

## Die wichtigsten weltwirtschaftlichen Entwicklungen

Die beherrschenden Entwicklungen für die Weltwirtschaft und den IWF waren 1997/98 die asiatische Finanzkrise und ihre Rückwirkungen. Die Krise brach im Juli 1997 in Thailand aus, als die Behörden – nach mehreren Phasen der Devisenmarktspannungen und Reserveverlusten – die Anbindung des Baht an den US-Dollar aufgaben. Der erzwungene Ausstieg aus der Anbindung an den US-Dollar wiederum löste Zweifel an der Durchhaltbarkeit von Wechselkursregelungen andernorts aus. Die Folgewirkungen wurden bald in anderen Ländern der Region spürbar, insbesondere in Indonesien, Malaysia und den Philippinen, und ließen grundlegende strukturelle Schwächen in diesen Volkswirtschaften zu Tage treten. Maßnahmen zur Straffung der Liquiditätsverhältnisse in Indonesien vermochten den wachsenden Druck auf den Devisenmärkten nicht einzudämmen, und die indonesischen Behörden gaben den Rupiah-Kurs Mitte August frei. Die Lage verschlechterte sich in den folgenden beiden Monaten deutlich, und Übertragungswirkungen erfaßten andere Länder. In Hongkong (SVB) führte ein starker Druck auf den Hongkong-Dollar im Oktober zu einem starken Anstieg der Zinssätze, dem ein erheblicher Kursrückgang auf dem Aktienmarkt folgte. In Korea verstärkte sich der Abwertungsdruck auf den Won Ende Oktober nach der Attacke auf den Hongkong-Dollar, und die Aktienkurse fielen stark, da das Vertrauen in die weitere wirtschaftliche Entwicklung gesunken war und sich der Finanzsektor bei der Verlängerung von im Ausland aufgenommenen Krediten zunehmenden Schwierigkeiten gegenüber sah. Nachdem sie zunächst Anstrengungen zur Verteidigung des Won unternommen hatten, erweiterten die koreanischen Behörden Ende November die tägliche Schwankungs-Bandbreite von  $4\frac{1}{2}\%$  auf 20 % und beantragten später Finanzhilfe vom IWF (siehe Kapitel V).

Die sich abspielende Krise, in deren Verlauf die Wechselkurse und Aktienkurse dramatisch fielen (siehe Schaubild 1), war eine der schwersten der Nachkriegszeit. Im Mittelpunkt standen Länder, die lange eine umsichtige Fiskalpolitik betrieben und hohe Sparquoten verzeichnet hatten. Was war falsch gelaufen? Zu den

Kernproblemen rechnete, insbesondere in Thailand, der sich aufbauende inflationäre Druck, der in hohen außenwirtschaftlichen Defiziten und aufgeblähten Immobilien- und Aktienmärkten seinen Niederschlag fand. Dazu gehörte aber auch ein zu langes Festhalten an Festkurssystemen, die als unausgesprochene Wechselkursgarantien angesehen wurden, ebenso wie die Förderung ungedeckter Kreditaufnahmen im Ausland – häufig mit kurzfristigen Fälligkeiten; der Mangel an zeitnahen und relevanten Daten und Informationen, die laxe Durchsetzung von Aufsichtsregeln sowie Schwächen in den institutionellen Strukturen der Aufsicht über die Finanzsysteme. Ferner sind in diesem Zusammenhang die von den Regierungen gelenkten Kreditvergabepraktiken zu nennen, die zu einer starken Verschlechterung der Qualität der Kreditportfolios der Banken führten, was wiederum den Spielraum für Zinserhöhungen schmälerte; und Probleme in den Führungs- und Kontrollsystemen, die, zusammen mit politischen Unsicherheiten, die Vertrauenskrise verschlimmerten. Auch externe Faktoren spielten eine Rolle: Die ausländischen Investoren unterschätzten die Gefahren, die mit ihrer Suche nach höheren Erträgen in einer Zeit verhaltenen Wirtschaftswachstums in Japan und Europa und niedriger internationaler Zinssätze verbunden waren; und die Ansteckungswirkungen der Krise führten zu einer übermäßigen Abwertung der betroffenen Währungen.

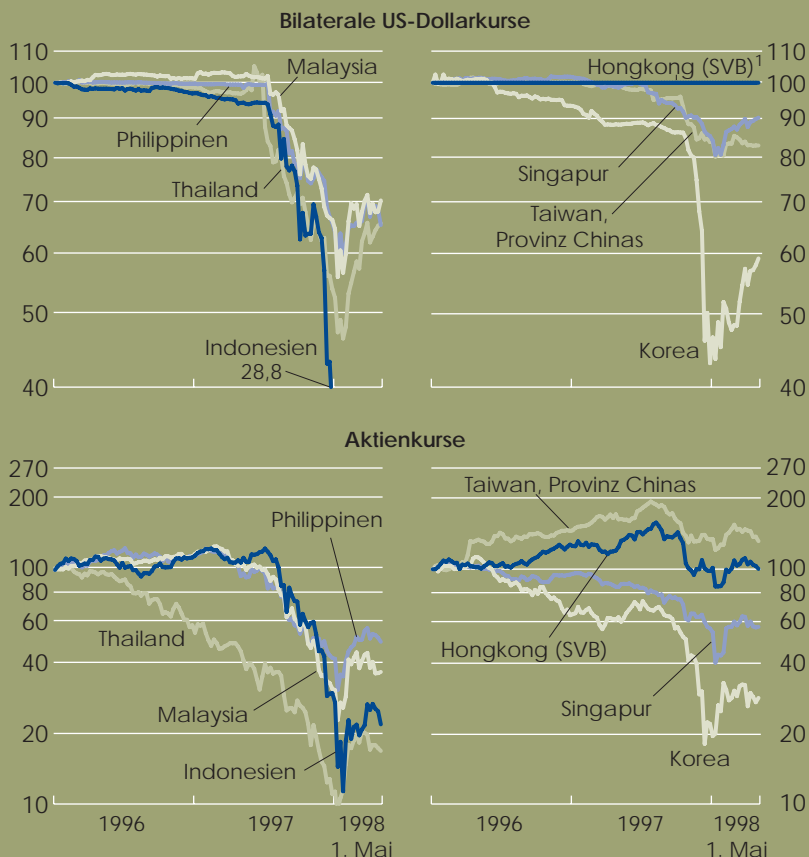
### Weltwirtschaftlicher Überblick

Die Finanzkrise, die Mitte 1997 in Südostasien ausbrach, begann sich rasch auf die Nachfrage und die Aktivität in den betroffenen Ländern auszuwirken. Sie entfaltete gegen Jahresende und Anfang 1998 auch bereits dämpfende Effekte auf das weltwirtschaftliche Wachstum. Im Jahre 1997 insgesamt jedoch ergab sich erneut eine Wachstumsrate der Weltproduktion von etwa 4 % (siehe Schaubild 2), wobei das langsamere Wachstum in Afrika, Asien und dem Nahen Osten durch eine stärkere Expansion in den Industrieländern, den Entwicklungsländern der Westlichen Hemisphäre und den Transformationsländern ausgeglichen wurde

Schaubild 1

## Ausgewählte asiatische Volkswirtschaften: Bilaterale US-Dollar- und Aktienkurse

(US-Dollar je Währungseinheit; logarithmische Skala; 5. Januar 1996 = 100)



(siehe Tabelle 1, Seite 10). Das Wachstum des Welthandelsvolumens stieg 1997 auf 9 1/2 %, was der Zunahme von 1995 entsprach – der höchsten Zuwachsrate seit zwei Jahrzehnten. An dem beschleunigten Wachstum des Welthandels hatten die fortgeschrittenen Länder und die Entwicklungsländer in ähnlichem Umfang Anteil, während sich das Wachstum des Handels der Transformationsländer etwas verlangsamte.

Im Zusammenhang mit der Asienkrise gingen die privaten Nettokapitalströme in die aufstrebenden Marktwirtschaften dramatisch zurück (siehe Tabelle 2). Diese Zuflüsse hatten 1996 einen Rekordbetrag von 240 Mrd US-\$ erreicht, wobei auf Asien mehr als 40 % der Gesamtsumme entfielen. Nach einem weiteren Anstieg in der ersten Hälfte von 1997 gingen die Nettozuflüsse schlagartig zurück, als sich die Krise in Asien

verstärkte; im gesamten Jahr waren sie um 70 Mrd US-\$ niedriger als 1996. Die Nettozuflüsse in die Entwicklungsländer Asiens fielen um mehr als 60 Mrd US-\$ auf etwa 40 Mrd US-\$ – das war der niedrigste Betrag seit 1992. Das Mittelaufkommen der Entwicklungsländer des Nahen Ostens und Europas verzeichnete dagegen eine leichte Abnahme der Kapitalimporte, während der ausländische Kapitalzuström in die Westliche Hemisphäre, nach Afrika und in die Transformationsländer sogar zunahm. Im ersten Quartal 1998 hielten sich die Nettokapitalzuflüsse zu den aufstrebenden Marktwirtschaften in etwa auf dem reduzierten Niveau von Ende 1997.

Der starke Rückgang der privaten Kapitalströme in die aufstrebenden Marktwirtschaften Asiens erforderten – obwohl sie bis zu einem gewissen Grade durch höhere Zugänge an öffentlichen Finanzierungsmitteln kompensiert wurden – erhebliche außenwirtschaftliche Anpassungen von diesen Ländern. Das Leistungsbilanzdefizit der asiatischen Entwicklungsländer zusammengenommen verringerte sich 1997 um fast 30 Mrd US-\$. Und Anfang 1998 verzeichnete jedes der von der Krise am stärksten betroffenen Länder – Indonesien, Korea und Thailand – Leistungsbilanzüberschüsse. Das Hauptgegengewicht zur Abnahme der Defizite in den aufstrebenden Märkten Asiens (siehe Tabelle 3, Seite 12) bildete im Ergebnis für das Gesamtjahr 1997 die Ausweitung

der Leistungsbilanzdefizite in einer Reihe lateinamerikanischer Länder, worin sich eine Erhöhung der ausländischen Direktinvestitionen in der Region widerspiegelte. Gegen Ende 1997 und Anfang 1998 begann sich aber auch in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften – insbesondere in den Vereinigten Staaten – und in den ölexportierenden Ländern eine Verschlechterung der Leistungsbilanzen abzuzeichnen.

Die Inflation der Verbraucherpreise nahm 1997 in jeder der Hauptländergruppen weiter ab (siehe Schaubild 2). Der Rückgang war mit bedingt durch die Schwäche der Rohstoffpreise und der Ölpreise. Anfang 1998 gingen die Ölpreise weiter zurück; tatsächlich waren sie in SZR umgerechnet im April 1998 um etwa 31 % niedriger als ein Jahr zuvor, während die Preise von Nicht-Öl-Rohstoffen im selben Zeitraum um 20 %

gefallen sind. Bis zu einem gewissen Grade spiegelte sich in diesen Rückgängen die gesunkene Nachfrage nach Rohstoffen in den Ländern wider, die in die asiatische Krise verwickelt waren; die starke Abwertung der Währungen dieser Länder dürfte ebenfalls zu Rückgängen der Fremdwährungspreise ihrer Rohstoffexporte geführt haben.

Die Umlenkung von Finanzströmen in die entwickelten Märkte nach Beginn der Krise trug, zusammen mit den Aussichten auf eine geringere Inflation, gegen Ende 1997 und Anfang 1998 zu einem erheblichen Rückgang der mittel- und langfristigen Zinssätze in den Industrieländern bei – in einigen Fällen fielen sie bis auf ihren tiefsten Stand in den letzten 50 Jahren. Die Auflockerung der Lage an den Finanzmärkten trug wiederum insbesondere in Nordamerika und Westeuropa zu weiteren Kursgewinnen an den Aktienmärkten bei, die viele Indizes bis auf neue Höchststände trieb. Diese Entwicklungen halfen, das Wachstum der Inlandsnachfrage in den Industrieländern in einer Zeit zu stützen, in der die asiatische Krise begann, die Nettoexporte negativ zu beeinflussen.

