

# DIE WELT- WIRTSCHAFT





## Die wichtigsten weltwirtschaftlichen Entwicklungen im Geschäftsjahr 1998/99

Im Jahre 1998/99 stabilisierten sich die Finanzmärkte, und die Wirtschaftstätigkeit in den aufstrebenden Marktwirtschaften Asiens durchschritt die Talsohle. Dabei gab es Zeichen einer wirtschaftlichen Wende, die in einigen Fällen Anfang 1999 sichtbar wurde. Im Verlauf des Jahres trat für die aufstrebenden Marktwirtschaften eine deutliche Verschlechterung ihrer externen Finanzierungsbedingungen ein, und zwar insbesondere im Anschluß an die Rußlandkrise im August, die auch zeitweise Anlaß zu Befürchtungen eines weiter verbreiteten Kreditengpasses gab. Nachdem die Geldpolitik in den Industrieländern auf breiter Basis gelockert worden war, verbesserte sich die Lage, wenngleich die Brasilienkrise im Januar 1999 einen vorübergehenden Rückschlag auslöste.

Die Konjunktur in den aufstrebenden Marktwirtschaften wurde im Berichtsjahr allgemein nachteilig beeinflusst, nicht nur durch das schwierige externe Finanzierungsumfeld, sondern auch durch eine schwächere Auslandsnachfrage und sinkende Preise für Rohstoffexporte. Unter den Industrieländern verstärkte sich die Rezession in Japan während des Jahres 1998, bevor es Anfang 1999 zu einem deutlichen Wiederaufschwung kam. Das Wachstum in der Europäischen Union (EU) schwächte sich während dieses Zeitraums ab, aber die Expansion in den Vereinigten Staaten blieb bemerkenswert kräftig. Das globale Produktionswachstum verlangsamte sich 1998 auf 2½ %, von 4¼ % 1997, wobei es Anfang 1999 Anzeichen einer gewissen Besserungstendenz gab. Jedoch schien das Wachstum deutlich schwächer zu bleiben als während der Zeit von 1994-97 (siehe Tabelle 1 und Schaubild 1). Diese vierte globale Abschwächung in einem Vierteljahrhundert resultierte im wesentlichen aus den Krisen in den aufstrebenden Marktwirtschaften und der Rezession in Japan.

Die Rohstoffpreise sanken 1998/99 durchweg in einem seit Mitte der 80er Jahre nicht gekannten Maße. Nach einigen starken Rückgängen zu Anfang 1998 gaben die Ölpreise gegen Ende des Jahres weiter nach, so daß sie im Ergebnis im gesamten Jahr 1998 um mehr als 30 % sanken. Aber der größte Teil des Rückgangs von 1998 wurde nach der Ankündigung geplan-

ter Produktionskürzungen im März 1999 und den Zeichen einer Wende in Asien wieder aufgeholt. Die Preise der Rohstoffe ohne Brennstoffe sanken während des Berichtsjahres stetig und waren im März 1999 um mehr als 15 % niedriger als ein Jahr zuvor. Diese Abwärtsbewegung der Rohstoffpreise trug zwar dazu bei, die globale Inflation zu senken, verminderte aber auch die realen Einkommen und die Inlandsnachfrage in vielen rohstoffexportierenden Entwicklungsländern, wobei in einigen Fällen deutlich negative Wirkungen auf die Leistungsbilanzen und die Lage der öffentlichen Haushalte ausgingen. Zum Teil als Folge kostengünstiger Importe aus asiatischen aufstrebenden Märkten und sinkender Rohstoffpreise nahm die Verbraucherpreis-inflation in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 1998 weiter ab, auf 1½ %. Hingegen stieg die Inflation in einer Reihe aufstrebender Marktwirtschaften – darunter Indonesien und Rußland – im Gefolge von Währungsabwertungen deutlich.

Verbunden mit den finanziellen Turbulenzen in den aufstrebenden Marktwirtschaften war ein steiler Rückgang der privaten Kapitalzuflüsse. Im Gefolge der Rußlandkrise verloren die meisten Schuldner aus den aufstrebenden Märkten zeitweilig den Zugang zu privaten Finanzierungen, da die Zinsaufschläge Werte erreichten, die seit der mexikanischen Krise von 1995 nicht mehr beobachtet worden waren, wobei die lateinamerikanischen Länder am stärksten betroffen waren. Die allgemeine Flucht in die Qualität und Liquidität führte auch zu einer deutlichen Verschärfung der Kreditvergabebedingungen und einem starken Rückgang der Aktienkurse in den entwickelten Finanzmärkten, bevor die Spannungen Ende 1998 nachließen. Die privaten Nettokapitalströme in die aufstrebenden Marktwirtschaften sanken 1998 auf etwa 65 Mrd \$ und damit auf weniger als ein Drittel des 1996 erreichten Höchststandes und den niedrigsten Jahreswert in diesem Jahrzehnt (siehe Tabelle 2). Aufgrund der Brasilienkrise verzögerte sich zwar die Korrektur der Zinsaufschläge und Kapitalströme auf den Stand, der vor der Rußlandkrise verzeichnet worden war, aber gegen März/April 1999 begannen die Kreditnehmer aus den aufstrebenden

