lateinamerika mussten mehrere Länder, die auf ausländisches Kapital angewiesen sind, die Staatsausgaben kürzen, um Einnahmefälle und höhere Kosten für den Schuldendienst auszugleichen. In einigen Ländern verstärkte ein in hohem Maße auf direkten Steuern basierendes Steuersystem die Einnahmefälle und damit auch die Notwendigkeit für den Staat, seine

Straffere
Fiskalpolitik in
Lateinamerika ...

Ausgaben zu kürzen. In anderen Ländern hinderte die Besorgnis der Anleger hinsichtlich der Haushaltsdisziplin die Regierungen daran, automatische Stabilisatoren wirksam werden zu lassen. Mexiko beispielsweise reagierte auf stark gesunkene Erdöleinnahmen und Steuerausfälle mit Ausgabenkürzungen, um das Haushaltsdefizit unter 1% des BIP zu halten. Auch Brasilien ergriff Schritte, damit der Primärüberschuss des gesamten öffentlichen Sektors oberhalb des für Ende 2001 gesteckten Ziels blieb (3,7% des BIP statt 3,3%) und das Gesamtdefizit 4% des BIP nicht überschritt. Nur Chile mit seiner niedrigen Staatsschuldenquote und dem Ziel, einen strukturellen Überschuss beizubehalten, konnte im letzten Jahr die Fiskalpolitik lockern.

... außer in Chile

In Europa erhebliche Lockerung der Fiskalpolitik

In Polen war die Fiskalpolitik expansiv. Hier führten im Jahr 2001 rückläufige Einnahmen und ein unerwartet starkes Ausgabenwachstum zu einer Ausweitung des Haushaltsdefizits des Zentralstaates auf 4½% des BIP. Um das Ungleichgewicht zu begrenzen, schlug die Regierung mit dem Haushalt 2002 einen konjunkturneutralen Kurs ein. In Ungarn blieb zwar das Haushaltsdefizit unverändert, doch die außerbudgetären Ausgaben nahmen deutlich zu. Eine expansive Fiskalpolitik spielte auch in der Tschechischen Republik eine wichtige Rolle bei der Ankurbelung der Nachfrage. In Russland stieg der Haushaltsüberschuss auf 3% des BIP, und zwar als Folge einer Kombination von Ausgabenzurückhaltung und Steuerreformen, darunter niedrigerer Unternehmenssteuern sowie einer neuen Einheitssteuer auf Rohstoffe.

Krisen in der Türkei und in Argentinien

Krisen in der Türkei und Argentinien hauptsächlich hausgemacht

Sowohl die Türkei als auch Argentinien haben sich in den letzten Jahren international erheblich verschuldet. Zusammengenommen betrug die Auslandsverschuldung beider Länder Ende des vergangenen Jahres \$ 264 Mrd., verglichen mit \$ 193 Mrd. im Jahr 1996. Die Wirtschaftskrisen in diesen beiden Ländern hatten daher das Potenzial, in größerem Ausmaß auf die Finanzierungsverhältnisse in den aufstrebenden Volkswirtschaften durchzuschlagen. Dennoch wurden beide Krisen im Ausland im Wesentlichen als länderspezifische Ereignisse wahrgenommen, und Spillover-Effekte traten insgesamt bisher kaum auf (Kapitel V). Doch angesichts der Verluste, die Banken in ausländischem Besitz erlitten haben, könnte sich die Argentinien-Krise immer noch auf das künftige Investitionsverhalten international tätiger Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften auswirken.

Türkei

Trotz hohen Wachstums zunehmende Probleme in den neunziger Jahren

In den neunziger Jahren zeigte die türkische Wirtschaft ein relativ kräftiges, aber schwankungsanfälliges Wachstum, das von hohen Defiziten der öffentlichen Hand, hoher Inflation und regelmäßig wiederkehrenden Leistungsbilanzkrisen begleitet war. Angesichts der Offenheit der Wirtschaft, eines dynamischen privaten Sektors und einer hohen Sparquote der privaten Haushalte erholte sich die Wirtschaft von diesen Krisen in der Regel recht schnell. Im Laufe der Zeit floss jedoch ausländisches Kapital über das Bankensystem zunehmend an den öffentlichen Sektor, und der von den inländischen Banken gehaltene Anteil der Staatsverschuldung wuchs.