An den Devisenmärkten geriet der Yen 1997/98, nach einer deutlichen Befestigung zu Beginn der Periode, im weiteren Verlauf unter starken Verkaufsdruck, der über den größten Teil der Zeit andauerte und die Besorgnisse der Märkte über den weiteren Fortgang des wirtschaftlichen Aufschwungs in Japan widerspiegelte. Nach einem Rückgang auf 127 Yen pro Dollar Ende April 1997 erholte sich der Yen im Mai und Anfang Juni stark und erreichte ein Hoch von 110 Yen. Als der Aufschwung zur Jahresmitte an Kraft verlor und sich Besorgnisse über den inländischen Finanzsektor verbreiteten, schwächte sich der Yen später wieder ab; bis Ende April 1998 hatte er sich auf 132 Yen pro Dollar abgewertet. Die nominale effektive Abwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar war moderat, wenngleich sie 1997 und Anfang 1998 weiter an Wert verlor. Das Pfund Sterling stieg 1997 und Anfang 1998 kräftig an, hauptsächlich aufgrund kurzfristiger konjunktureller Faktoren.

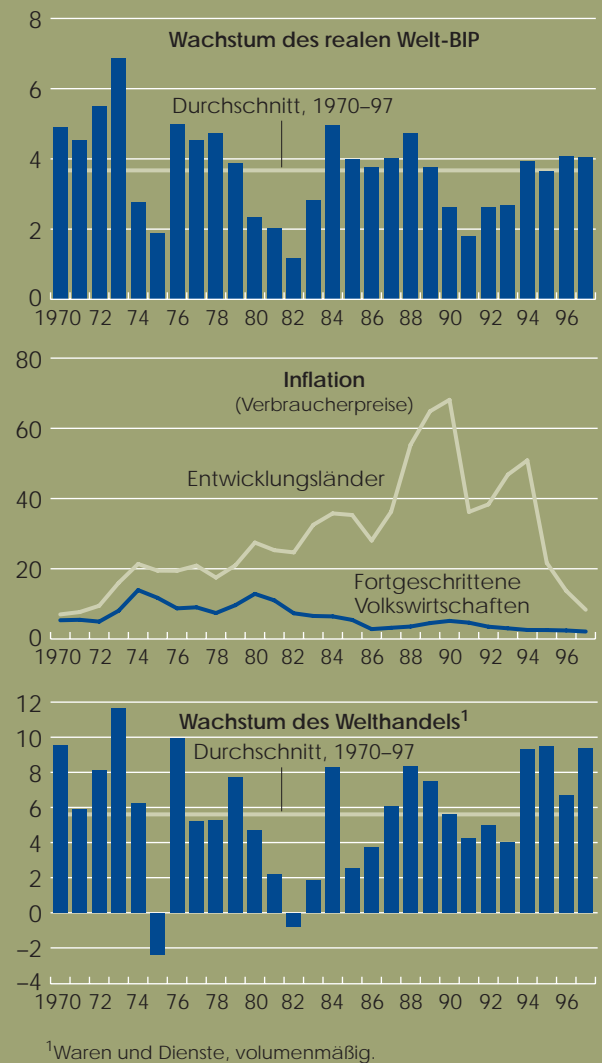
### Fortgeschrittene Volkswirtschaften

Das konjunkturelle Gefälle zwischen den fortgeschrittenen Volkswirtschaften blieb 1997 beträchtlich. Die wirtschaftliche Aktivität war in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich lebhaft, wobei sich beide Volkswirtschaften nahe der Kapazitätsgrenze bewegten und die Arbeitslosenquoten den niedrigsten Stand seit vielen Jahren erreichten. Die wichtigsten Volkswirtschaften Kontinentaleuropas verzeichneten in der zweiten Hälfte von 1997 und Anfang 1998 eine Zunahme ihres Wachstums, aber in den meisten dieser Länder verblieben nennenswerte ungenützte Expansionspielräume. Die japanische Wirtschaft geriet nach dem ersten Quartal 1997 zunächst ins Stocken und glitt dann im vierten Quartal des Jahres in eine Rezession; die Produktion schrumpfte im ersten Quartal

Schaubild 2

### Weltindikatoren

(jährliche prozentuale Veränderung)



1998 mit einer Jahresrate von 5,3 %. Die Auswirkungen der Asienkrise auf die fortgeschrittenen Volkswirtschaften waren unterschiedlich und hingen von zwei Hauptfaktoren ab. Der erste war die Bedeutung der jeweiligen Handels- und Finanzbeziehungen zu den Krisenländern; diese Beziehungen sind im allgemeinen am engsten in der asiatisch-pazifischen Region.<sup>3</sup> Der zweite war die Ausgangsposition der Wirtschaft. Die

<sup>3</sup>Zum Beispiel machte der Handel mit den neuerlich industrialisierten Ländern und den Entwicklungsländern Asiens 1996 5 % des BIP in Japan aus, verglichen mit 1½ % bis 3 % in den wichtigsten Industrieländern Europas und Nordamerikas.

Tabelle 1

**Weltwirtschaftlicher Überblick**

(jährliche Veränderung in Prozent, soweit nicht anders vermerkt)

	1994	1995	1996	1997
<b>Weltwirtschaftliche Gesamtproduktion</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,1</b>
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	3,1	2,5	2,7	3,0
Wichtige Industrieländer	2,8	2,0	2,5	2,8
Vereinigte Staaten	3,5	2,0	2,8	3,8
Japan	0,6	1,5	3,9	0,9
Deutschland	2,7	1,8	1,4	2,2
Frankreich	2,8	2,1	1,5	2,4
Italien	2,2	2,9	0,7	1,5
Vereinigtes Königreich	4,3	2,7	2,2	3,3
Kanada	3,9	2,2	1,2	3,8
Sonstige fortgeschrittene Volkswirtschaften	4,5	4,3	3,8	4,0
<i>Nachrichtlich</i>				
Industrieländer	2,9	2,1	2,5	2,9
Europäische Union	2,9	2,5	1,7	2,6
Neuerlich industrialisierte asiatische Volkswirtschaften	7,6	7,3	6,4	6,1
Entwicklungsländer	6,8	6,0	6,6	5,8
Afrika	2,5	3,0	5,5	3,2
Asien	9,6	9,0	8,3	6,7
ASEAN-4 <sup>1</sup>	7,7	8,1	7,1	3,9
Nahe Osten und Europa	0,7	3,6	4,9	4,4
Westliche Hemisphäre	5,1	1,2	3,5	5,0
Transformationsländer	-7,6	-1,3	-0,1	1,7
Mittel- und Osteuropa	-3,0	1,4	1,5	2,7
ohne Belarus und Ukraine	3,0	5,3	3,6	3,1
Rußland	-12,6	-4,0	-2,8	0,4
Transkaukasus und Zentralasien	-10,2	-4,3	1,5	2,2
<b>Welthandelsvolumen (Waren und Dienste)</b>	<b>9,3</b>	<b>9,5</b>	<b>6,6</b>	<b>9,4</b>
Einfuhren				
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	9,7	8,9	6,4	8,6
Entwicklungsländer	7,1	11,9	9,3	12,1
Transformationsländer	7,8	18,3	7,6	5,4
Ausfuhren				
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	8,8	8,8	5,9	9,8
Entwicklungsländer	13,2	10,6	8,7	10,8
Transformationsländer	8,3	12,3	4,9	3,5
<b>Rohstoffpreise</b>				
Öl <sup>2</sup>				
in SZR	-7,8	1,9	24,3	-0,9
in US-Dollar	-5,5	8,0	18,9	-6,0
Rohstoffe (ohne Brennstoffe) <sup>3</sup>				
in SZR	10,8	2,1	3,1	1,6
in US-Dollar	13,6	8,2	-1,3	-3,7
<b>Verbraucherpreise</b>				
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	2,6	2,5	2,4	2,1
Entwicklungsländer	50,7	21,7	13,7	8,5
Transformationsländer	268,4	124,1	41,4	27,8
<b>LIBOR-Satz für Sechsmontatsgeld (Prozent)<sup>4</sup></b>				
US-Dollar-Einlagen	5,1	6,1	5,6	5,9
Yen-Einlagen	2,4	1,3	0,7	0,7
DM-Einlagen	5,3	4,6	3,3	3,4

<sup>1</sup>Indonesien, Malaysia, die Philippinen und Thailand.<sup>2</sup>Der einfache Durchschnitt der Kassanotierungen für Brent-Öl aus Großbritannien, Dubai-Öl und Rohöl aus West-Texas. Der durchschnittliche Ölpreis in US-Dollar pro Barrel betrug 1997 19,18 \$; der angenommene Preis für 1998 beträgt 14,59 \$ und für 1999 15,94 \$.<sup>3</sup>Durchschnitt, auf Basis der Gewichtung der Weltausfuhren dieser Rohstoffe.<sup>4</sup>Londoner Interbanken-Angebotssatz.

dämpfenden Folgen der Krise hatten eine relativ starke negative Wirkung auf Japan, wo Aktivität und Vertrauen bereits schwach waren; andererseits halfen diese Effekte sehr wahrscheinlich, den inflationären Druck in Ländern einzudämmen, die mit dem Risiko der Überhitzung konfrontiert waren.

Nach einer Beschleunigung des Wachstums im Jahre 1996, die auf vier relativ schwache Aufschwungsjahre folgte, schien sich Anfang 1997 in Japan das Wachstum mehr und mehr selbst zu tragen. Im zweiten Quartal ging die Aktivität jedoch stark zurück und erholte sich nur geringfügig im restlichen Jahr. Der Wachstumsverlust vor der Jahresmitte war primär auf inländische Faktoren zurückzuführen – einschließlich der Erhöhung der Verbrauchssteuer im April 1997, der Kürzungen der öffentlichen Ausgaben und der Schwäche des Finanzsektors. In der zweiten Hälfte des Jahres trugen Besorgnisse über die Asienkrise und über den inländischen Finanzsektor, zusammen mit einem erneuten Rückgang der Aktienkurse, zu anhaltender Schwäche der Inlandsnachfrage bei. Im gesamten Jahr wuchs das BIP um  $\frac{3}{4}$  %. Die japanischen Behörden reagierten im April 1998 auf diese Entwicklungen mit der Ankündigung eines großen fiskalischen Stimulierungspakets und mit Maßnahmen zur Bewältigung der Bankenprobleme, einschließlich der Bereitstellung öffentlicher Gelder zur Stärkung der Einlagenversicherung und der Eigenkapitalausstattung der Banken. Dennoch blieben Unsicherheiten darüber bestehen, wie die Maßnahmen im Bankensystem umgesetzt würden. Im Juli 1998 kündigten die japanischen Behörden im Rahmen eines Gesamtplans für die finanzielle Belebung (Comprehensive Plan for Financial Revitalization) eine Reihe weiterer Initiativen an, die den Bankensektor betrafen. Dazu gehörte eine „Überbrückungs-Bank“-Fazilität, die darauf zielt, die Auflösung bankrotter Institute zu erleichtern, sowie Maßnahmen zur Stär-

Tabelle 2

**Nettokapitalströme nach Entwicklungsländern, Transformationsländern und neuerlich industrialisierten Volkswirtschaften<sup>1</sup>***(Milliarden US-Dollar)*