Tabelle 1

**Weltwirtschaftlicher Überblick**

(jährliche Veränderung in Prozent, soweit nicht anders vermerkt)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Weltwirtschaftliche Gesamtproduktion</b>	<b>1,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>4,0</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>4,2</b>	<b>2,5</b>
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	1,2	1,9	1,2	3,2	2,6	3,2	3,2	2,2
Wichtige Industrieländer	0,8	1,8	1,1	2,9	2,1	3,0	3,0	2,2
Vereinigte Staaten	-0,9	2,7	2,3	3,5	2,3	3,4	3,9	3,9
Japan	3,8	1,0	0,3	0,6	1,5	5,0	1,4	-2,8
Deutschland	5,0	2,2	-1,2	2,7	1,2	1,3	2,2	2,8
Frankreich	0,8	1,2	-1,3	2,8	2,1	1,6	2,3	3,1
Italien	1,1	0,6	-1,2	2,2	2,9	0,9	1,5	1,4
Vereinigtes Königreich	-1,5	0,1	2,3	4,4	2,8	2,6	3,5	2,1
Kanada	-1,9	0,9	2,3	4,7	2,6	1,2	3,8	3,0
Sonstige Industrieländer	2,9	2,5	2,0	4,6	4,4	3,8	4,2	2,1
<i>Nachrichtlich</i>								
Industrieländer	0,8	1,7	0,9	2,9	2,3	3,0	3,0	2,5
Euroraum	2,4	1,3	-1,0	2,7	2,3	1,7	2,5	2,9
Neuerlich industrialisierte asiatische Volkswirtschaften	7,9	5,8	6,3	7,6	7,3	6,3	6,0	-1,5
Entwicklungsländer	4,9	6,7	6,5	6,8	6,1	6,5	5,7	3,3
Afrika	1,8	0,2	0,7	2,2	3,1	5,8	3,1	3,4
Asien	6,6	9,5	9,3	9,6	9,1	8,2	6,6	3,8
China	9,2	14,2	13,5	12,6	10,5	9,6	8,8	7,8
Indien	1,7	4,2	5,1	7,2	8,0	7,4	5,5	5,6
ASEAN-4 <sup>1</sup>	7,4	6,7	7,1	7,7	8,1	7,1	3,8	-9,4
Nahe Osten und Europa	2,7	7,0	4,0	0,6	3,7	4,7	4,4	2,9
Westliche Hemisphäre	3,9	3,3	3,9	5,2	1,3	3,6	5,2	2,3
Brasilien	1,0	-0,5	4,9	5,9	4,2	2,8	3,5	0,2
Transformationsländer	-7,4	-11,7	-6,4	-7,5	-1,1	-0,3	2,2	-0,2
Mittel- und Osteuropa ohne Belarus und Ukraine	-9,9	-8,5	-3,7	-2,9	1,6	1,6	3,1	2,4
Rußland	-10,7	-5,0	0,3	3,2	5,6	3,7	3,5	2,6
Transkaukasus and Zentralasien	-5,0	-14,5	-8,7	-12,6	-4,1	-3,5	0,8	-4,8
Transkaukasus and Zentralasien	-7,0	-14,4	-9,6	-10,4	-4,4	1,6	2,4	2,0
<b>Welthandelsvolumen (Waren und Dienste)</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>3,7</b>	<b>9,1</b>	<b>9,6</b>	<b>6,9</b>	<b>9,9</b>	<b>3,3</b>
Einfuhren								
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	3,4	4,8	1,7	9,7	9,1	6,5	9,1	4,7
Entwicklungsländer	9,7	11,1	8,7	7,2	11,5	8,2	11,2	-0,7
Transformationsländer	-12,7	-25,7	8,9	5,5	15,3	9,6	9,3	1,2
Ausfuhren								
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	5,8	5,2	3,4	8,7	9,1	6,3	10,3	3,2
Entwicklungsländer	6,2	10,7	8,2	13,1	10,5	9,2	11,4	2,2
Transformationsländer	3,6	-21,3	8,0	2,8	11,5	6,6	6,2	4,1
<b>Rohstoffpreise in US-Dollar</b>								
Öl <sup>2</sup>								
in SZR	-16,4	-4,5	-11,1	-7,3	1,8	23,7	-0,2	-31,2
in US-Dollar	-15,7	-1,7	-11,8	-5,0	7,9	18,4	-5,4	-32,1
Rohstoffe ohne Brennstoffe <sup>3</sup>								
in SZR	-6,5	-2,8	2,7	10,6	2,3	3,3	2,0	-13,5
in US-Dollar	-5,7	0,1	1,8	13,4	8,4	-1,2	-3,3	-14,8
<b>Verbraucherpreise</b>								
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	4,7	3,5	3,1	2,6	2,5	2,4	2,1	1,6
Entwicklungsländer	36,5	38,9	47,2	51,8	22,2	14,3	9,4	10,4
Transformationsländer	94,1	646,4	602,0	266,9	126,9	40,6	28,2	20,8
<b>LIBOR-Satz für Sechsmonatsgeld (Prozent)<sup>4</sup></b>								
US-Dollar-Einlagen	6,1	3,9	3,4	5,1	6,1	5,6	5,9	5,6
Yen-Einlagen	7,2	4,3	3,0	2,4	1,3	0,7	0,7	0,7
Euro-Einlagen	9,5	9,8	7,4	5,7	5,7	3,7	3,5	3,7

Quelle: IWF, *World Economic Outlook* (Mai 1999).<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.<sup>3</sup>Durchschnitt, auf Basis der Gewichtung der Weltausfuhren dieser Rohstoffe.<sup>4</sup>Londoner Interbanken-Angebotsatz.

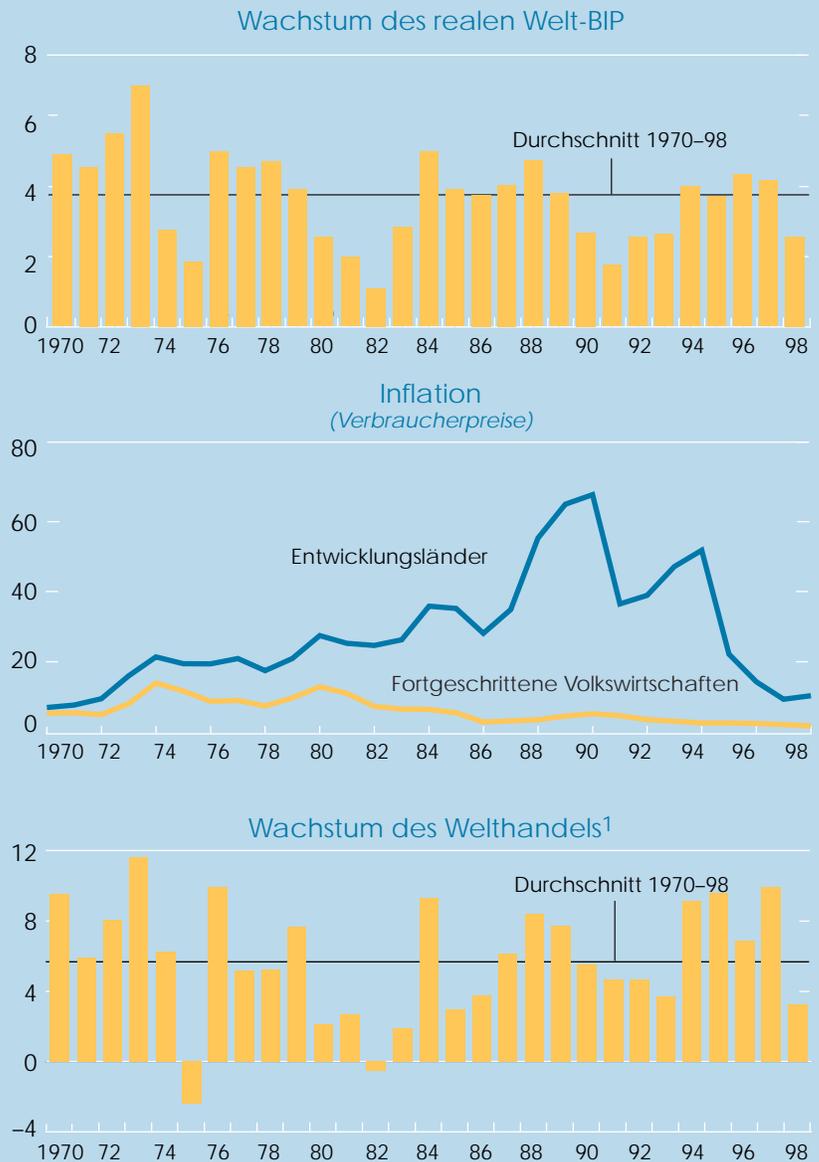
den Marktwirtschaften, einschließlich einiger in Lateinamerika, wieder an die Märkte zurückzukehren.

Das niedrigere Produktionswachstum in allen wichtigen Ländergruppen führte 1998 zu einer deutlichen Verlangsamung im Wachstum des Welthandelsvolumens auf schätzungsweise 3¼ %, die geringste Jahreszuwachsrate seit 1985. Außerdem trugen die Anpassungen in den von der Krise betroffenen aufstrebenden Marktwirtschaften, das schwierigere externe Finanzierungsumfeld, fallende Preise für Rohstoffexporte und das ungleichmäßig verteilte Wachstum in den Industrieländern zu beträchtlichen Veränderungen in den regionalen und nationalen Handels- und Zahlungsbilanzen bei. Die Handelsbilanzen der von der Krise betroffenen ostasiatischen Volkswirtschaften verbesserten sich 1998 deutlich, und zwar um fast 100 Mrd \$, da der drastische Importrückgang anhielt, der in der zweiten Hälfte von 1997 begonnen hatte. Im Gefolge des einsetzenden Aufschwungs in den ostasiatischen Krisenländern begann ihr zusammengefaßter Handelsüberschuß Ende 1998 und Anfang 1999 wieder zu sinken. Die Hauptanpassungsanstrengungen verlagerten sich dann auf jene lateinamerikanischen Länder, die mit einem ungünstigeren außenwirtschaftlichen Umfeld konfrontiert waren, und auf wichtige rohstoffexportierende Entwicklungsländer, die sich anfänglich auf ihre Reserven und auf Auslandskredite gestützt hatten, um die aus niedrigeren Rohstoffpreisen resultierenden Einnahmeausfälle auszugleichen. Die Verbesserung der Handelsbilanzen der Gruppe der aufstrebenden Marktwirtschaften fand ihr Gegenstück vor allem in einer Reihe von Industrieländern, wo das Wachstum der Inlandsnachfrage das Produktionswachstum überstieg, insbesondere in den Vereinigten Staaten, auf die 1998 etwa die Hälfte des Wachstums der globalen Nachfrage entfiel. Die zusammengefaßten Handelsbilanzen der Industrieländer verschlechterten sich 1998 um fast 80 Mrd \$.