Als sich im Jahr 2000 das Haushalts- und das Leistungsbilanzdefizit stark ausweiteten und die kurzfristige Auslandsverschuldung auf 130% der Devisenreserven emporschoss, wurde die Zinsentwicklung hoch volatil. Auch der Marktwert der Staatsschuldtitel in den Portfolios der Banken begann stark zu schwanken. Da die Eigenkapitalbasis der Banken zu schwach war, um diese Ausschläge aufzufangen, kam die Erwartung auf, dass der Staat den Banken zu Hilfe kommen müsste, und dies verstärkte den Druck auf den Wechselkurs, der in einem System fester Wechselkurse mit gleitender Paritätsanpassung innerhalb eines engen Korridors schwankte. Als im Februar 2001 politische Unstimmigkeiten über Bemühungen zur Korruptionsbekämpfung im Bankensektor das Vertrauen der Anleger erschütterten, mussten die zuständigen Stellen letztlich den Wechselkurs der Lira freigeben. Sie wertete anfänglich gegenüber dem Dollar um 45% ab, was sehr schnell auf die Verbraucherpreise durchschlug.

Bankenkrise löste
Währungskrise aus

Auch die Ankündigung eines weit reichenden Maßnahmenpakets im April 2001 stellte das Anlegervertrauen nicht wieder her, obwohl es Anzeichen dafür gab, dass die Haushalts- und die Währungspolitik im Plan lagen. Anhaltend hohe Inlandszinsen (real bis zu 40%) waren nicht nur ein Symbol für den Vertrauensverlust, sondern auch das größte Hindernis für eine nachhaltige Haushaltspolitik. Das sich verschlechternde weltwirtschaftliche Umfeld kam erschwerend hinzu. Dennoch zeichneten sich auch einige positive Trends ab: Die Exporte erholten sich, und die Leistungsbilanz drehte ins Plus. Großbanken in Staatsbesitz wurden rekapitalisiert und zum Verkauf angeboten, und 13 mittelgroße Banken wurden veräußert bzw. geschlossen.

Vertrauen durch
Stabilisierungs-
programm nicht
wiederhergestellt

Nach den Ereignissen des 11. September geriet die Lira erneut unter Druck, und die Zinsen begannen wieder zu steigen. Da die inländische Verschuldung der Türkei fast zu 80% per Indexierung an die kurzfristigen Zinsen oder den Wechselkurs gebunden ist und im Jahr 2002 höhere Tilgungen öffentlicher Schulden anstanden, kamen ernste Zweifel auf, ob das Verschuldungsniveau noch tragbar war. Die Finanzierungsschwierigkeiten an den internationalen Kapitalmärkten wurden durch ungünstige Aussichten für die Privatisierung und die ausländischen Direktinvestitionen noch verschärft. Trotzdem wurde eine rigorose Haushaltspolitik beibehalten, und die Reformen im öffentlichen Sektor wurden vorangetrieben. Diese Maßnahmen erhöhten die Chancen auf zusätzliche IWF-Mittel und verbesserten die Stimmung an den Märkten. Mitte April 2002 hatte die Lira gegenüber ihrem Tiefpunkt von Mitte Oktober wieder um 30% aufgewertet, und der Zinssatz der inländischen Referenzanleihe war um mehr als 20 Prozentpunkte gefallen. Der Inflationsdruck war weiterhin groß, ließ aber wenigstens nach. Niedrigere Inlandszinsen und die Aufwertung der Währung begannen nun ihrerseits, die Dynamik in der Schuldenentwicklung zum Besseren zu wenden. Die Türkei konnte daher im ersten Quartal 2002 wieder an den internationalen Kapitalmarkt zurückkehren und bei rückläufigen Renditenaufschlägen (zwischen 550 und 700 Basispunkten) für etwa \$ 1½ Mrd. Staatsschuldverschreibungen begeben.

Tragfähigkeit der
Verschuldung nach
dem 11. September
fraglich ...