	1984–89 <sup>2</sup>	1990–96 <sup>2</sup>	1994	1995	1996	1997
<b>Gesamtsumme</b>						
Private Nettokapitalströme <sup>3</sup>	15,2	148,1	160,5	192,0	240,8	173,7
Nettodirektinvestitionen	12,9	63,1	84,3	96,0	114,9	138,2
Nettoportfolioinvestitionen	4,7	54,1	87,8	23,5	49,7	42,9
Sonstige Nettoinvestitionen	-2,5	30,9	-11,7	72,5	76,2	-7,3
Öffentliche Nettokapitalströme	23,9	15,3	-2,5	34,9	-9,7	27,3
Veränderung der Währungsreserven <sup>4</sup>	-13,8	-81,2	-77,2	-120,5	-115,9	-54,7
<b>Entwicklungsländer</b>						
Private Nettokapitalströme <sup>3</sup>	18,2	131,2	136,6	156,1	207,9	154,7
Nettodirektinvestitionen	12,1	56,8	75,4	84,3	105,0	119,4
Nettoportfolioinvestitionen	4,2	49,3	85,0	20,6	42,9	40,6
Sonstige Nettoinvestitionen	1,9	25,1	-23,8	51,2	60,0	-5,3
Öffentliche Nettokapitalströme	25,8	15,6	9,1	27,4	-3,4	15,8
Veränderungen der Währungsreserven <sup>4</sup>	5,8	-55,7	-42,4	-65,6	-103,4	-55,2
<b>Afrika</b>						
Private Nettokapitalströme <sup>3</sup>	3,6	4,4	10,6	13,8	4,5	8,9
Nettodirektinvestitionen	1,1	2,9	3,6	4,2	5,3	7,7
Nettoportfolioinvestitionen	-0,8	-0,2	0,5	1,4	-0,3	2,6
Sonstige Nettoinvestitionen	3,3	1,6	6,5	8,1	-0,6	-1,3
Öffentliche Nettokapitalströme	5,1	7,1	8,1	5,2	6,5	6,7
Veränderungen der Währungsreserven <sup>4</sup>	0,2	-1,9	-4,4	-1,4	-6,4	-11,3
<b>Asien</b>						
Private Nettokapitalströme <sup>3</sup>	13,0	55,9	63,1	91,8	102,2	38,5
Nettodirektinvestitionen	4,5	32,2	43,4	49,7	58,5	55,4
Nettoportfolioinvestitionen	1,5	6,8	11,3	10,8	10,2	-2,2
Sonstige Nettoinvestitionen	7,0	16,9	8,3	31,3	33,5	-14,7
Öffentliche Nettokapitalströme	7,7	8,4	6,2	5,1	9,3	17,7
Veränderungen der Währungsreserven <sup>4</sup>	-2,1	-29,0	-39,7	-29,0	-48,9	-17,2
<b>Naher Osten und Europa</b>						
Private Nettokapitalströme <sup>3</sup>	1,7	25,2	15,5	14,8	20,7	16,1
Nettodirektinvestitionen	1,1	3,0	4,2	5,1	4,3	5,1
Nettoportfolioinvestitionen	4,4	12,8	12,5	8,4	7,9	6,8
Sonstige Nettoinvestitionen	-3,8	9,4	-1,2	1,3	8,6	4,2
Öffentliche Nettokapitalströme	4,8	-1,8	-1,2	-4,8	-5,8	-1,3
Veränderungen der Währungsreserven <sup>4</sup>	7,2	-6,4	-3,1	-9,4	-21,2	-14,3
<b>Westliche Hemisphäre</b>						
Private Nettokapitalströme <sup>3</sup>	-0,2	45,7	47,4	35,7	80,5	91,1
Nettodirektinvestitionen	5,3	18,7	24,3	25,3	36,9	51,2
Nettoportfolioinvestitionen	-0,9	29,9	60,6	-0,1	25,2	33,5
Sonstige Nettoinvestitionen	-4,6	-2,8	-37,5	10,5	18,5	6,5
Öffentliche Nettokapitalströme	8,2	1,8	-4,0	22,0	-13,4	-7,3
Veränderungen der Währungsreserven <sup>4</sup>	0,5	-18,4	4,7	-25,9	-27,0	-12,3
<b>Transformationsländer</b>						
Private Nettokapitalströme <sup>3</sup>	-1,0	12,8	18,4	29,8	21,3	34,5
Nettodirektinvestitionen	-0,2	6,3	5,4	13,2	13,1	18,2
Nettoportfolioinvestitionen	—	2,0	4,1	2,9	2,2	7,3
Sonstige Nettoinvestitionen	-0,8	4,6	8,9	13,6	5,9	9,0
Öffentliche Nettokapitalströme	0,2	0,5	-11,0	8,4	-5,5	0,8
Veränderungen der Währungsreserven <sup>4</sup>	-3,6	-7,8	-8,5	-35,9	0,4	-6,2
<b>Neuerlich industrialisierte Volkswirtschaften<sup>5</sup></b>						
Private Nettokapitalströme <sup>3</sup>	-2,0	4,1	5,5	6,1	11,7	-15,4
Nettodirektinvestitionen	1,0	0,1	3,5	-1,5	-3,2	0,6
Nettoportfolioinvestitionen	0,5	2,8	-1,2	0,0	4,6	-5,0
Sonstige Nettoinvestitionen	-3,6	1,2	3,2	7,6	10,3	-11,1
Öffentliche Nettokapitalströme	-2,0	-0,8	-0,6	-0,9	-0,8	10,7
Veränderungen der Währungsreserven <sup>4</sup>	-16,0	-17,7	-26,3	-19,0	-12,9	6,7

<sup>1</sup>Nettokapitalströme umfassen Nettodirektinvestitionen, Nettoportfolioinvestitionen und sonstige lang- und kurzfristige Nettoinvestitionsströme inklusive öffentlicher und privater Kreditaufnahme.

<sup>2</sup>Jahresdurchschnitte.

<sup>3</sup>Aufgrund nur begrenzt vorliegender Daten enthält „Sonstige Nettoinvestitionen“ möglicherweise einige öffentliche Kapitalströme.

<sup>4</sup>Ein Minuszeichen bedeutet eine Zunahme.

<sup>5</sup>Hongkong (SVB), Korea, Singapur, Taiwan (Provinz Chinas) und Israel.

Tabelle 3

**Ausgewählte Volkswirtschaften:  
Entwicklung der Leistungsbilanzsalden***(Prozent des BIP)*

	1995	1996	1997
<b>Fortgeschrittene Volkswirtschaften</b>			
<i>Wichtige Industrieländer</i>			
Vereinigte Staaten	-1,8	-1,9	-2,1
Japan	2,2	1,4	2,2
Deutschland	-1,0	-0,6	-0,3
Frankreich	0,7	1,3	2,7
Italien	2,3	3,2	2,9
Vereinigtes Königreich	-0,5	-0,1	0,3
Kanada	-1,0	0,4	-2,0
<i>Sonstige fortgeschrittene Volkswirtschaften</i>			
Australien	-5,6	-4,0	-3,4
Finnland	4,1	3,8	5,3
Griechenland	-2,1	-2,6	-2,9
Hongkong, SVB <sup>1</sup>	-3,9	-1,3	-1,5
Irland	2,8	2,0	1,8
Israel	-5,6	-5,6	-3,4
Korea	-2,0	-4,9	-2,0
Neuseeland	-3,7	-4,0	-7,0
Norwegen	3,3	7,1	5,5
Österreich	-2,0	-1,8	-1,8
Schweden	2,1	2,5	3,1
Schweiz	6,9	7,3	8,3
Singapur	16,8	15,7	15,2
Spanien	0,2	0,3	0,5
Taiwan, Provinz Chinas	2,1	4,0	2,6
<i>Nachrichtlich</i>			
Europäische Union	0,6	1,1	1,4
<b>Entwicklungsländer</b>			
Ägypten	2,3	-0,3	0,3
Algerien	-5,3	2,7	6,7
Argentinien	-1,5	-1,9	-3,8
Brasilien	-2,5	-3,1	-4,1
Chile	-2,1	-5,4	-5,3
China	0,2	0,9	2,4
Côte d'Ivoire	-6,0	-4,8	-4,5
Indien	-1,6	-1,2	-1,5
Indonesien	-3,3	-3,3	-2,6
Kamerun	-0,4	-2,4	-1,3
Malaysia	-10,0	-4,9	-4,8
Mexiko	-0,5	-0,6	-1,8
Nigeria	-3,7	2,4	0,4
Pakistan	-3,4	-6,5	-6,0
Philippinen	-4,4	-4,7	-5,2
Saudi-Arabien	-4,2	0,2	0,2
Südafrika	-2,0	-1,3	-1,5
Thailand	-8,0	-7,9	-2,0
Türkei	-0,6	-1,5	-1,7
Uganda	-2,5	-1,8	-0,9
<b>Transformationsländer</b>			
Polen <sup>2</sup>	3,3	-1,0	-3,2
Rußland	1,3	0,5	-0,3
Tschechische Republik	-2,7	-7,6	-6,3
Ungarn	-5,7	-3,8	-2,2

<sup>1</sup>Enthält nur Waren und Nichtfaktordienstleistungen.<sup>2</sup>Angaben beruhen auf Zahlen der Leistungsbilanz inklusive eines Überschusses aus nicht festgehaltenen Handelstätigkeiten, nach Schätzungen des IWF.

kung der Bankenaufsicht und zur Erhöhung der Transparenz.

In den anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften der asiatisch-pazifischen Region war die Konjunkturlage während des Ausbruchs der Asienkrise im allgemeinen besser als in Japan. In Australien belebte sich das Wachstum während des Jahres 1997 vor dem Hintergrund einer gedämpften Inflation, eines nahezu ausgeglichenen Haushalts und eines verminderten Leistungsbilanzdefizits. Mitbedingt durch die Asienkrise wertete sich jedoch der australische Dollar gegen Ende des Jahres erheblich gegenüber den Währungen anderer Industrieländer ab. Im Gegensatz dazu verschlechterte sich in Hongkong (SVB) die Wettbewerbsfähigkeit des Landes aufgrund der Abwertungen anderer Währungen der Region, und die Zinssätze stiegen angesichts des zeitweiligen Drucks auf die Währung vorübergehend auf relativ hohe Stände. Zusammen mit den Wirkungen der Krise in der Region auf den Handel und die allgemeine Vertrauenslage half dies, den Überhitzungsdruck rasch zu dämpfen, der Anfang 1997 entstanden war und Anfang 1998 zu einem scharfen Wachstumseinbruch führte. Wie in Hongkong (SVB) half in Singapur und Taiwan (Provinz Chinas) ein starker Finanzsektor, die Ansteckungswirkungen der regionalen Krise zu begrenzen, wenngleich in beiden Fällen eine erhebliche Abwertung der Währung und ein deutlicher Anstieg der inländischen Zinssätze zu verzeichnen war.

Die fortgeschrittenen Volkswirtschaften Nordamerikas und Europas waren von der Asienkrise weniger stark betroffen. In den USA war die wirtschaftliche Entwicklung 1997 mit einer Zunahme des BIP um 3<sup>3</sup>/<sub>4</sub>% außerordentlich lebhaft; das war das stärkste Wachstum seit neun Jahren. Außerdem war die Inflation, gemessen am BIP-Deflator, die niedrigste seit 32 Jahren; die Arbeitslosigkeit fiel auf das niedrigste Niveau seit 24 Jahren, und der Bundeshaushalt war – zum ersten Mal seit den frühen siebziger Jahren – praktisch ausgeglichen. Die Stärke der US-Wirtschaft bildete angesichts der Asienkrise eine wesentliche Stütze für das weltwirtschaftliche Wachstum. Die Abschwächung der Auslandsnachfrage, die mit der Asienkrise verbunden war, und die Stärke des US-Dollar milderten den potentiellen Inflationsdruck in der US-Wirtschaft und verschoben die Argumente gegen eine Straffung der Geldpolitik Ende 1997 und Anfang 1998. Auch Kanada verzeichnete 1997 ein starkes Wachstum; aber bei immer noch bedeutender Unter- auslastung der Kapazitäten ging die Inflation weiter zurück. Eine erhebliche Ausweitung des Leistungsbilanzdefizits, die zum Teil auf die Schwäche an den Weltrohstoffmärkten zurückzuführen war, trug zu dem Abwertungsdruck auf den kanadischen Dollar bei. Die offiziellen Zinssätze wurden gegen Ende 1997 und im Januar 1998 erhöht, hauptsächlich um die monetären Folgen der Währungsabwertung auszugleichen.