Schaubild 1

## Weltindikatoren

(jährliche prozentuale Veränderung)



<sup>1</sup>Waren und Dienstleistungen, volumemäßig.

### Aufstrebende Marktwirtschaften

Das Wachstum in den Entwicklungsländern verlangsamte sich 1998 auf 3¼ %, von 5¾ % 1997, wobei Afrika als einzige Region eine, wenn auch nur begrenzte, Zunahme des Wachstums verzeichnete (siehe Schaubild 2). Die ostasiatischen Krisenländer, außer den Philippinen, mußten starke Produktionsrückgänge hinnehmen.

Tabelle 2

**Die aufstrebenden Marktwirtschaften: Nettokapitalströme<sup>1</sup>***(Milliarden US-Dollar)*

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Gesamtsumme</b>								
Private Nettokapitalströme <sup>2</sup>	123,8	119,3	181,9	152,6	193,3	212,1	149,1	64,3
Nettodirektinvestitionen	31,3	35,5	56,8	82,7	97,0	115,9	142,7	131,0
Nettoportfolioinvestitionen	36,9	51,1	113,6	105,6	41,2	80,8	66,8	36,7
Sonstige Nettoinvestitionen	55,6	32,7	11,5	-35,8	55,0	15,4	-60,4	-103,4
Öffentliche Nettokapitalströme	36,5	22,3	20,1	1,8	26,1	-0,8	24,4	41,7
Veränderung der Währungsreserven <sup>3</sup>	-61,5	-51,9	-75,9	-66,7	-120,2	-109,1	-61,2	-34,7
<i>Nachrichtlich</i>								
Leistungsbilanz <sup>4</sup>	-85,1	-75,6	-116,0	-72,0	-91,0	-91,8	-87,1	-59,1
<b>Afrika</b>								
Private Nettokapitalströme <sup>2</sup>	8,9	6,9	8,7	4,8	6,8	7,6	16,3	10,3
Nettodirektinvestitionen	2,0	1,7	1,9	3,4	4,2	5,5	7,6	6,8
Nettoportfolioinvestitionen	-1,5	-0,6	1,0	0,8	1,5	-0,2	2,9	3,5
Sonstige Nettoinvestitionen	8,4	5,8	5,8	0,7	1,2	2,3	5,8	0,0
Öffentliche Nettokapitalströme	7,8	10,5	7,8	14,0	10,8	3,7	-4,5	1,5
Veränderung der Währungsreserven <sup>3</sup>	-2,5	0,8	0,8	-4,7	-1,7	-7,4	-12,3	2,9
<i>Nachrichtlich</i>								
Leistungsbilanz <sup>4</sup>	-7,4	-10,4	-11,0	-11,8	-16,4	-5,7	-6,1	-18,1
<b>Asien<sup>5</sup></b>								
<b>Krisenländer<sup>6</sup></b>								
Private Nettokapitalströme <sup>2</sup>	26,8	26,6	31,9	33,2	62,5	62,4	-19,7	-45,3
Nettodirektinvestitionen	6,1	6,3	6,7	6,5	8,7	9,5	12,1	4,9
Nettoportfolioinvestitionen	3,4	5,3	16,5	8,3	17,0	20,0	12,6	-6,5
Sonstige Nettoinvestitionen	17,3	15,0	8,7	18,4	36,9	32,9	-44,5	-43,6
Öffentliche Nettokapitalströme	4,4	2,0	0,6	0,3	0,7	4,8	25,0	22,7
Veränderung der Währungsreserven <sup>3</sup>	-8,3	-18,1	-20,6	-6,1	-18,3	-13,6	37,7	-39,1
<i>Nachrichtlich</i>								
Leistungsbilanz <sup>4</sup>	-25,2	-16,1	-13,5	-23,2	-40,5	-53,4	-27,0	66,6
<b>Sonstige asiatische aufstrebende Märkte</b>								
Private Nettokapitalströme <sup>2</sup>	7,2	-8,7	25,5	33,2	32,6	38,1	22,8	-9,6
Nettodirektinvestitionen	8,3	8,5	26,3	38,7	41,1	45,6	50,5	45,1
Nettoportfolioinvestitionen	-2,0	2,6	4,5	1,1	-6,1	-7,5	-11,8	-8,8
Sonstige Nettoinvestitionen	0,9	-19,7	-5,4	-6,6	-2,4	0,1	-15,8	-45,9
Öffentliche Nettokapitalströme	6,5	8,3	7,9	5,1	3,8	5,3	3,3	5,9
Veränderung der Währungsreserven <sup>3</sup>	-31,4	-7,6	-17,2	-47,7	-26,2	-42,5	-46,3	-9,7
<i>Nachrichtlich</i>								
Leistungsbilanz <sup>4</sup>	23,7	14,0	-8,5	17,1	9,4	17,0	37,5	30,5
<b>Naher Osten und Europa<sup>7</sup></b>								
Private Nettokapitalströme <sup>2</sup>	68,6	35,1	33,7	15,4	10,1	6,8	16,7	26,5
Nettodirektinvestitionen	1,2	0,9	3,9	3,8	3,7	2,4	3,3	2,9
Nettoportfolioinvestitionen	22,3	13,5	21,8	13,6	9,4	4,1	4,3	8,8
Sonstige Nettoinvestitionen	45,1	20,7	8,0	-2,0	-3,0	0,4	9,1	14,7
Öffentliche Nettokapitalströme	3,9	-1,3	2,3	-1,3	-1,4	-0,7	-1,0	-2,2
Veränderung der Währungsreserven <sup>3</sup>	-3,3	1,2	-4,8	-3,6	-12,7	-16,2	-20,4	-5,3
<i>Nachrichtlich</i>								
Leistungsbilanz <sup>4</sup>	-64,2	-26,7	-31,1	-7,2	-5,2	5,4	2,9	-22,7
<b>Westliche Hemisphäre</b>								
Private Nettokapitalströme <sup>2</sup>	24,1	55,9	62,6	47,5	38,3	82,0	87,3	69,0
Nettodirektinvestitionen	11,3	13,9	12,0	24,9	26,1	39,3	50,7	54,0
Nettoportfolioinvestitionen	14,7	30,3	61,1	60,8	1,7	40,0	39,7	33,0
Sonstige Nettoinvestitionen	-2,0	11,7	-10,6	-38,2	10,6	2,7	-3,1	-18,1
Öffentliche Nettokapitalströme	2,7	-1,7	0,6	-4,1	20,6	-13,7	-7,8	1,6
Veränderung der Währungsreserven <sup>3</sup>	-17,4	-22,6	-21,3	4,2	-25,5	-28,3	-14,6	17,7
<i>Nachrichtlich</i>								
Leistungsbilanz <sup>4</sup>	-16,9	-34,5	-45,7	-50,9	-35,9	-38,9	-65,1	-89,6

Tabelle 2 (Fortsetzung)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
<b>Transformationsländer</b>								
Private Nettokapitalströme <sup>2</sup>	-11,7	3,5	19,6	18,5	42,9	15,1	25,7	13,6
Nettodirektinvestitionen	2,4	4,2	6,0	5,4	13,4	13,5	18,5	17,4
Nettoportfolioinvestitionen	0,0	0,1	8,8	21,0	17,8	24,4	19,0	6,7
Sonstige Nettoinvestitionen	-14,1	-0,7	4,8	-8,0	11,7	-22,8	-11,9	-10,6
Öffentliche Nettokapitalströme	11,1	4,5	0,9	-12,2	-8,5	-0,2	9,3	12,2
Veränderung der Währungsreserven <sup>3</sup>	1,3	-5,6	-12,8	-8,7	-35,8	-1,0	-5,3	-1,2
<i>Nachrichtlich</i>								
Leistungsbilanz <sup>4</sup>	4,8	-1,7	-6,3	3,9	-2,4	-16,2	-29,3	-25,8

Quelle: IWF, *World Economic Outlook* (Mai 1999).