... doch Stimmung
des Marktes durch
straffere Wirt-
schaftspolitik
gestützt

Trotz dieser positiven Tendenzen entwickelten sich die Industrieproduktion und die Inlandsnachfrage im ersten Quartal 2002 weiterhin schleppend. Auch die Finanzlage im Unternehmensbereich blieb angespannt. Unsicher-

Erholung jedoch
schleppend

heiten hinsichtlich der Rekapitalisierung der privaten Banken, die für eine Wiederaufnahme der Bankkreditvergabe an den privaten Sektor von entscheidender Bedeutung ist, und die rasche reale Aufwertung der Währung gefährdeten die Erholung zusätzlich.

Insgesamt gesehen war die Türkei-Krise eindeutig hausgemacht. Die wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen sowie der bisherige Verlauf der Krise bestätigen einige der Lehren aus der letzten Asien-Krise aufs Neue, nämlich insbesondere, wie wichtig es ist, rasche Entscheidungen zur Sanierung des Bankensektors zu treffen, beherrzte Anpassungen in der Realwirtschaft (zu der in der Türkei auch große staatliche Unternehmen gehörten) vorzunehmen und der Bedienung von Staatsschulden verpflichtet zu bleiben. Gleichzeitig zeigen die Erfahrungen der Türkei, wie schwierig es ist, angesichts eines anfälligen Bankensektors, chronischer Haushaltsdefizite und einer schwachen Weltwirtschaft Vertrauen wiederzugewinnen und das Wachstum neu anzuschieben.

Argentinien

Wettbewerbsfähigkeit durch externe Schocks und starre Löhne gemindert ...

Zu Beginn des Jahres 2001 befand sich Argentinien bereits in einer lang anhaltenden Rezession. Die schwachen Rohstoffpreise Ende der neunziger Jahre und der infolge der Abwertung des brasilianischen Real 1999 und der stetigen Aufwertung des US-Dollars gestiegene reale Wechselkurs der Währung verringerten die Gewinne im Außenhandel und bremsten die Investitionstätigkeit. Da der nominale Wechselkurs fixiert war, konnte der reale Wechselkurs nur über fallende Lohnstückkosten wieder ins Lot gebracht werden, was aber durch einen relativ starren Arbeitsmarkt behindert wurde.

... und Wachstumsankurbelung Anfang 2001 gescheitert

Im April 2001 versuchten die Verantwortlichen, das Wachstum anzukurbeln und gleichzeitig das Haushaltsdefizit zu begrenzen. Maßnahmen zur Erhöhung der Liquidität im Bankensystem sowie Senkungen der Investitionsgüter- und Erhöhungen der Konsumgüterzölle sollten neue Investitionen der Unternehmen anregen. Eine Steuer auf Finanztransaktionen sollte für zusätzliche Haushaltseinnahmen sorgen. Diese Maßnahmen konnten jedoch den wirtschaftlichen Niedergang nicht stoppen. Unklarheiten über die Umsetzung der Wirtschaftspolitik und Konflikte zwischen wichtigen politischen Entscheidungsträgern ließen das Vertrauen der Märkte dramatisch schwinden und trieben die Renditenaufschläge bei Staatsanleihen auf über 1000 Basispunkte. Die Anleger waren besonders skeptisch, was das Ausmaß der Einsparungen im Haushalt betraf, da die Provinzen nicht zu Ausgabenkürzungen verpflichtet worden waren. Außerdem sollte die Lockerung der Mindestreserveanforderungen für Geschäftsbanken (die es den Banken erlaubte, einen kleineren Teil der Reserven im Ausland zu halten und zur Erfüllung der Auflagen auch Staatsanleihen zu verwenden) eigentlich die Liquidität erhöhen, tatsächlich aber untergrub sie die Glaubwürdigkeit des Currency Board und erschwerte die Mittelaufnahme der Banken im Ausland.

Als Liquiditätsprobleme Krise ankündigten ...