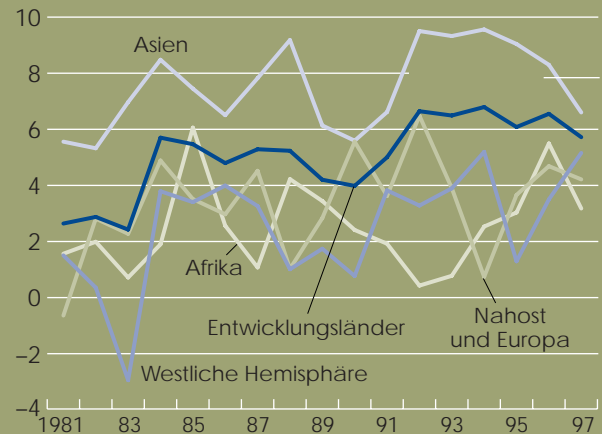
Die Konjunkturlage der europäischen Länder zeigte auch 1997 und Anfang 1998 merklich Divergenzen. Im Vereinigten Königreich wuchs die Produktion 1997 um  $3\frac{1}{4}\%$ , und die Arbeitslosigkeit sank bis zum Jahresende auf 5 %, ein 17-Jahres-Tief. In Deutschland, Frankreich und Italien nahm das Wachstum 1997 moderat zu, nachdem es in den beiden Vorjahren ins Stocken geraten war. Die Arbeitslosenquoten blieben in allen drei Ländern hoch, sanken aber seit Mitte 1997 in Frankreich und Anfang 1998 in Deutschland etwas. In Deutschland wurde das Wachstum hauptsächlich von einem anhaltenden Auftrieb der Exporte getragen. Aber auch die Anlage- und Ausrüstungsinvestitionen und später die Nachfrage nach Konsumgütern nahmen zu. Der Aufschwung in Frankreich, der sich ebenfalls stark auf die Exporte stützte, wurde besser ausgewogen, nachdem in der zweiten Hälfte von 1997 auch die Inlandsnachfrage anstieg. Trotz einer großen fiskalischen Korrektur befestigte sich während des Jahres 1997 auch das Wachstum in Italien. Der Aufschwung wurde getragen von einer Erholung des privaten Konsums, einer Stärkung des Exportwachstums und einer Wiederaufstockung der Lagerbestände. Die Inflation war 1997 in Deutschland, Frankreich und Italien geringer als 2 %.

Anderorts in Kontinentaleuropa war 1997 in Dänemark, Finnland, Irland, Luxemburg, den Niederlanden, Norwegen, Portugal und Spanien weiterhin ein starkes Wirtschaftswachstum zu verzeichnen; und nach Phasen der Schwäche setzte in Österreich, Belgien und Schweden eine durchgreifende Erholung ein. In einigen dieser Fälle wurde das Wachstum von bedeutenden Strukturreformen gestützt, die in früheren Jahren beschlossen worden waren, insbesondere zur Förderung einer größeren Flexibilität auf den Arbeitsmärkten. In der Schweiz setzte das gedämpfte Wachstum eine Periode der Stagnation fort, die über einen Zeitraum von fast fünf Jahren angedauert hat; die Wirtschaftsaktivität belebte sich jedoch im ersten Quartal von 1998. Die Inflation blieb in diesen Ländern durchweg recht niedrig.

Im März 1998 entschied die Europäische Kommission, daß sich 11 der 15 EU-Mitgliedsstaaten qualifiziert hätten, an der Europäischen Währungsunion (EWU) ab 1999 teilzunehmen. Die Kommission stütze ihre Empfehlung, der auch der Konvergenzbericht des Europäischen Währungsinstituts (European Monetary Institute) zugrunde lag, auf ihre Einschätzung, daß die Länder die im Maastrichter Vertrag festgelegten Konvergenzkriterien für die Inflation, die öffentlichen Finanzen, die Zinssätze und die Wechselkurse 1997 erfüllt hätten. Von den vier anderen EU-Ländern hatten Dänemark, Schweden und das Vereinigte Königreich erklärt, daß sie nicht wünschten, an der EWU sofort teilzunehmen; die griechische Regierung strebe danach, der EWU im Jahr 2001 beizutreten. Im März 1998 trat die Drachme dem Wechselkursmechanismus

Schaubild 3

### Entwicklungsländer: Wachstum des realen BIP (jährliche prozentuale Veränderung)



(WKM) der EU bei, und zwar mit einer angekündigten zentralen Parität gegenüber der Europäischen Währungseinheit (ECU), die eine Abwertung von  $12\frac{1}{2}\%$  beinhaltete. Gleichzeitig wurde das irische Pfund in bezug auf seine zentrale Parität um 3 % aufgewertet.

### Entwicklungsländer

Eine Reihe von Entwicklungsländern war während des Jahres 1997 von den Ansteckungswirkungen der Asienkrise auf ihre Finanzmärkte betroffen, und viele andere begannen um die Jahreswende andere wirtschaftliche Auswirkungen der Krise zu spüren, einschließlich der allgemein höheren Risikoprämien auf Auslandskredite. Diese Einflüsse verschärften eine Anzahl anderer Probleme, die das Wachstum begrenzten, wie etwa der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit, die niedrigeren Rohstoffpreise sowie interne und externe Ungleichgewichte. In der Gruppe der Entwicklungsländer verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum 1997 auf  $5\frac{3}{4}\%$ , gegenüber etwa  $6\frac{1}{2}\%$  1996. Die Abschwächung war in Asien erheblich, aber am deutlichsten in Afrika (siehe Schaubild 3). Demgegenüber war das Wirtschaftswachstum in den Entwicklungsländern der Westlichen Hemisphäre 1997 sogar stärker als in den beiden Vorjahren; es verlangsamte sich aber im ersten Quartal 1998. Das gemäßigte Wachstum war die Folge von Übertragungswirkungen der Asienkrise und wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die ergriffen wurden, um die Anfälligkeit gegenüber nachteiligen Stimmungsveränderungen auf seiten der Investoren und gegenüber den sich ausweitenden Leistungsbilanzdefiziten zu verringern.

Was den asiatischen Raum anbelangt, so blieben die Finanzmärkte in China relativ immun gegenüber den Ansteckungsgefahren der Krise. Dazu haben die angemessene makroökonomische Politik, die das Land seit 1993 verfolgt hat, ebenso beigetragen wie die hohen Devisenreserven und die Tatsache, daß seine Kapitalzuflüsse hauptsächlich aus Direktinvestitionen bestehen und daher nur begrenzte Ansatzmöglichkeiten für die finanzielle Spekulation bieten. Während sich Chinas realer Wechselkurs infolge der Abwertung der Währungen seiner asiatischen Handelspartner etwas aufwertete, blieb seine Außenhandelsposition stark und die Leistungsbilanz weiterhin im Überschuß. Die Behörden sahen sich weiterhin darauf verpflichtet, den Renminbi nicht abzuwerten – eine Politik, die wesentlich für die Wiederherstellung der Stabilität in der Region ist. Überdies blieb die Inflation nach dem starken Rückgang 1997 niedrig. In Indien sank das Wachstum der Produktion 1997 auf etwa 6 %, nach etwa 7 1/2 % 1996. Die Rupie schwächte sich Ende 1997 gegenüber dem Dollar ab, was zum Teil auf die Ansteckungswirkungen der Krise in der Region zurückging, aber ihr realer multilateraler Außenwert änderte sich kaum. In Pakistan beschloß die Regierung ein Programm zur Stärkung der makroökonomischen Politik und führte Strukturreformen durch, nachdem sich die gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte ausweiteten und Ende 1996 und Anfang 1997 eine Devisenkrise drohte.

In Lateinamerika sank 1997 die Verbraucherpreis-inflation in Brasilien auf 4 1/4 %, während das Wachstum der Produktion mit 3 % in etwa so hoch wie im Vorjahr blieb. Als Reaktion auf die Übertragungswirkungen aus Asien strafften die Behörden im Oktober und November 1997 die Geld- und Fiskalpolitik beträchtlich und stellten so das Vertrauen wieder her und beendeten den Abfluß von Devisenreserven. In Argentinien wuchs die Produktion mit einer robusten Rate von 8 1/2 %, während die Preise weitgehend stabil blieben. Wie in Brasilien traten im Oktober Spannungen an den Finanzmärkten auf, die mit einer beträchtlichen Korrektur am Aktienmarkt und zunehmenden Zinsaufschlägen auf Staatsschulden einhergingen. In Mexiko führte die asiatische Krise zu einem deutlichen Anstieg der Volatilität auf dem Devisenmarkt und bei den Zinssätzen. Eine erhebliche zeitweilige Erhöhung der Zinssätze half, den Wechselkurs zu stabilisieren, aber im Februar 1998 fiel der Peso gegenüber dem Dollar. In Chile geriet der Peso im Dezember unter Druck, stabilisierte sich aber bis Ende Januar, nach begrenzten Devisenmarktinterventionen und einer deutlichen Erhöhung der Zinssätze.

In der Region des Nahen Ostens und Europas waren die direkten Wirkungen der asiatischen Krise begrenzt – mit zeitweiligen Rückgängen der Aktienkurse in einigen Ländern und einer Ausweitung der Zinsspreads auf international gehandelten Schulden. In

der Islamischen Republik Iran verlangsamte sich das Wachstum des realen BIP 1997 auf 3 1/4 % (nach 4 3/4 % 1996); ursächlich dafür waren stagnierende Nicht-Ölexporte, Kürzungen der Investitionsausgaben der Regierung im Zusammenhang mit den rückläufigen Öleinkünften und Verzögerungen bei Strukturreformen. In der Türkei setzte sich das Wachstum 1997 mit einer nahe an 7 % heranreichenden Rate fort, während in Ägypten erfolgreiche Bemühungen um die makroökonomische Stabilisierung und strukturelle Reformen in den letzten Jahren zu einer Erhöhung des Wachstums auf 5 % beitrugen. Jordanien zog weiterhin Nutzen aus der erfolgreichen Umsetzung der Stabilisierungs- und Reformpolitik, bei anhaltend kräftigem Wachstum der Produktion, weiteren Rückgängen der Inflation und einer Abnahme des Leistungsbilanzdefizits.

Das Wirtschaftswachstum in Afrika lag 1997 bei gerade 3 1/4 %. Das enttäuschende Ergebnis war – in einer Reihe von Ländern – hauptsächlich auf die Auswirkungen des ungünstigen Wetters, des Rückgangs der Rohstoffpreise und in einigen Fällen bewaffneter Konflikte zurückzuführen. Unter den größten Ländern der Region verlangsamte sich das Wachstum in Südafrika 1997 infolge von Schwächen in der Inlands- und Auslandsnachfrage auf 1 3/4 %. Nigeria war ebenfalls von einer schwachen Inlandsnachfrage betroffen, was durch mangelndes Vertrauen seitens der ausländischen Investoren verschärft wurde. In Algerien schwächte sich das Wachstum erheblich ab, hauptsächlich aufgrund der Auswirkungen der Trockenheit auf die Landwirtschaft und weiterer Verzögerungen bei der Erholung der industriellen Aktivität. In Kenia sank das Wachstum auch als Folge von Spannungen auf den Finanzmärkten, die mit politischen Ungewissheiten zusammenhingen. Die Inflation blieb in der Region überwiegend unter Kontrolle.

### Transformationsländer

Im Jahre 1997 verzeichneten sowohl Rußland als auch die Gruppe der Transformationsländer zum ersten Mal seit acht Jahren ein positives Wachstum. In der Gesamtländergruppe wuchs die Produktion um 1 3/4 %, und die Inflation verringerte sich auf rund 27 % – ein Zeichen der Fortschritte der Stabilisierungs- und Reformpolitik in den meisten Ländern seit Anfang dieses Jahrzehnts.

Die Auswirkungen der Asienkrise waren am ausgeprägtesten in Rußland, der Ukraine und – unter den baltischen Ländern – in Estland. In Rußland, wo der Rubel Ende Oktober, im November und erneut Ende Januar 1998 unter Druck geriet, verteidigten die Behörden den Wechselkurs durch scharfe Zinserhöhungen. Damit verbunden kam es zu scharfen Kursrückgängen am Aktienmarkt. Die Spannungen entstanden trotz einer nahezu ausgeglichenen Leistungsbilanz; sie



spiegelten die anhaltend schwache Haushaltslage wider, die durch Unzulänglichkeiten im Bereich des Steuerinzugs gekennzeichnet war, die Besorgnisse darüber, wie sich die außenwirtschaftliche Lage entwickeln könnte, falls das fiskalische Ungleichgewicht nicht bewältigt würde, und den Rückgang der Ölpreise. In der Ukraine scheinen zwar 1997 einstellige Inflationsraten und positives Wachstum in Reichweite gerückt zu sein, die unzureichende fiskalische Anpassung führte jedoch zu zunehmender Abhängigkeit von kurzfristigen öffentlichen Kreditaufnahmen im Ausland. Zusammen mit dem langsamen Fortschreiten der Strukturreformen erhöhte dies die Anfälligkeit der Ukraine gegenüber ungünstigen Entwicklungen; als sich die Asienkrise Ende 1997 verschärfte, zwangen die Devisenmarktspannungen daher die Behörden, die Geldpolitik erheblich zu straffen. In Estland wurde der inländische Druck auf die Finanzmärkte, der mit anschwellenden Leistungsbilanzdefiziten verbunden war, durch Ansteckungswirkungen der Asienkrise verschärft. Die Zinsen stiegen im Oktober und November 1997 beträchtlich, und die Aktienkurse, die zuvor steil angestiegen waren, brachen stark ein.