<sup>1</sup>Nettokapitalströme umfassen Nettodirektinvestitionen, Nettoportfolioinvestitionen und sonstige lang- und kurzfristige Nettoinvestitionen inklusive öffentlicher und privater Kreditaufnahme. Die aufstrebenden Märkte umfassen die Entwicklungsländer, Transformationsländer, Korea, Singapur, Taiwan (Provinz Chinas) und Israel. Daten für Hongkong (SVB) liegen nicht vor.

<sup>2</sup>Aufgrund nur begrenzt vorliegender Daten enthält „Sonstige Nettoinvestitionen“ möglicherweise einige öffentliche Kapitalströme.

<sup>3</sup>Ein Minuszeichen gibt eine Zunahme an.

<sup>4</sup>Der Unterschied zwischen Leistungsbilanz und der Summe der privaten Nettokapitalströme, der öffentlichen Nettokapitalströme und der Veränderungen der Währungsreserven ist das Kapitalkonto zuzüglich Fehler und Auslassungen.

<sup>5</sup>Umfaßt Korea, Singapur und Taiwan (Provinz Chinas). Daten über Hongkong (SVB) liegen nicht vor.

<sup>6</sup>Indonesien, Korea, Malaysia, die Philippinen und Thailand.

<sup>7</sup>Umfaßt Israel.

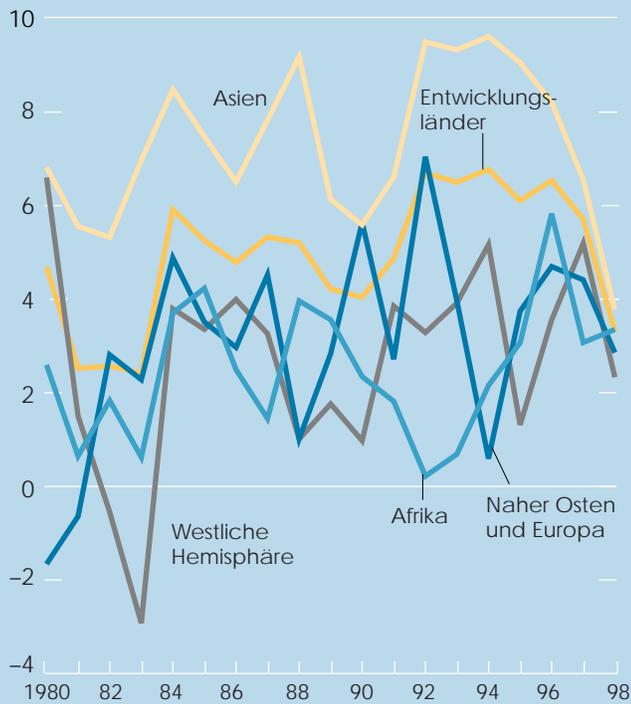
Unter den asiatischen Krisenländern begannen sich die Finanzmärkte in *Korea und Thailand* im zweiten Quartal 1998 zu stabilisieren, und Zeichen einer Überwindung der Talsohle der wirtschaftlichen Aktivität wurden gegen Ende des Jahres sichtbar, obwohl das Produktionswachstum für das gesamte Jahr negativ war. In beiden Ländern erholte sich das Vertrauen der Investoren erheblich, was dazu führte, daß die Währungen einen Teil ihrer Verluste wieder aufholten, die Zinssätze fielen und die Aktienkurse wieder anstiegen. Eine expansive Fiskalpolitik stützte auch die Nachfrage. Ein positives Wachstum wurde in Korea Ende 1998 wieder erreicht. In Thailand stabilisierte sich die Produktion in den letzten Monaten von 1998, bevor sie Anfang 1999 wieder zunahm. Die Leistungsbilanzpositionen beider Länder verbesserten sich 1998 deutlich und kehrten sich in Überschüsse von 12 bis 13 % des BIP um, und zwar weitgehend als Folge drastischer Importrückgänge. In *Indonesien*, wo die Währung Mitte 1998 bei politischen Unruhen und Ungewißheiten über die Politikumsetzung unter weiteren Abwärtsdruck geriet, kehrte das Vertrauen nur langsam zurück, und hohe Zinssätze mußten länger beibehalten werden, um den Wechselkurs zu stabilisieren. Die Produktion fiel bis Ende 1998 weiter, bevor sie Anfang 1999 Zeichen eines Aufschwungs zeigte. Nachdem in *Malaysia* die Behörden auf den Druck der Finanzmärkte mit einer Straffung der Makropolitik reagiert hatten, kam es im August 1998 zu einem Kurswechsel der Geldpolitik in die expansive Richtung, zusammen mit der Fixierung des Wechselkurses und der Einführung von Kapitalkontrollen im September 1998; einige dieser

Kontrollen wurden Anfang 1999 gelockert. Ende April 1999 war der Rückgang der Wirtschaftsaktivität zum Stillstand gekommen, und Zeichen eines Aufschwungs waren sichtbar geworden. Die *Philippinen* waren weiterhin von der Krise weniger betroffen, aber die Produktion sank 1998 dennoch leicht, vor allem als Folge eines wetterbedingten Rückgangs der landwirtschaftlichen Produktion.

Von den anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens wuchs *Chinas* reales BIP 1998 um 7¼ %. Dieses Ergebnis entsprach annähernd dem offiziellen Ziel von 8 %, und stützte sich auf eine starke Erhöhung der öffentlichen Investitionsausgaben. Zum Teil als Folge der niedrigen Kapazitätsauslastung und des Rückgangs der Importpreise fielen die Verbraucherpreise um etwa 1 %. Die Aktivität in *Hongkong (SVB)* wurde jedoch von der Asienkrise schwer getroffen, wobei die Produktion 1998 um etwa 5 % zurückging. Anfang 1999 blieb die Aktivität schwach, zum Teil wegen der hohen Realzinsen bei negativer Inflation und schwacher Inlandsnachfrage. Die Krise in der Region erfaßte auch *Singapur*, und dies trotz seiner starken inländischen Fundamentaldaten. Obwohl eine akkommodierende Geldpolitik und Wechselkursanpassungen nach unten die Auswirkungen der Krise auf die Wirtschaft begrenzten, schwächte sich die wirtschaftliche Aktivität in der zweiten Hälfte von 1998 ab, bevor Anfang 1999 positives Wachstum zurückkehrte. Andere aufstrebende Volkswirtschaften Asiens erwiesen sich gegenüber den finanziellen Turbulenzen der Region als widerstandsfähiger. Hierzu gehörte Indien, dessen Volkswirtschaft relativ geschlossen ist, auch wenn sich das Wachstum dort

Schaubild 2

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



nach der Abschwächung im Jahre 1997 nicht zu erholen vermochte. Dies war aber zum Teil eine Folge der Verzögerung struktureller Reformen und der Verschlechterung der Regierungsfinanzen.