Angesichts ihrer eigenen schwierigen Liquiditätssituation tauschten die Währungsbehörden im Juni 2001 etwa \$ 30 Mrd. an fällig werdenden Auslandsschulden in Anleihen mit längeren Laufzeiten um. Dieser Tausch war sehr

kostspielig – einige Papiere rentierten mit nahezu 16% – und vergrößerte damit die zukünftige Schuldenlast erheblich. Daraufhin verkündete die Regierung Ende Juli einen „Null-Defizit“-Plan, der alle staatlichen Ebenen verpflichtete, die Ausgaben für den Rest des Jahres auf die Höhe der tatsächlichen Einnahmen zu begrenzen. Da aber die Wirtschaftstätigkeit und die Steuereinnahmen weiter schrumpften, begannen die privaten Haushalte im Juli und August, ihre Bankguthaben abzuheben. Die Devisenreserven verringerten sich drastisch, und die Märkte gingen zunehmend von weniger kontrollierten Szenarien der Krisenbewältigung aus.

Als die privaten Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften nach den Ereignissen des 11. September nachließen, versuchte die argentinische Regierung, sich durch Umschuldung von rund \$ 41 Mrd. an Verbindlichkeiten gegenüber inländischen Banken, Pensionsfonds und Provinzregierungen Luft zu verschaffen. Aber da die heikle Umschuldung der Auslandsverbindlichkeiten noch bevorstand, die Wirtschaft weiter schrumpfte und die Staatseinnahmen rapide zurückgingen, schnellten die Renditenaufschläge bei Staatsanleihen Ende November auf über 3000 Basispunkte hoch. Angesichts einer immer stärkeren Flucht aus Bankeinlagen sah sich die Regierung gezwungen, Beschränkungen für Abhebungen und Überweisungen ins Ausland zu verfügen. Ende Dezember wurde dann auch die Bedienung der Auslandsschulden ausgesetzt. Anfang Januar 2002 gab die Regierung die Currency-Board-Regelung auf und verkündete zunächst ein duales Wechselkursregime und kurz darauf ein System frei schwankender Wechselkurse. Keinerlei Anstrengungen wurden jedoch unternommen, um die Währung durch die eigene Geldpolitik zu verankern und auf diese Weise sowohl die Inflation als auch die Wechselkursschwankungen einzudämmen. In der Praxis bedeuteten die strengen Kapitalverkehrskontrollen, dass die argentinische Währung so gut wie nicht mehr konvertibel war. Außerdem wurden alle auf Dollar lautenden Einlagen und Verbindlichkeiten im Bankensystem in Pesos umgewandelt, jedoch zu unterschiedlichen Wechselkursen, die nicht den Marktkursen entsprachen.

Diese währungspolitischen Maßnahmen bürdeten den argentinischen Banken und ihren Kunden hohe Kosten auf und trieben das Bankensystem und die Volkswirtschaft insgesamt noch tiefer in die Krise. Seit Ende Dezember haben sich die Renditenaufschläge für argentinische Staatsanleihen bei rund 4000 Basispunkten eingependelt. Als der Wechselkurs des Peso freigegeben wurde, stürzte er um mehr als 70% gegenüber dem Dollar ab. Nach den letzten Prognosen könnte die Inflation 2002 nach drei Jahren Deflation auf über 50% steigen. Das reale BIP sank 2001 um 4½%; aktuelle Prognosen gehen für 2002 von einem Rückgang der Wirtschaftsleistung um 10–15% aus. Zwar verringerte sich das Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr wegen der stark rückläufigen Importe, doch stieg das Haushaltsdefizit trotz Einschnitten bei den Ausgaben an. Der Haushalt 2002 geht – wie im letzten Jahr bereits angekündigt – weiterhin von Lohn- und Rentenkürzungen im öffentlichen Dienst aus und sieht Ausgabensteigerungen nur bei Nothilfemaßnahmen für arme Bevölkerungsschichten vor. Gerechnet wird mit einem Defizit in Höhe von rund 1% des BIP.

... und neue
Gegenmaßnahmen
wieder
fehlschlugen ...

... brach Krise mit
beispielloser Macht
aus

Was ging schief?