Eine Reihe anderer Transformationsländer verzeichnete trotz ihrer Offenheit gegenüber den internationalen Kapitalmärkten nur geringe Auswirkungen der Asienkrise auf ihre Finanzmärkte oder ihren Zugang zu Auslandskrediten. Als die Tschechische Republik im Mai 1997 mit einer Währungskrise konfrontiert wurde, die zum Teil durch die Entwicklungen in Thailand ausgelöst wurde, reagierte sie mit einer Straffung der Fiskal- und Geldpolitik. Im Ergebnis hat das tschechische Leistungsbilanzdefizit erheb-

lich abgenommen, wenngleich um den Preis eines geringeren Wachstums, und die anschließende Zuspitzung der Asienkrise hatte nur noch in begrenztem Umfang weitere Turbulenzen zur Folge. Ungarn verzeichnete im Zusammenhang mit der Asienkrise ebenfalls nur geringe Devisenmarktspannungen; in nicht geringem Maße war dies durch die deutlich besseren Entwicklungen in den Bereichen öffentliche Finanzen und Außenhandel sowie hinsichtlich des Wachstums des Landes bedingt, zu denen es nach Umsetzung der weitreichenden Anpassungsmaßnahmen seit 1995 gekommen war. In Polen wuchs die Produktion 1997 um etwa 7 %, womit an der soliden Expansion von beinahe sechs Jahren festgehalten wurde.

Die entscheidende Bedeutung von Anpassungen und Reformen zeigte sich besonders markant in Albanien und Bulgarien. Die Finanzkrise in Bulgarien, die 1996 begonnen hatte, reichte bis ins Jahr 1997, und die Produktion sank im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr. Auch in Albanien führte die Krise, die im März 1997 mit dem Zusammenbruch der finanziellen Pyramiden-Investitionspläne ausgebrochen war, zu einem Rückgang der Produktion während des Jahres. Aber in beiden Fällen verringerten sich die gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte, und gegen Ende 1997 und Anfang 1998 begann die Wirtschaft wieder zu wachsen, nachdem erhebliche Verbesserungen in der Politik vorgenommen worden waren. Bulgarien verzeichnete 1997 auch einen dramatischen Rückgang der Inflation, wobei das Currency-Board-System, das dort als Teil des IWF-gestützten Programms eingeführt worden war, eine zentrale Rolle spielte.



## Weltwirtschaftliche Aussichten

Das Direktorium erörtert regelmäßig die globale Wirtschaftsentwicklung und -politik auf der Grundlage von Berichten des Mitarbeiterstabes über die weltwirtschaftlichen Aussichten (World Economic Outlook). Die Berichte, die normalerweise zweimal jährlich veröffentlicht werden, enthalten umfassende Analysen der Entwicklungsperspektiven sowohl für die Weltwirtschaft und einzelne Länder und Regionen als auch zu aktuellen Themen.

Das Direktorium befaßte sich 1997/98 dreimal mit den weltwirtschaftlichen Aussichten: im August 1997, im Dezember 1997 (auf der Grundlage einer „Zwischenbewertung“ durch den Stab) und im März 1998.<sup>4</sup> Im zentralen Blickpunkt stand die asiatische Finanzkrise.<sup>5</sup> Bereits im August 1997 warnten einige Direktoren davor, daß – obwohl es viele Gründe dafür gebe, anzunehmen, daß das weltwirtschaftliche Wachstum aufrechterhalten werden könne – kein Anlaß zu Selbstzufriedenheit bestehe, angesichts der Risiken und Schwächen, denen sich einzelne Länder gegenübersehen, und die die regionalen und globalen wirtschaftlichen und finanziellen Verhältnisse beeinträchtigen könnten. Mehrere Direktoren wiesen darauf hin, daß insbesondere in den Entwicklungsländern große außenwirtschaftliche Ungleichgewichte und angeschlagene Bankensysteme einen negativen Einfluß auf das Vertrauen der Investoren gehabt und die Risiken verstärkt hätten, die mit volatilen Kapitalbewegungen verbunden seien. Von diesen Schwierigkeiten werde zwar erwartet, daß sie die im allgemeinen positiven langfristigen Aussichten jener Länder nicht beeinträchtigten, vorausgesetzt daß disziplinierte makroökonomische Maßnahmen und die notwendigen Strukturreformen zügig umgesetzt werden, um den Abbau der nicht durchhaltbaren wirtschaftlichen Ungleichgewichte sicherzu-

stellen. Die Direktoren betonten jedoch, daß derartige wirtschaftspolitische Anstrengungen von einer breiteren Palette institutioneller Reformen unterstützt werden müßten, die darauf zielten, die Leistungsfähigkeit der öffentlichen Verwaltung zu erhöhen, das Humankapital zu entwickeln, die Lenkung des Finanzsektors zu stärken, transparente Regelungs- und Rechtssysteme zu schaffen und die Führungs- und Kontrollsysteme zu verbessern. Solche Reformen würden helfen, das Vertrauen des privaten Sektors und der Investoren zu gewinnen und zu bewahren – das Vertrauen, das für dauerhaftes, qualitativ hochwertiges Wachstum von kritischer Bedeutung sei.

In ihrer Aussprache im März 1998 stimmten die Exekutivdirektoren darin überein, daß – obgleich die Finanzmarktkrise in Asien eine erheblich negative Wirkung auf die kurzfristigen Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft haben werde – die Dämpfung wahrscheinlich weniger ausgeprägt sein werde als in früheren Phasen weltwirtschaftlicher Schwäche (1974–75, 1980–83 und 1990–91). Korrigierende Maßnahmen der meisten Länder im oder nahe dem Zentrum der Krise, die kräftige wirtschaftliche Verfassung der meisten Industrieländer und die politischen Reformen in vielen Entwicklungs- und Transformationsländern während des letzten Jahrzehnts wurden als entscheidende Faktoren angesehen, die die Krise und ihre globalen Rückwirkungen begrenzten. Wenn gleich die Wachstumsvorhersagen für Länder im Zentrum der Krise seit der Erörterung der weltwirtschaftlichen Aussichten im August 1997 erheblich nach unten revidiert worden waren, vertraten die Direktoren im März 1998 die Auffassung, daß die Aussichten für andere Entwicklungs- und Transformationsländer generell ermutigend blieben.

Dies vorausgeschickt, stellten die Direktoren fest, daß noch Unsicherheit hinsichtlich der Überwindung der Krise bestehe; die entschlossene Umsetzung von Reformen durch die Krisenländer sei daher entscheidend. Die Rückgänge der Öl- und anderer Rohstoffpreise in letzter Zeit könnten darüber hinaus den Anpassungsprozeß in einigen Krisenländern verlängern

<sup>4</sup>Diese drei Berichte wurden veröffentlicht als *World Economic Outlook*, herausgegeben im Oktober und Dezember 1997 (letzterer mit dem Untertitel *Interim Assessment*) und im Mai 1998.

<sup>5</sup>Die Aussprache im Direktorium über die Ursachen und die angemessenen politischen Antworten auf die Krise wird in Kapitel V dieses Berichts behandelt.

und für rohstoff- und ölexportierende Länder aller Regionen erhebliche Herausforderungen mit sich bringen. Auch könne eine – an sich zu begrüßende – Neubewertung von Risiken durch internationale Kreditgeber im Gefolge der Krise die Kapitalströme in die Entwicklungs- und Transformationsländer stärker begrenzen, als die Fundamentaldaten rechtfertigten. Allgemeiner noch äußerten sich die Direktoren besorgt darüber, daß sich einige aufstrebende Marktwirtschaften zu stark auf Kreditaufnahmen im Ausland und kurzfristige Instrumente bei der Finanzierung öffentlicher Defizite gestützt hätten, wodurch sich bei ihnen die Gefahr künftiger Finanzierungsschwierigkeiten erhöht habe.

### Fortgeschrittene Volkswirtschaften

Bei ihrer Überprüfung der Aussichten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften im März 1998 erklärten die Direktoren, daß die Folgewirkungen der Asienkrise auf Japan besonders unwillkommen seien, nachdem der noch junge Aufschwung bereits in der ersten Hälfte von 1997 ins Stocken geraten sei. Der Stillstand sei sowohl auf die Fiskalpolitik zurückzuführen, die, rückblickend gesehen, übermäßig straff gewesen sei, als auch auf anhaltende Schwächen im Finanzsystem. Die Direktoren betonten, daß es, angesichts der Bedeutung dieser Volkswirtschaft für die Region und die Welt, entscheidend darauf ankomme, das Vertrauen zu stärken und ein kräftiges, dauerhaftes Wachstum in Japan zu fördern – durch die Kombination makroökonomischer Maßnahmen mit Schritten, die beim Finanzsektor und bei Strukturschwächen ansetzen. Der wirtschaftliche Aufschwung solle durch eine kurzfristig expansivere Fiskalpolitik gestützt werden, unter Beibehaltung des Ziels der mittelfristigen Konsolidierung. Einige Direktoren merkten an, daß eine dauerhafte Steuersenkung die Aussichten für eine Erhöhung des privaten Verbrauchs verbessern würden, warnten aber davor, sich zu stark auf eine Erhöhung der Ausgaben für öffentliche Arbeiten zu stützen, da dies nur von vorübergehender Wirkung sei und sich in der Vergangenheit als nicht sehr zielführend erwiesen habe. Demgegenüber äußerten einige andere Direktoren Vorbehalte hinsichtlich der Wirksamkeit von Steuersenkungen, und zwar aus der Befürchtung heraus, daß die Erhöhung des verfügbaren Einkommens in die Ersparnisse der Haushalte fließen könne – mit wenig oder keinen Auswirkungen auf Verbrauch und Wachstum. Unter Hinweis auf die Staatsschulden, die in den letzten Jahren kumuliert wurden, und die voraussichtlichen Finanzprobleme als Folge einer alternden Bevölkerung, meinten einige Direktoren, daß jedes Nachlassen bei der Haushaltskonsolidierung mehr Gefahren als positive Wirkungen für die Wirtschaftsaktivität bringen würde.

Die Direktoren nahmen Hinweise der japanischen Behörden zur Kenntnis, daß ein beträchtliches fiskalisches Stimulierungspaket in Kürze angekündigt werde. Sie betonten, daß die Maßnahmen, um erhebliche und dauerhafte Wirkungen zu haben, von ernsthaften aufsichtsrechtlichen Veränderungen und von Reformen des Finanzsektors begleitet werden müßten. Die meisten Direktoren begrüßten kürzlich angekündigte Maßnahmen, durch die öffentliche Mittel zugesagt wurden, um Kunden bankrotter Institute zu schützen und lebensfähige Institute zu rekapitalisieren. Diese Maßnahmen versprächen, das öffentliche Vertrauen wiederherzustellen und die Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe zu stärken. Die Direktoren warnten jedoch vor einer undifferenzierten Unterstützung von Banken, die besser geschlossen oder konsolidiert würden. Sie schlugen vor, daß jede weitere Zuteilung öffentlicher Mittel von klaren Maßnahmen begleitet werden sollte, welche die Abschreibung notleidender Kredite erleichtern, eine faire Lastenteilung der Restrukturierungskosten sicherstellen und das Moral-Hazard-Risiko begrenzen. Auf seinem Treffen im April 1998 begrüßte der Interimsausschuß das japanische wirtschaftspolitische Paket sowie Japans Schritte zur Stärkung des Finanzsystems.