Die ostasiatische Krise trug zu höheren Finanzierungskosten und rückläufigen Öl- und anderen Rohstoffpreisen bei, wodurch starker Druck auf aufstrebende Marktwirtschaften in anderen Regionen ausgelöst wurde. In *Rußland* machten strukturelle Schwächen im Unternehmens- und im Bankensektor, anhaltende fiskalische Ungleichgewichte und der Aufbau kurzfristiger Regierungsschulden (auch gegenüber ausländischen Investoren) die Wirtschaft besonders anfällig. Wachsende Spannungen am Devisenmarkt und im Handel mit Schatzwechseln führten im August 1998 zu einer De-facto-Abwertung und einer einseitigen Restrukturierung von Inlandsschulden. Als Folge des starken finanziellen Drucks im Vorfeld der Augustkrise und der Verschlechterung der allgemeinen wirtschaftlichen Lage in der Nachkrisenzeit sank die Produktion im gesamten Jahr 1998 um 4½ %, die Inflation beschleunigte sich Anfang 1999 auf Zwölfmonatsbasis auf mehr als 100 %, und die Währung blieb unter Druck. Der Verlust des Zugangs zu privater marktmäßiger Finanzierung im Anschluß an die Krise führte zu einem

drastischen Importrückgang und einem entsprechenden Umschwung der Leistungsbilanz in einen Überschuß. Dennoch waren die Behörden gezwungen, sich um eine Umschuldung von Zahlungsverpflichtungen aus Schulden zu bemühen, die von der früheren Sowjetunion übernommen worden waren (siehe Kapitel 4 zu weiteren Ausführungen zur Entwicklung in Rußland im Jahre 1998/99).

Die Rußlandkrise hatte deutlich nachteilige Wirkungen auf die Konjunktur in benachbarten *Transformationsländern* und trug wesentlich zu Währungsabwertungen in einer Reihe von ihnen – einschließlich der Ukraine – sowie zu weiteren inflationären Folgen bei. Die *baltischen Länder* waren weniger betroffen; sie behaupteten ihre Wechselkursbindungen und behielten ihren Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten, verzeichneten aber dennoch eine Verlangsamung des Wachstums, was zum Teil eine Folge des verringerten Handels mit Rußland und des Engagements des Bankensektors in Rußland war. In den Transformationsländern *Mittel- und Osteuropas* hatte die Rußlandkrise eine zumeist vorübergehende Wirkung: die sich abschwächende Nachfrage auf den Exportmärkten Westeuropas übte Ende 1998 und Anfang 1999 einen stärkeren negativen Einfluß auf das Wachstum aus. In der Tschechischen Republik fiel die Produktion im Jahre 1998 um 2¼ %, worin sich zum Teil die Straffung der Politik 1997 und Anfang 1998 widerspiegelte, die zum Abbau externer Ungleichgewichte notwendig war. In Ungarn und Polen war das Wachstum mit etwa 5 % im Jahre 1998 relativ robust, und dies trotz der Verlangsamung gegen Jahresende. Die Verbraucherpreisinflation sank Ende 1998 und Anfang 1999 auf Zwölfmonatsbasis in allen drei Ländern rasch auf einstellige Werte, was auf fallende Rohstoffpreise, die vorherige geldpolitische Straffung und eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums zurückzuführen war.

In Lateinamerika bewältigten die meisten Länder den finanziellen Druck, der von der Asienkrise ausging, recht gut, was zum Teil auf Maßnahmen zur Straffung der makroökonomischen Politik zurückzuführen war. Sie wurden jedoch von der Rußlandkrise stark in Mitleidenschaft gezogen, da die Zinsaufschläge auf ihre Auslandsschuld emporschnellten und die privaten Kapitalzuflüsse praktisch zum Erliegen kamen. *Brasilien* geriet aufgrund von Besorgnissen über sein großes Haushaltsdefizit und die Durchhaltbarkeit seiner Wechselkursanbindung unter besonders starkem Druck. In Reaktion darauf erhöhten die brasilianischen Behörden die Notenbanksätze und kündigten Ende Oktober 1998 ein Bündel fiskalischer Maßnahmen an, durch die beträchtliche Primärüberschüsse als Teil eines vom IWF finanziell unterstützten Politikprogramms erzielt werden sollten. Jedoch führten Zweifel der Investoren an der Fähigkeit der Behörden, diese fiskalischen Maßnahmen umzusetzen, und Befürchtungen, daß die Zins-

sätze nicht hoch genug seien, um die anhaltenden Kapitalabflüsse zu stoppen, zu zunehmendem Druck auf die Währung. Dies veranlaßte die Zentralbank im Januar, ihr Wechselkursband mit gleitenden Abwertungsraten aufzugeben und den Real floaten zu lassen. Die Währung wertete sich anfangs um mehr als 40 % gegenüber dem US-Dollar ab und blieb, bei starker Unbeständigkeit auf den heimischen Finanzmärkten, bis Anfang März unter Druck. Als dann Schritte zur Stärkung des fiskalischen Anpassungsprogramms unternommen wurden, begann das Vertrauen in den lateinamerikanischen Ländern allgemein zurückzukehren (siehe Kapitel 4 zu weiteren Ausführungen zur Entwicklung in Brasilien im Jahre 1998/99).

Die brasilianische Abwertung hatte relativ begrenzte und meist vorübergehende Wirkungen auf die Finanzmärkte *anderer lateinamerikanischer Länder*; sie ist jedoch über den Außenhandel mit größeren Folgewirkungen für Brasiliens Partner im Mercosur-Handelsabkommen (Argentinien, Paraguay und Uruguay) verbunden. Das Wachstum in Lateinamerika hatte sich bereits in der zweiten Hälfte von 1998 stark verlangsamt. Diese Verlangsamung erklärte sich zum Teil aus dem ungünstigeren externen Finanzierungsumfeld, das sich im Gefolge der Rußlandkrise entwickelte, war aber auch auf die erheblich niedrigeren Rohstoffpreise zurückzuführen und – in den meisten Fällen – auf eine straffere Geld- und Fiskalpolitik. In Argentinien wurde das Wachstum in der zweiten Hälfte von 1998 negativ, nachdem es sich in den drei Jahren zuvor kräftig von den Folgen der Mexikokrise erholt hatte, und der Abschwung verstärkte sich durch Auswirkungen der brasilianischen Rezession auf den Außenhandel. Venezuela, hart getroffen durch den Rückgang der Ölpreise, litt an einer nicht tragfähigen Haushaltslage, und seine Rezession vertiefte sich ab dem vierten Quartal 1998. In Ecuador, ebenfalls stark abhängig von Ölexporterträgen, brach im Februar 1999 eine ernste Wechselkurs- und Bankenkrise aus. In Mexiko wurde das Wachstum besser aufrechterhalten als in den meisten Ländern Südamerikas, und zwar zum Teil aufgrund seiner engeren Verbindungen zur stark wachsenden US-Wirtschaft. Anderswo in der Westlichen Hemisphäre wurden die Volkswirtschaften mehrerer zentralamerikanischer Länder, darunter Honduras und Nicaragua, im Herbst 1998 von dem Hurrikan Mitch schwer getroffen.