Angesichts der positiven wirtschaftlichen Entwicklung des Landes und des hohen Grades an Widerstandsfähigkeit in den Jahren 1991–97 sowie eines stabilen, zumeist in ausländischem Besitz befindlichen Bankensystems kam die argentinische Krise in ihrer Schwere für viele überraschend. Es drängt sich förmlich auf, den Ursachen für diese Situation nachzugehen. Schon seit einiger Zeit waren mehrere grundlegende Schwächen der argentinischen Wirtschaft bestens bekannt.

Eine hoch verschuldete, in sich geschlossene Wirtschaft ...

Erstens ist die argentinische Wirtschaft sehr in sich geschlossen und hoch verschuldet. Die Warenexporte machten im Jahr 2001 gerade einmal 10% des BIP aus, während die Auslandsverschuldung gemessen am BIP insgesamt 55% betrug und die öffentliche Verschuldung im Inland, größtenteils auf US-Dollar lautend, noch einmal 26%. Die Kombination aus hoher Auslandsverschuldung und geringen Exporterlösen führte dazu, dass sich die externen Schuldendienstverpflichtungen 2001 auf 83% der Exportsumme für Güter und Dienstleistungen (einschl. Kapitalerträge) beliefen. Die Auslandsverschuldung insgesamt entsprach etwa 400% der Exportsumme für Güter und Dienstleistungen – ein außergewöhnlich hohes Niveau, das die erhebliche Gefahr einer Krise in der Auslandsfinanzierung offenbarte. Zudem war die kurzfristige Auslandsverschuldung im Verhältnis zu den Devisenreserven sehr hoch; Ende 2000 lag die Quote bei etwa 115%. Diese Schuldenindikatoren waren im Falle Argentiniens noch nie besonders günstig gewesen, hatten sich aber seit Mitte der neunziger Jahre alle drastisch verschlechtert. So stieg die Auslandsverschuldung insgesamt gemessen am BIP von 1996 bis 2001 um 15 Prozentpunkte, der gesamte ausländische Schuldendienst gemessen an den Exporteinnahmen für Güter und Dienstleistungen verdoppelte sich nahezu, und die Verschuldung des Zentralstaates erhöhte sich von 35% im Jahr 1996 auf 53% gemessen am BIP.

... und Währungsinkongruenzen ...

Zweitens hatten der private wie der öffentliche Sektor umfangreiche US-Dollar-Verbindlichkeiten im Inland, jedoch kaum Dollareinnahmen. Diese Währungsinkongruenzen wurden durch Konvertibilitätsvereinbarungen verschleiert, die eine Parität zwischen Peso und Dollar vorspiegelten. Doch in Wahrheit war die argentinische Wirtschaft extrem anfällig gegenüber jeglicher Störung der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland und insbesondere gegenüber einer Abwertung der Währung.

... machten Argentinien extrem abhängig von Auslandskapital

Als die Kapitalströme aus dem Ausland versiegt waren (die privaten Mittelzuflüsse im dritten Quartal und die staatlichen im vierten Quartal 2001), wurden in Erwartung einer starken Abwertung die Aussichten für den staatlichen Schuldendienst sowie die Haushaltslage umgehend neu beurteilt. Dabei wiederum kamen Befürchtungen auf, dass das Land seine öffentlichen Schulden nicht mehr bedienen könnte. Auch die Unternehmensbilanzen erschienen in einem ungünstigeren Licht, und entsprechend wurde mit weiteren Belastungen des Haushalts gerechnet. Die Qualität der Bankaktiva litt ebenfalls, nämlich zum einen durch die verschlechterte Bonität des Privatsektors infolge der sich verschärfenden Rezession und zum anderen aufgrund der Anlagen der Banken in Staatspapieren. Die Zentralbank versuchte, dem Run auf die Banken Einhalt zu gebieten (indem sie den Einlagen verlierenden Banken Liquiditätshilfen anbot und die Mindestreserveanforderungen für die

Einlagen hereinnehmenden, zumeist in ausländischem Besitz befindlichen Banken erhöhte). Ihrem Handlungsspielraum waren jedoch durch das Currency Board klare Grenzen gesetzt.