Die Direktoren stimmten darin überein, daß im Gegensatz zur japanischen Wirtschaft die US-Wirtschaft wahrscheinlich relativ wenig unter den ungünstigen Entwicklungen in Asien zu leiden haben werde, was hauptsächlich auf die günstige Konjunkturlage vor der Krise und die positive Entwicklung an den Anleihemärkten zurückzuführen sei, die, nach Auffassung vieler Direktoren, eine „Flucht in die Qualität“ durch das internationale Anlagekapital widerspiegele. Sie bewerteten den gegenwärtigen Kurs der Geldpolitik als angemessen, wobei sie feststellten, daß die dämpfenden Wirkungen der Asienkrise – zusammen mit der Aufwertung des US-Dollar und dem Rückgang der Welt-Rohstoffpreise – die Notwendigkeit einer Erhöhung der Notenbanksätze vermindert habe. Angesichts der sich anspannenden Verhältnisse am Arbeitsmarkt müßten die Behörden jedoch die Lage sorgfältig überwachen und dabei nach den Anzeichen suchen, die beim Abwägen des geldpolitischen Urteils den Ausschlag in die eine oder andere Richtung geben würden.

Die Gefahren, die von der Asienkrise auf die fortgeschrittenen Volkswirtschaften in Europa ausgingen, seien wahrscheinlich relativ gering, erklärten die Direktoren übereinstimmend. Unter den Volkswirtschaften, die bei nahezu voller Kapazitätsauslastung arbeiteten, werden nach Einschätzung der Direktoren im Vereinigten Königreich die geldpolitische Straffung und die anhaltende Haushaltskonsolidierung vom vergangenen Jahr wahrscheinlich die Nachfrage dicht an den Grenzen der Produktionskapazitäten und die Inflation in

der Nähe des Ziels halten. Weitere Maßnahmen wären aber wünschenswert, falls sich die Inflationsaussichten verschlechterten. Auch der Interimsausschuß betonte bei seinem Treffen im April 1998, daß die britischen Behörden die Inflationsrisiken wie immer wachsam verfolgen müssen. In Deutschland, Frankreich und Italien habe sich die Produktion – wenngleich sie unterhalb des Potentials blieb – seit Anfang 1997 recht gut erholt; die Direktoren erwarten daher, daß die Auswirkungen der Asienkrise insgesamt ebenfalls gering sein werden. Einige Direktoren warnten aber vor übermäßigem Optimismus, indem sie darauf hinwiesen, daß in einigen dieser Länder die Exporte die Hauptquelle des Nachfragewachstums gewesen seien. Eine Abschwächung auf den Exportmärkten könne den Aufschwung verlangsamen und möglicherweise zum Stehen bringen, falls die Inlandsnachfrage sich nicht verstärke. Generell müsse in Kontinentaleuropa mit dem geplanten Beginn der Währungsunion in neun Monaten für eine große Zahl von Ländern die Aufmerksamkeit auf Arbeits- und Gütermarktreformen, auf die weitere Haushaltskonsolidierung und auf die Geldpolitik in der Übergangsperiode gerichtet werden.

### Entwicklungs- und Transformationsländer

Die Direktoren stellten fest, daß die Asienkrise die meisten Entwicklungs- und Transformationsländer beeinflusst habe, wenngleich in unterschiedlichem Ausmaße. Die Wirkungen würden zum Beispiel in Form von höheren Risikoprämien in den Finanzierungskosten, niedrigeren Rohstoffpreisen, Einbußen an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den Krisenländern oder der Abschwächung der Nachfrage in jenen Ländern spürbar. Einige Länder – einschließlich Brasiliens, Chiles, der Tschechischen Republik und Mexikos –, die Devisenmarktspannungen im Zusammenhang mit der Asienkrise zu verzeichnen hatten, seien in der Lage gewesen, eine vollständige Ansteckung durch geeignete Anpassungsmaßnahmen zu vermeiden. Obgleich diese Länder die Krise im wesentlichen gut gemeistert hätten, sei es nach Einschätzung der Direktoren klug, wenn sie die Härtung ihrer Politik fortsetzen würden, um weitere Herausforderungen in der Zukunft zu vermeiden. In diesem Zusammenhang sei es insbesondere wichtig, außenwirtschaftliche Ungleichgewichte zu begrenzen, eine Überhitzung zu vermeiden und die Qualität und Aktualität wirtschaftlicher und finanzieller Informationen generell zu verbessern. Wesentlich sei auch eine solide Infrastruktur im Finanzsektor, einschließlich aufsichtlicher Regelungen, international anerkannter Rechnungslegungsstandards und in einigen Fällen vorher festgelegter Ausstiegsregeln für den Wechsel von einem Festkurssystem in ein System flexibler Wechselkurse (siehe Kapitel VI). Mehrere Direktoren begrüßten

Chinas Selbstverpflichtung, seine Währung nicht abzuwerten, und seine Bemühungen zur Stärkung seines Bankensystems.

Viele Direktoren äußerten sich besorgt über die neuere Entwicklung der Rohstoffpreise und die möglichen negativen Auswirkungen einer Verschlechterung der Terms of Trade und einer erhöhten Unbeständigkeit der Preise auf rohstoff-exportierende Entwicklungsländer. Für Afrika seien die Auswirkungen dieser Faktoren, verbunden mit ungünstigen Wetterverhältnissen und der anhaltend hohen Schuldenlast, Grund zu besonderer Besorgnis. Gleichwohl blieben die Direktoren vorsichtig optimistisch hinsichtlich Afrikas Wachstumsaussichten – in der Erwartung, daß die Umsetzung der makroökonomischen Anpassung und der Strukturreformen fortgesetzt werden und ein angemessener Zustrom von Auslandshilfen angenommen werden könne. Die Direktoren unterstrichen die Notwendigkeit, ein günstiges Umfeld für ausländische Direktinvestitionen zu schaffen, unter anderem durch die weitere Öffnung der Volkswirtschaften.

Hinsichtlich der Volkswirtschaften im Übergang äußerten sich die Direktoren befriedigt darüber, daß sowohl Rußland als auch die Transformationsländer als Gruppe 1997 zum ersten Mal seit Beginn der Transformation ein positives Wachstum verzeichnet hätten. Sie stellten allerdings fest, daß trotz beträchtlicher Fortschritte bei der makroökonomischen Stabilisierung in nahezu allen Ländern die Unterschiede im Reformtempo und Transformationsfortgang anscheinend größer geworden seien. Die meisten Länder hätten erhebliche Erfolge in Richtung auf eine vertretbare Haushaltslage vorzuweisen, aber große Defizite wurden weiterhin in einer Reihe von Ländern, einschließlich Rußlands und der Ukraine, registriert. Eine Finanzierung dieser Defizite durch Fremdwährungs-Kreditaufnahmen und kurzfristige Kredite würde, stellten die Direktoren fest, die Durchhaltbarkeit der Finanzpolitik in Frage stellen, die Solidität der Bankensektoren indirekt zu untergraben drohen und mühsam erworbene Stabilisierungsfortschritte gefährden. Darüber hinaus würden schwerwiegende Probleme bei der Steuererhebung in einer Reihe von Transformationsländern die Regierungen daran hindern, die ihnen obliegenden Funktionen auszuüben. Es sei unwahrscheinlich, daß weitere steuerpolitische Reformen und Verbesserungen der Steuerverwaltung ihre volle Wirkung zeigten, solange der politische Wille zur Erhebung der Steuern nicht auch gestärkt werde, erklärten die Direktoren. Sie empfahlen ferner den mittel- und osteuropäischen Transformationsländern, die Kosteneffizienz ihrer Sozialversicherungs- und Fürsorgesysteme zu verbessern und so das Niveau der gesamten Regierungsausgaben zu senken.



## Internationale Kapitalmärkte

**B**ei ihrer jährlichen Überprüfung von Entwicklungen auf den internationalen Kapitalmärkten, die im Juli 1997 kurz nach dem Ausbruch der Finanzkrise in Thailand durchgeführt wurde, befaßten sich die Exekutivdirektoren eingehend mit den entwickelten und aufstrebenden Kapitalmärkten und Bankensystemen. Sie bewerteten auch die Auswirkungen der Europäischen Währungsunion auf die internationalen Kapitalmärkte. Die Direktoren erörterten ausführlich die Entwicklung in aufstrebenden Märkten, Strategien zur Bewältigung spekulativer Attacken und Ansätze für die wirksamere Verwaltung staatlicher Auslandsschulden. Später im Geschäftsjahr, im März 1998, befaßte sich das Direktorium mit der Rolle von Hedge Funds und institutionellen Investoren, und zwar sowohl in Verbindung mit der Asienkrise als auch allgemeiner in einer Welt zunehmend integrierter Kapitalmärkte.<sup>6</sup>

### Entwickelte Kapitalmärkte

Die Direktoren nahmen die verminderten Zinsdifferenzen zwischen den entwickelten Volkswirtschaften zur Kenntnis und führten dies auf mehrere Ursachen zurück, darunter die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, die geringere Inflation und der zunehmende Wettbewerb im internationalen Bankgeschäft. Die Direktoren werteten die anhaltende Konvergenz der Zinssätze auch als Zeichen der Erwartung der Märkte, daß die EWU am 1. Januar 1999 mit einem relativ großen Kreis von Teilnehmern beginnen werde. Die zweite Haupttendenz der entwickelten Märkte – das anhaltend starke Steigen der Aktienkurse, insbesondere in den USA – erklärten viele Direktoren damit, daß die relativ hohen Aktienbewertungen auf den Erwartungen der Investoren beruhten, daß sich das kräftige Wachstum der Unternehmenserträge und die relativ niedrigen Inflationsraten fortsetzen würden. Obwohl es unterschiedliche Auffassungen über die Bewertung der kon-

ventionellen Marktindikatoren gab, waren viele Direktoren besorgt über das Korrekturpotential in einigen Aktienmärkten und die möglichen negativen Auswirkungen, die solche Veränderungen insbesondere für die aufstrebenden Aktienmärkte haben könnten. Die Direktoren forderten eine sorgfältige Beobachtung der Aktienmärkte in den Vereinigten Staaten und anderen Volkswirtschaften.

### Das Bankwesen in den entwickelten Märkten

Die Direktoren stellten fest, daß die Bankensysteme in einigen entwickelten Märkten in den abgelaufenen zwölf Monaten sehr hohe Gewinne erbracht hätten, während andere weiterhin durch hohe Bestände an notleidenden Krediten belastet würden. Die Direktoren erörterten die Schwierigkeiten, mit der sich eine wirksame Finanzmarktaufsicht aufgrund der Deregulierung und Globalisierung der Finanzbeziehungen konfrontiert sehe, und stellten fest, daß eine wachsende Zahl von Ländern dazu übergegangen sei, die Aufsicht über ein breites Spektrum finanzieller Institute einer einzigen Stelle zu übertragen, da sich die Unterschiede zwischen Banken und anderen finanziellen Instituten verwischt hätten.

### Strukturelle Aspekte der EWU

Die Direktoren sahen in der Errichtung der EWU ein wichtiges Ereignis für die internationale Finanzwelt, das wahrscheinlich die Schaffung EWU-weiter Finanzmärkte fördern, den europäischen Bankensystemen nützen und zu einem leistungsfähigeren europäischen Zahlungsverkehrssystem führen werde. Obwohl eine gewisse Konsolidierung und Restrukturierung der Bankensysteme als generell unvermeidlich angesehen wurde, verwiesen mehrere Direktoren auf die Unterschiede zwischen den verschiedenen Bankensystemen der europäischen Länder. Einige betonten, daß es wichtig sei, bei der Bewertung der Leistungsfähigkeit der europäischen Bankensysteme die Geschäftsentwicklung aller Arten von finanziellen Instituten, wie beispielsweise Sparkassen, Postbanken und Genossenschaftsbanken, zu berücksichtigen. Marktmäßige

<sup>6</sup>Die Hintergrundpapiere wurden veröffentlicht als *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues* (1997) und *Hedge Funds and Financial Market Dynamics*, Occasional Paper 166 (1998).

Lösungen für die Bewältigung der Probleme im Bankensektor wurden als wünschenswert angesehen. Einige Direktoren warnten davor, daß Regulierungspraktiken, lokale Marktmacht, starre Arbeitsregelungen und öffentliche Eigentümerstrukturen die erforderlichen Anpassungen verzögern könnten. Eine Reihe von Direktoren warnte sowohl vor den fiskalischen Kosten als auch vor den Moral-Hazard-Risiken, die mit öffentlichen Interventionen zur Bewältigung der Probleme der stärker belasteten Finanzinstitute verbunden sein könnten.