Das Wirtschaftswachstum in *Afrika* blieb 1998 mit etwa 3½ % verhalten, was vor allem auf die anhaltende Schwäche der Rohstoffpreise und, im Falle von Südafrika, wo nur geringes Wachstum verzeichnet wurde, auf ungünstige Bedingungen an den internationalen Finanzmärkten zurückzuführen war. Obwohl die Wirkung niedrigerer Rohstoffpreise, einschließlich der Ölpreise, auf die realen Austauschverhältnisse (Terms of Trade) und das Wachstum in Afrika in vielen Fällen relativ bescheiden war, gerieten die öffentlichen Haus-

halte und die außenwirtschaftlichen Positionen unter Druck, und große Terms-of-Trade-Verluste verursachten in vielen Fällen erhebliche reale Einkommensrückgänge. Insbesondere die niedrigeren Ölpreise führten zu einer drastischen Verlangsamung des Wachstums in den ölproduzierenden Ländern Afrikas und des *Nahen Ostens*. Geringeres Wachstum wurde auch in der Türkei verzeichnet, wo die Produktion 1998 um 2¼ % zunahm, gegenüber 7½ % 1997, da sich die Ansteckungswirkungen der Rußlandkrise in hohen Realzinssätzen und einem eingeschränkten Zugang zu den internationalen Finanzmärkten äußerten. In der gesamten Gruppe der Entwicklungsländer des Nahen Ostens und Europas verlangsamte sich das Wachstum 1998 auf 3 %, von 4½ % 1997, und zwar vor allem als Folge von Entwicklungen in den ölproduzierenden Ländern und der Türkei.

### Fortgeschrittene Volkswirtschaften

Die Unterschiede in der wirtschaftlichen Entwicklung zwischen den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurden 1998 ausgeprägter, da sich die Rezession in Japan vertiefte, die Belebung des Wachstums im Eurogebiet gegen Ende des Jahres auslief und die Expansion in den Vereinigten Staaten kräftig blieb.

Die *japanische* Wirtschaft schrumpfte 1998 um 2¼ %, aber Anfang 1999 nahm die Produktion wieder kräftig zu, und zwar bis auf ein knapp über dem von Anfang 1998 liegenden Niveau, wenn auch noch unterhalb der 1997 erreichten Werte. Die Verbraucherpreise blieben in diesem Zeitraum weitgehend unverändert, während die Preise auf der Großhandelsstufe fielen, was zu Deflationsbefürchtungen beitrug. Die Vertiefung der japanischen Rezession im Jahre 1998 wurde hauptsächlich durch eine Schwäche der privaten Nachfrage verursacht, die wiederum durch schwindendes Vertrauen und Schwächen im Finanzsektor, aber auch durch die Abschwächung der Nachfrage in den aufstrebenden Marktwirtschaften Ostasiens bedingt war. In Reaktion darauf beschlossen die Behörden zusätzliche fiskalische Stimulierungsmaßnahmen und lockerten zudem die Geldpolitik weiter; ein geldpolitischer Schlüsselzinssatz (der Tagesgeldsatz) wurde im März 1999 praktisch auf Null gesenkt. Außerdem wurde, um die anhaltenden Schwächen im Finanzsektor zu überwinden, im Oktober 1998 ein Gesetz verabschiedet, das einen umfassenden Rahmen für die Bewältigung der Bankenprobleme geschaffen hat. Diese Maßnahmen halfen, dem Wachstum Anfang 1999 wieder Auftrieb zu geben und die Stimmung an den Finanzmärkten zu verbessern.

In Europa begann die Stufe 3 der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion erfolgreich am 1. Januar 1999, als elf Mitgliedsländer der EU den Euro als ihre Währung einführten und die Europäische Zentralbank (EZB) die Verantwortung für die Geldpolitik im *Eurogebiet* übernahm. Während des Jahres

1998 näherten sich die kurz- und langfristigen Zinsen in dem Gebiet weiterhin denjenigen in Deutschland, Frankreich und anderen Kernländern an. In einem abgestimmten Schritt wurden Anfang Dezember die kurzfristigen Notenbanksätze auf 3 % gesenkt. Die EZB beließ ihren Repo-Satz auf diesem Niveau bis Anfang April 1999 und setzte ihn dann auf 2½ % herunter. Das Wachstum im Eurogebiet, das sich 1997 belebt hatte und dessen Dynamik im wesentlichen bis Mitte 1998 anhielt, verlangsamte sich Ende 1998 erheblich. Ursächlich dafür waren die schwächere Auslandsnachfrage und die damit verbundene Verschlechterung des Unternehmervertrauens. Anfang 1999 kam es dann zum Teil wieder zu einer Erholung. Die Inflation blieb im gesamten Gebiet gut unter Kontrolle; die Zwölfmonatsrate für die Verbraucherpreisinflation lag am Ende des Berichtszeitraums bei 1,1 %, was zum Teil auf die niedrigen Rohstoffpreise zurückging. Die Arbeitslosigkeit blieb im Eurogebiet hoch; sie lag bei 10½ % im April 1999, verglichen mit 11 % ein Jahr zuvor.

Unter den wichtigsten Ländern des Eurogebiets war die Wachstumsabschwächung Ende 1998 in *Deutschland* und *Italien* am deutlichsten, während sie in *Frankreich* weniger stark ausgeprägt war. Frankreich verzeichnete 1998 insgesamt ein Wachstum oberhalb des Potentials, in Italien jedoch nahm die Produktion im zweiten aufeinanderfolgenden Jahr um nur 1½ % zu. Anderswo im Eurogebiet wiesen Irland (erneut die am schnellsten wachsende Volkswirtschaft Europas), die Niederlande, Portugal und Spanien 1998 weiterhin ein robustes Wachstum auf, und dies trotz einer gewissen Abschwächung gegen Jahresende. In diesen Ländern blieb die Inflation wegen des relativ starken Nachfrage-drucks etwas über dem Durchschnitt des Eurogebiets.

Außerhalb des Eurogebiets nahm das Wachstum im *Vereinigten Königreich* 1998 und Anfang 1999 als Folge der Abschwächung der Auslandsnachfrage, der Stärke des Pfund Sterling und der vorherigen Straffung der Fiskal- und Geldpolitik weiter ab. Einer Überhitzung wurde dadurch vorgebeugt. Die Inflation hielt sich in der zweiten Hälfte von 1998 und Anfang 1999 eng am 2½ %-Ziel, und die Notenbanksätze (repo rates) im Vereinigten Königreich wurden zwischen Oktober und April von 7½ % auf 5¼ % gesenkt. Das sich verschlechternde außenwirtschaftliche Umfeld dämpfte auch das Wachstum in einigen der *kleineren europäischen Länder*, darunter Dänemark, Norwegen (besonders betroffen vom Rückgang der Ölpreise) und die Schweiz.

Die Wirtschaft der *Vereinigten Staaten* wuchs weiterhin stark, mit einer Zunahme von fast 4 % 1998, wobei die Inlandsnachfrage durch kräftige Aktienkursgewinne und Zinsrückgänge angetrieben wurde. Ein kräftiges Beschäftigungswachstum senkte die Arbeitslosigkeit Anfang 1999 auf ein 29-Jahrestief von 4¼ %. Die Nettoauslandsnachfrage schwächte sich jedoch im Verlauf von 1998 ab, und zwar aufgrund der Entwick-

lung in den aufstrebenden Marktwirtschaften Ostasiens und Lateinamerikas sowie der Stärke des Dollar, wobei die Auswirkungen hauptsächlich im industriellen Sektor verspürt wurden. Die Geldpolitik wurde in der Zeit von September bis November 1998 in Reaktion auf den starken Druck an den Finanzmärkten gelockert, der im Gefolge der Rußlandkrise und des gerade noch vermiedenen Zusammenbruchs eines wichtigen Hedgefonds auftrat. Die Inflation war weitgehend stabil und wurde durch weitere Rückgänge der Importpreise und das Fehlen merklichen Lohndrucks noch gedämpft. Der Bundeshaushalt verzeichnete 1998 einen Umschwung zu einem Überschuß von beinahe 1 % des BIP, gleichsam als Lohn der vorherigen fiskalischen Anpassung und des starken Wirtschaftswachstums.