Nach Ausbruch der Krise erhöhte sich die Unsicherheit noch, als die zuständigen Behörden mehrfach Maßnahmen ankündigten, diese nach wenigen Tagen aber wieder änderten. Angekündigt wurde beispielsweise die Umwandlung von Dollar-Krediten in Peso-Kredite zu einem Wechselkurs von einem Peso je Dollar und von Dollar-Einlagen in Peso-Einlagen zu einem Wechselkurs von 1,4 Pesos je Dollar (der Wechselkurs auf dem freien Markt betrug zu diesem Zeitpunkt etwa 2, im Mai 2002 schon über 3 Pesos je Dollar). Auf die mit diesen asymmetrischen Konvertierungen verbundenen Probleme waren weder die Banken noch ihre Kunden in irgendeiner Weise vorbereitet. Die meisten Privatbanken waren unter dem alten Konvertibilitätssystem rentabel; je nach Kreditwürdigkeit ihrer Schuldner würden einige von ihnen dies nach der Zahlungsunfähigkeit des Staates und der Währungsabwertung vielleicht sogar bleiben. Doch die vorgeschlagenen Eingriffe würden gemeinhin zu Verlusten führen, die das Eigenkapital der Banken aufzehren.

Eingriffe in
Kreditverträge
verschlimmerten
Krise ...

Auch das Einfrieren der Guthaben hatte verheerende Auswirkungen. Als zeitlich begrenzte Maßnahme, um den Run der Einleger auf die Banken zu stoppen, wurden schon in früheren Banken Krisen in Argentinien und anderen Ländern Guthaben eingefroren. In diesem Fall ist die Maßnahme jedoch so umfassend und zeitlich so ausgedehnt – manche Einlagen sollen erst im Januar 2005 wieder zurückgezahlt werden dürfen –, dass der Inlandszahlungsverkehr praktisch zum Erliegen gekommen ist. Da die auf Bargeldbasis funktionierende Schattenwirtschaft in Argentinien einen großen Anteil hat, insbesondere im Dienstleistungsbereich, hat das Einfrieren der Guthaben die Wirtschaftstätigkeit insgesamt schwer beeinträchtigt. Es ist zwar schwierig, die Folgen aus dem Einfrieren der Guthaben isoliert von anderen Aspekten der Bankenkrise zu betrachten, doch hat diese Maßnahme zweifellos mit dazu beigetragen, dass das Vertrauen in das Bankensystem und in die Wirtschaftspolitik als Ganzes allgemein gesunken ist. Längerfristig dürfte dies weitere Kapitalabflüsse zu Banken im Ausland bewirken, Kredite und Bankdienstleistungen verteuern und den Umfang der Finanzintermediation verringern.

... während
Einfrieren der
Guthaben
Wirtschaftsaktivität
beeinträchtigte ...

Erhebliche Schäden richteten auch Änderungen des Insolvenzgesetzes an, durch die die Rechte der Gläubiger erheblich eingeschränkt wurden, ebenso wie die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Gesetz gegen „wirtschaftliche Subversion“, nach dem Verantwortliche in Banken und Unternehmen für Fehlentscheidungen sowie für fahrlässig getroffene Entscheidungen gerichtlich zur Rechenschaft gezogen werden konnten. Die kontroversen Bestimmungen beider Gesetze wurden zwar im Mai 2002 geändert, doch hatte die von ihnen ausgehende Unsicherheit das Vertrauen der Anleger und der Wirtschaft in die Wahrung gesetzlicher Grundrechte bereits stark erschüttert.

... und neue
Gesetze das
Vertrauen weiter
untergruben

Auswirkungen der Argentinien-Krise auf das Geschäft international tätiger Banken

Im vergangenen Jahrzehnt wurde die Beteiligung ausländischer Banken zunehmend als Schlüssel zur Entwicklung leistungsfähiger Bankensysteme in

Durch argentinische Erfahrung könnten international tätige Banken ...

aufstrebenden Volkswirtschaften gesehen. In ausländischem Besitz befindliche Banken wurden wichtige Akteure in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften, und auch in Argentinien entfiel auf sie weit mehr als die Hälfte der Bilanzsumme aller Banken. Teilweise aus diesem Grund, aber auch wegen der strikten Bankenaufsicht, galt das Bankensystem Argentiniens als eines der solidesten in Lateinamerika. Der argentinische Zahlungsausfall, die drastische Abwertung des Peso und Unsicherheiten bezüglich des vertraglichen Status der Bankeinlagen und -kredite sowie der Gläubigerrechte brachten das Bankensystem Argentiniens jedoch rasch an den Rand des Zusammenbruchs. Dies wirft eine Reihe von Fragen hinsichtlich des künftigen Engagements international tätiger Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften auf.