### **Aufstrebende Märkte**

Die Direktoren hoben die zunehmende Integration vieler aufstrebender Märkte in das globale Finanzsystem hervor, die 1996 zu einem Rekordwert von privaten Kapitalzuflüssen in diese Länder führte. In dem Umfang des Kapitalzustroms spiegelten sich die verbesserten wirtschaftlichen Fundamentaldaten in vielen Empfängerländern, die zunehmende internationale Diversifizierung der Portfolios institutioneller Investoren und die erweiterten Möglichkeiten der Investoren bei der Suche nach höheren Renditen wider. Die Direktoren äußerten jedoch ihre Besorgnis darüber, daß zu niedrige Zinsspreads bei Anleihen der aufstrebenden Länder und bei Konsortialkrediten angeboten worden seien und daß viele dieser Investoren nicht klar ihr Kreditrisiko erkennen. Einige Direktoren glaubten auch, daß die niedrigen Zinsspreads in den aufstrebenden Märkten die Erwartungen der Investoren widerspiegeln könnten, daß die für die Funktionsfähigkeit der Finanzsysteme wichtigen aufstrebenden Länder im Bedarfsfall offizielle Hilfen erhalten und damit Schuldendienstunterbrechungen vermeiden könnten. Um Moral Hazard zu vermeiden, dürfe nach Auffassung mehrerer Direktoren nicht der Gedanke aufkommen, daß der IWF auf jeden Fall helfen und die Kreditgeber auslösen werde.

### **Spekulative Attacken und Wechselkurssysteme**

Die Exekutivdirektoren stellten fest, daß die Ereignisse in Thailand und auf benachbarten Devisenmärkten erneut – wie während der Mexikokrise und der Krise im europäischen Wechselkursmechanismus – gezeigt hätten, daß die zunehmende Integration der Finanzmärkte bedeute, daß vermeintliche makroökonomische Ungewißheiten und strukturelle Schwächen in starren Wechselkurssystemen eher massiven spekulativen Druck erzeugen würden als in flexiblen Systemen. Viele Direktoren vertraten die Auffassung, daß ein inflexibles Wechselkurssystem nur durchgehalten werden könne, wenn es aktiv unterstützt werde durch eine angemessene makroökonomische Politik und ein gesundes Finanzsystem, das imstande sei, starke und mitunter andauernde Zinssteigerungen zur Abwehr des Spekulationsdrucks zu verkräften.

Die erste Verteidigungslinie gegen eine spekulative Attacke müsse eine solide makroökonomische Politik sein, betonten die Direktoren. Wenn die wirtschaftlichen Fundamentaldaten weitgehend in Ordnung seien, sei den Behörden eine abgestufte Verteidigung möglich, die sich zunächst auf sterilisierte Devisenmarktinterventionen stütze und dann, falls notwendig, auch auf nicht-sterilisierte Interventionen, die die kurzfristigen inländischen Zinsen steigen ließen. Selbst in Situationen, in denen die Kosten, die mit der Aufrechterhaltung hoher Zinsen verbunden sind, als übermäßig eingeschätzt würden, sahen die Direktoren nur eine begrenzte, kurzfristige Rolle für Kapitalverkehrskontrollen mit dem Ziel, für Spekulanten den Zugang zu Kreditaufnahmen im Inland zu begrenzen. Solche Maßnahmen sollten ihrer Ansicht nach nur in Krisensituationen ergriffen werden, um Zeit für die Umsetzung einer korrigierenden Politik zu gewinnen; sie sollten nicht als Ersatz für notwendige Reformen angesehen werden. Einige Direktoren betonten auch, daß Devisenkontrollen, die zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden unterscheiden, nicht sachdienlich seien.

Bei der Diskussion über die Angemessenheit fester Wechselkurse lenkten einige Direktoren die Aufmerksamkeit auf die Wahl der Bezugswährung und auch darauf, ob diese im Zusammenhang mit der Währungszusammensetzung der Handelsströme oder der Auslandskreditaufnahmen gesehen werden solle. Viele Direktoren unterstrichen, wie wichtig es sei, bei anhaltendem Druck auf die Märkte zu flexibleren Wechselkurssystemen überzugehen. Einige glaubten auch, daß es bei größerer Wechselkursflexibilität weniger dringlich sei, Währungsreserven aufzubauen, und daß sich die Probleme bei der Sterilisierung umfangreicher Kapitalzuflüsse und die damit verbundenen Kosten verringern würden (siehe auch Kapitel VI).

### **Das Bankwesen in den aufstrebenden Märkten**

Die Direktoren lobten den Fortschritt, den mehrere Länder bei der Gesundung ihrer Bankensysteme erzielt haben, wiesen aber darauf hin, daß erhebliche Probleme in einigen anderen bestehen blieben. Einige Direktoren erklärten, daß die Sorgen der Investoren über mögliche Anfälligkeiten der Bankensysteme einiger aufstrebender Marktwirtschaften Asiens zur Instabilität auf den Devisenmärkten beigetragen haben. Die Besorgnisse über die Wirkung der thailändischen Abwertung riefen ähnliche Befürchtungen in Erinnerung, wie sie 1995 im Rahmen der mexikanischen Finanzkrise geäußert worden waren. Beide Ereignisse hätten die Wichtigkeit einer soliden Risikosteuerung und Aufsichtsregelung für die Bankensysteme der aufstrebenden Märkte unterstrichen.

### **Die Verwaltung staatlicher Auslandsschulden**

Die Direktoren betonten, daß es wichtig sei, die Verwaltung staatlicher Auslandsschulden in den aufstrebenden Marktwirtschaften zu verbessern (sowohl in bezug auf die Brutto- als auch die Nettoverschuldung). Sie sahen Kreditaufnahmen in Fremdwährungen im allgemeinen als notwendig an, um die inländischen Verschuldungsinstrumente zu ergänzen, den Kreis der Anleger zu erweitern und internationale Richtwerte zu schaffen. Aber sie mahnten, daß solche Kreditaufnahmen von strategischen Überlegungen im Rahmen der Schuldenverwaltung geleitet sein sollten – namentlich der Fähigkeit, die entsprechenden Deviseneinnahmen zu erzielen – und nicht von den kurzfristigen fiskalischen Einsparmöglichkeiten. Die Kostenüberlegungen sollten von den Kosten eines Landes bei gedecktem Währungsrisiko ausgehen. Die Strategie der Schuldenverwaltung solle klare Richtlinien zur Währungszusammensetzung und Fälligkeitsstruktur enthalten und die Kreditaufnahmen des privaten Sektors im Ausland berücksichtigen, insbesondere die der Geschäftsbanken. Die Direktoren wiesen auf die Risiken und Zwänge hin, die ein großer Bestand an kurzfristigen Fremdwährungsschulden der makroökonomischen Politik auferlege; sie verwiesen auf die sich entwickelnden Turbulenzen in Asien als ein klares Beispiel dafür, was geschehen könne.

Eine größere Politiktransparenz und Rechenschaftspflicht von Schuldenmanagern bei der Verwaltung ausländischer Vermögenswerte und Verbindlichkeiten würden generell im Fall von externen Schocks deren Folgen leichter auffangen lassen. In diesem Zusammenhang unterstrichen viele Direktoren die potentiellen Vorteile einer eigenen Stelle für die Schuldenverwaltung, die Sachkenntnis und Erfahrung auf dem Gebiet der Risikosteuerungstechnik besitzt; diese Stelle, betonten die Direktoren, müsse auch gegenüber den monetären und fiskalpolitischen Behörden für Koordination und Konsistenz sorgen.

### **Hedge Funds und die Dynamik der Finanzmärkte**

Zu Beginn ihrer Aussprache über Hedge Funds im März 1998 stellten die Direktoren fest, daß detaillierte Informationen über diese Fonds nur begrenzt verfügbar seien. Als private Investmentgesellschaften seien Hedge Funds den meisten Berichts- und Offenlegungspflichten, die für Banken und Investmentfonds gelten, nicht unterworfen. Grundsätzlich sei es angesichts der großen Vielfalt von Anlagestrategien, die die Fondsverwaltungen verfolgten, schwierig, die Grenzen zwischen Hedge Funds und anderen institutionellen Investoren klar abzustecken oder über ihre Aktivitäten generelle Aussagen zu machen. Dennoch sammelten mehrere kommerzielle Dienste Informationen über die Branche.

Ohne die „Fonds von Fonds“ (Fonds, die aus kleineren Fonds bestehen) gerechnet, dürfte sich das Kapital der Hedge Funds nach den Schätzungen dieser Stellen im dritten Quartal 1997 in der Nähe von 100 Mrd US-\$ bewegt haben. Davon befanden sich etwa 25 Mrd US-\$ in den Händen von sogenannten Makrofonds – d. h. Fonds, die große ungesicherte Positionen auf Änderungen in den weltwirtschaftlichen Bedingungen übernehmen –, welche ihr Anlagekapital typischerweise durch Kreditaufnahmen auf das 4- bis 7-fache steigern. Der Rest entfiel auf sogenannte „relative value funds“, die Positionen in bezug auf die relativen Preise von eng verwandten Wertpapieren eingehen und weniger anfällig gegenüber wirtschaftlichen Schwankungen seien; sie haben tendenziell ein höheres Verhältnis von Fremdzu Eigenkapital als Makrofonds. Dagegen überstieg das Kapital der anderen institutionellen Investoren wie Investment- und Geschäftsbanken allein in den entwickelten Märkten 20 Billionen US-\$.

Vor diesem Hintergrund waren die Direktoren unterschiedlicher Meinung über die Wirkung der Hedge Funds auf die Dynamik der Märkte. Während einige der Auffassung der anderen zustimmten, daß das Kapital der Hedge Funds nur einen Bruchteil der Liquidität in den globalen Finanzmärkten ausmache, betonten sie, daß Hedge Funds, die mit einer starken Hebelwirkung arbeiten, große Positionen in den kleineren aufstrebenden Märkten eingehen könnten. Sie verwiesen auch auf die relative Freiheit und Flexibilität der Aktivitäten von Hedge Funds. Einige Direktoren vertraten die Auffassung, daß Hedge Funds ein Herdenverhalten unter den Investoren begünstigen. Andere sahen nur begrenzte Anzeichen dafür, daß Hedge Funds wesentlich zu einem Herdenverhalten beitragen, und betonten ihre mögliche Rolle als Gegenspieler oder stabilisierende Spekulanten.

### **Hedge Funds und die Asienkrise**

Die Direktoren waren unterschiedlicher Ansicht über das Ausmaß der Verwicklung der Hedge Funds in die Asienkrise. Mehrere sahen keine klaren Anzeichen dafür, daß Hedge Funds früher als andere Investoren offene Positionen in asiatischen Währungen eingegangen seien oder daß ihre Transaktionen notwendigerweise ein Signal für andere Investoren gewesen seien. Die Direktoren stellten fest, daß Hedge Funds zwar hohe offene Positionen in thailändischen Baht unterhielten, dasselbe aber nicht generell für asiatische Währungen zu gelten scheine. Da einige Regierungen und Zentralbanken den Zugang Gebietsfremder zu Krediten in inländischer Währung bei heimischen Banken beschränkten, könnten andere Investoren, die bessere Verbindungen zu inländischen Handelshäusern haben, als Marktführer gewirkt haben. Es seien die gesamte Konstellation der institutionellen Anleger und

nicht nur die Hedge Funds gewesen, die nach Ansicht des Exekutivkommittees 1997 bei den Marktschwankungen eine Rolle gespielt hätten.

Einige Direktoren meinten, die Hedge Funds hätten in der Krise eine bedeutendere Rolle gespielt als im Stabspapier zum Ausdruck komme.<sup>7</sup> Sie vertraten die Auffassung, daß Hedge Funds mitunter einen starken Effekt auf die Preise von Vermögenswerten haben, insbesondere im Licht des relativen Umfangs ihrer Positionen in bestimmten Märkten. Die Direktoren stimmten jedoch im wesentlichen darin überein, daß die Ereignisse in Asien die Notwendigkeit für politische Entscheidungsträger unterstrichen, eine solide und umsichtige makroökonomische Politik zu betreiben, die markttransparent sein müsse, um ihre Volkswirtschaften vor scharfen Marktschwankungen und Spekulationen zu schützen. Sie empfahlen insbesondere, Inkonsistenzen in der Politik und nicht haltbare feste Wechselkurse zu vermeiden, damit kein Anreiz für einseitige Wetten gegeben sei. Es gelte, starke, gut regulierte und wettbewerbsfähige Finanzsysteme zu erhalten und die Öffentlichkeit mit aktuellen und umfassenden Informationen über die Regierungspolitik und die finanziellen Verhältnisse im privaten Sektor zu versorgen. Einige Direktoren, die die Rolle besserer Information bei der Eindämmung von Herdenverhalten zwar anerkannten, warnten jedoch davor, daß die Freigabe marktsensitiver Informationen mitunter Volatilität auf den Märkten auslösen oder verschlimmern könne.