In *Kanada* schwächte sich die Konjunktur 1998 ab, da Einkommen, Produktion und Leistungsbilanz von fallenden Rohstoffpreisen und einer niedrigeren Nachfrage in einer Reihe von Kanadas Auslandsmärkten beeinträchtigt wurden. Das Tempo des Wachstums beschleunigte sich jedoch wieder gegen Ende des Jahres. Die Kerninflation hielt sich stetig am unteren Ende des offiziellen Zielbandes von 1 bis 3 %, obgleich der kanadische Dollar während des Jahres abwertete. Das Wachstum in *Australien* beschleunigte sich 1998 trotz der ostasiatischen Rezessionen, wobei die Nachfrage durch eine Lockerung der Geldpolitik sowie eine Abwertung des australischen Dollar angetrieben wurde; das starke Wachstum setzte sich Anfang 1999 fort. Demgegenüber geriet die Wirtschaft in *Neuseeland* in der ersten Hälfte von 1998 in eine Rezession, aber das Wachstum setzte in der zweiten Jahreshälfte wieder ein, da sich das Unternehmer- und Verbrauchervertrauen – unterstützt von einer gelockteren Geldpolitik – erholte. In beiden Ländern blieb die jährliche Inflation mit etwa 1½ % weitgehend stabil.

An den *Devisenmärkten* waren die Wechselkurse zwischen den wichtigsten Währungen 1998/99 erneut erheblichen Schwankungen unterworfen. Mitte Juli 1998 erreichte der US-Dollar nominal und effektiv gerechnet sein höchstes Niveau seit Dezember 1986, angetrieben durch eine starke Inlandsnachfrage, Zinsdifferenzen zugunsten von in US-Dollar denominierten Anlagen und eine Nachfrage nach sicheren Anlagen angesichts der sich verschlechternden Stimmung gegenüber den aufstrebenden Märkten. Der nominale effektive Wechselkurs des Dollar fiel Anfang September und Anfang Oktober jeweils deutlich, da sich die Schwäche des Yen im Zusammenhang mit umfangreichen Auflösungen von Yen-denominierten Verpflichtungen umkehrte. Der Dollar erholte sich jedoch Ende 1998 und Anfang 1999 im Lichte der anhaltenden relativen Stärke der US-Wirtschaft und einer damit verbundenen Ausweitung der Zinsunterschiede zugunsten von in Dollar denominierten Aktiva wieder. Nach Erreichen eines Achtjahrestiefs von mehr als 145 ¥ pro US-Dollar Mit-

te Juni 1998 wertete der Yen in den folgenden sechs Monaten um etwa 25 % gegenüber dem Dollar auf, und um 20 % im gewogenen Durchschnitt. Nach einer Lockerung der japanischen Geldpolitik fiel der Yen im Zeitraum Februar-April 1999 effektiv um etwa 5 %. Die Währungen der künftigen Länder des Eurogebiets befestigten sich im Zeitraum von August-Dezember 1999 sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch effektiv gerechnet. Der Euro selbst begann kurz nach seiner Einführung abzuwerten; bis Ende April war der Euro um mehr als 9 % unter seinen Ausgangswert gegenüber dem Dollar gesunken und effektiv um mehr als 6 % niedriger. Was die Entwicklung in den anderen Ländern Europas anlangt, so wurden die Bewegungen des Pfund Sterling zum Teil durch sich ändernde Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik im Vereinigten Königreich beeinflusst. Das Pfund Sterling bewegte sich daher 1998 in einer relativ engen Bandbreite, neigte aber in der zweiten Hälfte des Jahres effektiv gerechnet zur Abwertung. Im ersten Teil von 1999 wertete sich das Pfund jedoch wieder effektiv auf, da sich der Euro abschwächte. Niedrigere Rohstoffpreise trugen zu einem Abwertungsdruck auf den kanadischen Dollar bei, der im August 1998 gegenüber dem US-Dollar auf Rekordtiefs fiel. Die kanadische Währung erholte sich jedoch nach einer Erhöhung der Notenbanksätze im August 1998 und wertete weiter auf, während die Zinssätze später sanken.

Die *Leistungsbilanz der Gruppe der Industrieländer* als Ganzes verschlechterte sich 1998 um mehr als 80 Mrd \$. Die Verschlechterung war unter den Industrieländern ungleich verteilt; das war zurückzuführen auf Unterschiede in den inländischen Nachfragebedingungen und die Abhängigkeit von Rohstoffimporten und -exporten sowie die starken Wechselkursschwankungen zwischen ihren Währungen. Auf die USA – wo sich das Exportwachstum deutlich verlangsamte, aber die Inlandsnachfrage und die Importe kräftig blieben – entfiel der Hauptteil der Anpassung, wobei sich das US-Leistungsbilanzdefizit 1998 um etwa 75 Mrd \$ auf 230 Mrd \$ oder 2¾ % des BIP ausweitete. Japan verzeichnete demgegenüber eine weitere Zunahme seines Leistungsbilanzüberschusses, auf 3½ % des BIP, und zwar zum Teil infolge der Schwäche seiner Inlandsnachfrage. Im Eurogebiet veränderte sich der Leistungsbilanzüberschuß von 1½ % des BIP 1998 wenig, da die Abschwächung der Inlands- und der Importnachfrage sowie die Wirkung der vergangenen Währungsabwertungen und der niedrigeren Importpreise auf die Wettbewerbsfähigkeit den Rückgang der Exporte in die aufstrebenden Märkte ausglich. Auf andere Industrieländer – wie beispielsweise Australien, Kanada und Norwegen, die durchweg ihre Rohstoffexporteinnahmen sinken sahen – entfiel ein Großteil der verbleibenden Anpassung.



## Weltwirtschaftliche Aussichten

Als Teil seiner Aufgabe, die Wechselkurspolitik der Mitgliedsländer und das internationale Währungssystem zu überwachen, erörtert das Exekutivdirektorium regelmäßig die weltwirtschaftlichen Entwicklungen auf der Grundlage von Berichten des Mitarbeiterstabes zum Weltwirtschaftsausblick (*World Economic Outlook*). Die Berichte, die in der Regel zweimal jährlich veröffentlicht werden – aber häufiger erscheinen, wenn rasche Veränderungen der wirtschaftlichen Verhältnisse es erfordern – enthalten eine umfassende Analyse der Aussichten für die Weltwirtschaft, einzelne Länder und Regionen, sowie eine Erörterung verschiedener aktueller Themen.

Das Direktorium trat 1998/99 dreimal zusammen, um Analysen des Mitarbeiterstabes zum Weltwirtschaftsausblick zu diskutieren: im September 1998, im Dezember 1998 (zur Erörterung einer Aktualisierung der Bewertung des Stabes vom September) und im April 1999.<sup>3</sup> Diese Aussprachen konzentrierten sich auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten, die aus der Rezession in Asien, der Krise in Rußland und den anschließenden finanziellen Störungen in Brasilien resultierten.