... Gesetzgebung und Rechtsprechung mit mehr Skepsis betrachten ...

Offensichtlich haben sich andere Märkte in Lateinamerika von Argentinien abgekoppelt, und es gab auch keinerlei Zeichen für einen Ansteckungseffekt auf das Einlagengeschäft der Banken in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften. Dies scheint die Auffassung zu bestätigen, dass Argentinien von den Finanzmärkten bisher als Sonderfall betrachtet wird. Dennoch dürften die international tätigen Banken mit der Zeit größere Zurückhaltung bei der Ausweitung ihrer Geschäftstätigkeit auf diejenigen aufstrebenden Volkswirtschaften üben, in denen die Politik, die Gesetzgebung und die Rechtsprechung als unzuverlässig angesehen werden. Ganz allgemein dürften die international tätigen Banken ihre Bedingungen für die Kredite verschärfen, die sie über ihre lokalen Tochtergesellschaften an den öffentlichen Sektor und öffentlich-rechtliche Einrichtungen aufstrebender Volkswirtschaften vergeben.

... ihre Aktivitäten stärker diversifizieren ...

Eine weitere längerfristige Folge aus der Argentinien-Krise könnte sein, dass Banken, die einen großen Teil der Gewinne aus einer bestimmten aufstrebenden Volkswirtschaft (oder Region) beziehen, eine Diversifizierung ihrer Investitionen anstreben werden. Da die Behörden des Gastlandes vielleicht zögern oder aufgrund ihrer Haushaltslage auch außerstande sind, einer großen Tochtergesellschaft einer ausländischen Bank rettend zur Seite zu stehen, könnten sie durchaus die Muttergesellschaft unter Druck setzen, der Tochtergesellschaft neues Kapital zuzuführen. Ausländische Banken mögen von vornherein bestrebt sein, eine dominante Position in einzelnen Ländern zu vermeiden, weil ihre Weigerung, eine Tochtergesellschaft zu rekapitalisieren, als erhebliche Schädigung des betroffenen Gastlandes interpretiert würde.

... und weniger Fremdwährungskredite vergeben

Außerdem könnte die Bereitschaft ausländischer Banken zum Abschluss von Geschäften auf Dollarbasis in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften abnehmen. Seit Mitte der neunziger Jahre haben ausländische Banken in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften Tochtergesellschaften errichtet, u.a. um ihr grenzüberschreitendes Engagement zu reduzieren und um Währungsinkongruenzen aufgrund der Vergabe von Fremdwährungskrediten aus dem Ursprungsland heraus zu verringern. Die Erfahrungen in Argentinien zeigen jedoch, dass die Banken von Abwertungen unter Umständen ebenso hart getroffen werden, wenn die Bankkunden Guthaben in Fremdwährung halten, aber kaum andere Dollareinkünfte haben (beispielsweise Exporterlöse). Ausländische Banken dürften daher die Konditionen für Fremdwährungskredite

vorsichtiger festlegen oder sich vollständig auf das Kreditgeschäft in Landeswährung konzentrieren.

Eine grundsätzlichere Besorgnis für die aufstrebenden Volkswirtschaften besteht darin, dass durch die drohenden hohen Verluste ausländischer Unternehmen, die stark in Argentinien engagiert waren, der Zustrom ausländischer Direktinvestitionen beeinträchtigt werden könnte. Angesichts der schweren Verluste kontinentaleuropäischer Privatanleger, die schätzungsweise \$ 20 Mrd. in argentinischen Staatsanleihen hielten, dürfte es sich zudem für die aufstrebenden Volkswirtschaften künftig als schwieriger erweisen, ihre Emissionen bei Privatanlegern zu platzieren.

Auch andere Kapitalzuflüsse könnten beeinträchtigt werden