### ***Mehr Regulierung?***

Die Mitglieder des Direktoriums äußerten unterschiedliche Auffassungen darüber, ob Hedge Funds zusätzlichen Regulierungs- und Offenlegungsanforderungen unterworfen werden sollten. Einige meinten, daß angesichts der spärlichen Hinweise, die auf ein Marktversagen im besonderen Fall von Hedge Funds hindeuten würden, die Forderung nach neuen Regeln wenig überzeugend sei. Verschiedene andere Direktoren erklärten demgegenüber, daß weitere Optionen geprüft werden müßten, um die Operationen der Hedge Funds transparenter zu machen und den Behörden und Marktteilnehmern die Gewißheit zu geben, daß diese Fonds die Märkte nicht beherrschten oder manipulierten.

Eine Reihe von Direktoren wies mahnend darauf hin, daß die Hedge Funds nur Teil einer größeren Gruppe von institutionellen Investoren seien, so daß jedes System detaillierter Portfolio- und Positionsmeldungen unter anderem auch Geschäftsbanken, Investmentbanken, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds einschließen müsse, wenn die Angaben von Nutzen sein sollen. Es wurde auch festgestellt, daß Berichtssysteme im Umfeld von Over-the-Counter-Geschäften wie z. B. am Devisenmarkt schwieriger einzuführen seien als auf organisierten Märkten. Darüber hinaus müßten Berichtspflichten, um voll wirksam zu sein, von allen Ländern eingeführt werden. Andernfalls würden Marktteilnehmer, die Meldungen als lästig ansehen, einfach ihre Transaktionen über Offshore-Finanzzentren abwickeln.



<sup>7</sup>ibid.



## Europäische Wirtschafts- und Währungsunion

Das Exekutivdirektorium befaßte sich 1997/98 in einer Reihe von Aussprachen mit Fragen in bezug auf die EWU. Zu Beginn des Jahres erörterten die Direktoren die Auswirkungen der EWU auf die Finanzmärkte (siehe Kapitel III). Die Vorbereitungen auf die EWU und die EWU im Zusammenhang mit den weltwirtschaftlichen Aussichten (World Economic Outlook) wurden im Mai und August 1997 und im März 1998 diskutiert.

In ihrer Aussprache im Mai 1997 stellten die Direktoren fest, daß die Vollendung der EWU einen Meilenstein in der wirtschaftlichen Integration Europas darstelle und von zentraler Bedeutung für das internationale Währungssystem sei. Sie unterstrichen, daß die zeitgerechte Vollendung des Projekts wünschenswert sei, und verwiesen darauf, daß bereits viel erreicht worden sei hinsichtlich der Vorbereitung der Volkswirtschaften der EU auf die EWU und mit Blick auf Festlegung des politischen Rahmens, innerhalb dessen die Wirtschaftspolitik nach Beginn der Währungsunion betrieben werde. Die Behörden der EU müßten weiter den von ihnen eingegangenen politischen Verpflichtungen nachkommen und eng zusammenarbeiten, um die Grundlagen der Währungsunion zu sichern und einen reibungslosen Übergang in die EWU zu gewährleisten.

Während die Direktoren feststellten, daß die meisten EU-Länder bereits einen hohen Grad an Konvergenz in den vom Maastricht-Vertrag genannten Bereichen erzielt hätten, und zwar insbesondere im Hinblick auf die Inflation, wiesen sie aber gleichzeitig darauf hin, daß 1997 weitere Fortschritte auf finanzpolitischem Gebiet nötig seien. Sie unterstrichen, daß in den meisten Ländern auch 1998 zusätzliche fiskalische Maßnahmen ergriffen werden müßten, um die Defizite im Einklang mit den mittelfristigen Erfordernissen des Stabilitäts- und Wachstumspakts weiter abzubauen.

Die Direktoren befaßten sich mit der anhaltend hohen strukturellen Arbeitslosigkeit in Europa, und sie unterstrichen, daß dringend gehandelt werden müsse, um die Verhärtungen auf den Arbeitsmärkten der meisten EU-Länder abzubauen. Im Rahmen einer gemein-

samen Geld- und Wechselkurspolitik würde eine unzureichende Flexibilität der Arbeitsmärkte die Fähigkeit der einzelnen Länder beeinträchtigen, sich asymmetrischen Schocks anzupassen. Einige Direktoren befürchteten, daß hartnäckig hohe Arbeitslosigkeit die Folge wäre, wenn den Arbeitsmarktrigiditäten nicht wirksam begegnet wird, und daß dadurch mit der Zeit die Billigung einer stabilitätsorientierten makroökonomischen Politik bei der Bevölkerung an Boden verlieren könne. Die Direktoren unterstrichen auch die Bedeutung der Liberalisierung von Faktor- und Gütermärkten, um dauerhaftes Wachstum und die Entstehung neuer Arbeitsplätze in der EU sicherzustellen.

Bei der Schaffung eines Rahmens für die makroökonomische Politik in der Währungsunion sei es wichtig, den Bedarf an Flexibilität gegen den Wunsch abzuwägen, mit Hilfe von Regelbindungen die Glaubwürdigkeit der Politik in dem neuen Umfeld zu stärken. Die Direktoren meinten, daß der Stabilitäts- und Wachstumspakt ein angemessenes Gleichgewicht zwischen diesen beiden Überlegungen gefunden habe. Sie glaubten, daß die Überwachung durch den EU-Rat – die darauf abziele, frühzeitig vor dem Entstehen übermäßiger Defizite zu warnen – zusammen mit der Androhung finanzieller Strafen ein starkes Bollwerk gegen fiskalische Disziplinlosigkeit bilden werde.

Die Direktoren stimmten im wesentlichen darin überein, daß der Euro mit der Zeit eine attraktive Reservewährung bilden werde, die mit dem Dollar wetteifern könne. Die Rolle des Euro und des Dollar werde vor allem von der Entwicklung auf den europäischen Finanzmärkten abhängen – einschließlich des aufsichtsrechtlichen Umfeldes und der Vielfalt der verfügbaren Anlage- und Finanzierungsinstrumente sowie von der Entwicklung der wirtschaftlichen Fundamentbedingungen.

Als das Exekutivdirektorium im August 1997 bei der Prüfung der weltwirtschaftlichen Aussichten die EWU erörterte, wiesen die Direktoren erneut auf den beeindruckenden Grad an wirtschaftlicher Konvergenz hin, der in Europa erreicht worden sei, einschließlich

der verbesserten öffentlichen Finanzen, der niedrigeren Inflation und Zinsen sowie der relativ stabilen Wechselkurse. Einige Direktoren waren der Auffassung, daß die Fortschritte in der wirtschaftlichen Konvergenz und das starke Engagement, die EWU wie geplant zu beginnen, dazu geführt hätten, die Risiken und Unsicherheiten im Vorfeld der EWU beträchtlich zu vermindern.

Eine Reihe von Direktoren betonte, daß der beste Weg, um etwaige noch bestehende Unsicherheiten über den Start der EWU zu minimieren, und um sicherzustellen, daß eine tragfähige und starke EWU pünktlich beginne, über fiskalische Maßnahmen führe, mit denen die Länder während des Rests von 1997 und im Jahr 1998 ihr Bekenntnis zu den Erfordernissen des Maastricht-Vertrags und des Stabilitäts- und Wachstumspaktes erneut deutlich machten. Mehrere Direktoren verwiesen auf die Gefahr, daß eine Anzahl von Mitgliedschaftskandidaten das fiskalische Defizitziel leicht überschreiten könnte. Sie stimmten mit dem Stab jedoch darin überein, daß – besonders angesichts des erreichten Abbaus der konjunkturbereinigten Defizite und des längerfristigen Rahmens, der mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt für die fiskalische Disziplin geschaffen worden sei – kleine Überschreitungen der tatsächlichen Defizite über den Referenzwert nicht als Hindernis für einen planmäßigen Übergang zur EWU angesehen werden sollen. Im Gegensatz dazu unterstrichen einige andere Direktoren, daß eine strikte Anwendung des Maastrichter Kriteriums für die öffentlichen Defizite wichtig sei, um die Glaubwürdigkeit der EWU nicht zu beeinträchtigen.

Die Direktoren stellten fest, daß während des Übergangs zur einheitlichen Währung noch andere Herausforderungen zu bewältigen seien, um eine erfolgreiche Währungsunion zu begründen. Sie stimmten weitgehend darin überein, daß, zusätzlich zu einer soliden Geld- und Fiskalpolitik, eine Verbesserung der Entwicklung an den europäischen Arbeitsmärkten für den Erfolg der EWU entscheidend sei. Die Direktoren betonten, daß umfassende Arbeitsmarktreformen zum Abbau der strukturellen Arbeitslosigkeit nicht nur dazu beitragen würden, dem mittelfristigen Wachstum einen Auftrieb zu verleihen und die finanzpolitische Lage zu verbessern, sondern Europa auch helfen würden, sich rascher an belastende wirtschaftliche Störungen anzupassen, wenn die Währungsunion in Kraft sei, was zugleich die Billigung des Projekts durch die Bevölkerung

stärken werde. Die Direktoren stimmten im wesentlichen darin überein, daß die Unabhängigkeit des Europäischen Systems der Zentralbanken sowie sein Mandat und seine Fähigkeit, für Preisstabilität zu sorgen, durch die Bestimmungen über seine Funktionsweise gut gewährleistet sein sollten. Sie vertraten allgemein die Auffassung, daß der Wechselkurs kein geeigneter nominaler Anker für die Geldpolitik im Euro-Raum sei. Die Direktoren glaubten, daß die Einführung des Euro von einer erheblichen Umstrukturierung an den Finanzmärkten und von möglicher Instabilität in den Geldnachfragefunktionen begleitet sein werde. Die Direktoren zogen in Betracht, daß die Europäische Zentralbank (EZB) wahrscheinlich ein breites Spektrum von Indikatoren in ihrer Geldpolitik verwenden werde, insbesondere in den frühen Phasen der EWU. Es wurde vermerkt, daß Transparenz der Geldpolitik wichtig sei, um die Glaubwürdigkeit der EZB zu sichern und zu wahren.

Eine Reihe von Direktoren bemerkte, daß sich die Lage der öffentlichen Haushalte aufgrund der demographischen Entwicklung mittel- bis langfristig in vielen EU-Mitgliedsländern trotz des erheblichen Fortschritts bei der fiskalischen Konsolidierung verschlechtern könnte. Diese Probleme müßten unabhängig von der EWU angegangen werden.

Während ihrer Erörterung der weltwirtschaftlichen Aussichten im März 1998 erklärten die Direktoren, daß das Ziel der Errichtung einer Währungsunion mit einer großen Zahl von EU-Mitgliedsländern in Reichweite sei – im Einklang mit dem vereinbarten Zeitplan. Der Fortschritt bei der fiskalischen Anpassung und die Konvergenz von Inflation und Zinssätzen sei beeindruckend gewesen. Allerdings sei eine weitere Haushaltskonsolidierung in der nahen Zukunft wünschenswert, um das mittelfristige Wachstumspotential zu stärken und um eine größere Flexibilität der Politik im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspaktes zu ermöglichen. Die Direktoren äußerten jedoch besondere Besorgnis darüber, daß sich die strukturellen Reformen der Arbeits- und Gütermärkte verzögerten.

Während seines Treffens im April 1998 beauftragte der Interimsausschuß das Exekutivdirektorium, die Auswirkungen der EWU auf die Geschäfte des IWF und auf die Überwachung durch den IWF weiter zu prüfen und über seine Ergebnisse rechtzeitig vor dem nächsten Treffen des Ausschusses im Oktober 1998 zu berichten.