Im September 1998 stimmten die Direktoren darin überein, daß sich die kurzfristigen Aussichten erheblich verschlechtert hätten, da sich die Rezession in Asien vertieft und die Krise der Russischen Föderation dazu beigetragen habe, weltweit Verkäufe an den Aktienmärkten auszulösen. Die Krisen unterstrichen die Anfälligkeit von Volkswirtschaften, die von politischen Versäumnissen belastet sind, gegenüber abrupten Verschiebungen in den Kapitalströmen. Obwohl es ermutigende Zeichen dafür gebe, daß die Politikprogramme in Korea und Thailand und selbst in Indonesien begonnen hätten, das Vertrauen der Finanzmärkte wieder zurückzugewinnen, bestehe doch für die aufstrebenden Marktwirtschaften sowohl in Asien als auch in anderen

Regionen das Risiko von Rückschlägen. Die Risiken einer negativen Entwicklung ergäben sich für die Weltwirtschaft aus den häufigeren und intensiveren Ansteckungsgefahren und deren zentraler Rolle bei der Ausbreitung von Finanzkrisen in einer zunehmend globalisierten Weltwirtschaft. Die Direktoren wiesen darauf hin, daß die Ansteckungswirkungen in Ländern mit schwacher Politik und unzureichenden Institutionen am sichtbarsten sind. Gleichwohl seien auch einige recht gut geführte Volkswirtschaften mit besseren Fundamentaldaten und nur begrenzten Handels- oder Finanzbeziehungen zu Krisenländern nicht ausgespart worden.

In ihrer Aussprache im Dezember 1998 erklärten die Direktoren übereinstimmend, daß die Turbulenzen aus der Zeit von Mitte August bis Anfang Oktober an den reifen Märkten in vielfacher Weise ohne Beispiel seien. Das Direktorium stellte jedoch fest, daß an den Finanzmärkten nach Mitte Oktober ein gewisses Maß an Ruhe zurückgekehrt ist. Dies sei vor allem auf stützende politische Maßnahmen zurückzuführen, wie die Zinssenkung der US-Notenbank, der sich Zentralbanken anderer Industrieländer anschlossen, einschließlich jener des späteren Eurogebietes. Außerdem seien in diesem Zusammenhang die verstärkten Bemühungen in Japan zur Stimulierung der Nachfrage zu nennen; ebenso wie die Zusagen Brasiliens, seine fiskalischen Ungleichgewichte anzugehen und die nachfolgende Einigung der Völkergemeinschaft auf ein Hilfspaket; die anhaltenden Fortschritte bei Stabilisierung und strukturellen Reformen in Asien; und die Fortschritte bei der Aufstockung der Finanzmittel des IWF, durch welche die Möglichkeiten der internationalen Gemeinschaft, Ländern in einer Finanzkrise beizustehen, verbessert würden. Einige Direktoren betonten auch, daß die Anpassungsanstrengungen der Länder in Reaktion auf Entwicklungen wie den reduzierten Zugang zu den Kapitalmärkten und die Auswirkungen sinkender Rohstoffpreise die Unterstützung durch die internationale Gemeinschaft verdienten.

Mit der Abschwächung der Marktturbulenzen nach Mitte Oktober hätten auch frühere Befürchtungen

<sup>3</sup>Die drei Berichte wurden veröffentlicht als IWF, *World Economic Outlook* (Washington, Oktober 1998 and Mai 1999), und *World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment* (Washington, Dezember 1998).

einer globalen Rezession abgenommen. Die Direktoren stimmten grundsätzlich der Prognose des Mitarbeiterstabes zu, nach der die Schätzung für das globale Produktionswachstum 1999 etwas nach unten revidiert wurde.

Das Direktorium betonte, daß eine Reihe positiver Entwicklungen zu verzeichnen seien, seit es den Weltwirtschaftsausblick vom Herbst erörtert habe. Vom Wachstum sei zu erwarten, daß es in Kontinentaleuropa 1999 relativ stabil bleibt, wenngleich es langsamer als 1998 sein wird. Die Direktoren erklärten zur erwarteten mäßigen Abschwächung der US-Wirtschaft im Jahre 1999, daß dies auf eine weiche Landung hindeute, die helfen werde, das Risiko einer abrupteren Bremsung zu einem späteren Zeitpunkt zu vermindern. Trotz dieser Entwicklungen sahen es die Direktoren als verfrüht an, daraus zu schließen, daß die Gefahr vorüber sei, da die Lage an den Finanzmärkten unbeständig und anfällig bleibe, und das Angebot an Finanzmitteln gegenüber den meisten aufstrebenden Marktwirtschaften noch sehr eingeschränkt sei. Per saldo überwögen bei den Projektionen weiterhin die Risiken einer negativen Entwicklung. Falls die privaten Kapitalströme hinter den Werten zurückblieben, die den Projektionen zugrundelägen, seien in den aufstrebenden Marktwirtschaften wahrscheinlich größere Anpassungen im Außenhandel durch eine entsprechende Nachfrageeinschränkung und vielleicht eine Wechselkurskorrektur erforderlich. Die Direktoren warnten weiter, daß einige dieser Länder Schwierigkeiten haben könnten, ihre Schuldendienstverpflichtungen zu erfüllen, falls sich die privaten Finanzierungskanäle nicht wieder öffneten. Sie fragten sich auch, ob die Wirkung der vorherigen Rückgänge der Rohstoffpreise vollständig in den Projektionen berücksichtigt worden sei. Falls sie von Dauer seien, würden schwächere Rohstoffpreise, die erschwerend zu dem eingeschränkten Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten hinzukämen, weitere Anpassungen in vielen rohstoffexportierenden Ländern erfordern.

In ihrer Aussprache im April 1999 kamen die Direktoren übereinstimmend zu dem Schluß, daß sich zwar die globale wirtschaftliche Verlangsamung wahrscheinlich 1999 fortsetzen werde, aber das Risiko einer globalen Rezession in den Hintergrund getreten sei und für 2000 eine mäßige Zunahme des Wachstums erwartet werde. Sie sahen Zeichen für den Beginn einer wirtschaftlichen Erholung in Asiens krisenbetroffenen aufstrebenden Marktwirtschaften, die Lockerung der Geldpolitik auf breiter Basis in den Industrieländern und das anhaltend starke Wachstum der Wirtschaft der Vereinigten Staaten. Sie waren sich auch bewußt, daß die Prognosen der Basislinie von einer Anzahl günstiger Entwicklungen ausgehen: insbesondere von der Realisierung einer weichen Landung der US-Wirtschaft, von einer Zunahme des Wachstums im Euroge-

biet (trotz eines etwas ungünstigen außenwirtschaftlichen Umfeldes) und vom Auslaufen der Rezession in Japan im Jahre 1999. Die Direktoren glaubten auch, daß die Brasilienkrise trotz ihrer begrenzten Ansteckungswirkungen der Weltwirtschaft einen neuen dämpfenden Impuls gegeben habe und daß die Finanzierungsbedingungen für viele aufstrebende Marktwirtschaften wahrscheinlich extrem eng bleiben würden.

Die ungleiche Verteilung des Wachstums zwischen den Vereinigten Staaten, dem Eurogebiet und Japan seit Beginn des Jahrzehnts habe die globalen Zahlungsbilanzungleichgewichte vergrößert, was aus Sicht vieler Direktoren ein beunruhigendes Risiko für die weiteren Aussichten darstelle. Die Direktoren vertraten die Auffassung, daß die Ungleichgewichte – insbesondere das US-Leistungsbilanzdefizit, das die globale Anpassung im Gefolge der Krisen der aufstrebenden Märkte unterstützt habe – destabilisierende Bewegungen der Wechselkurse zwischen den wichtigsten Währungen und eine weitere Zunahme protektionistischen Drucks auslösen könnten. Mehrere Direktoren verwiesen auf die Herausforderung, das globale Wachstum wieder in die Nähe seines Potentials zu bringen in einer Zeit, in der sich das Wachstum der Inlandsnachfrage in den Vereinigten Staaten wahrscheinlich verlangsamten müsse, um einen gewissen Abbau des US-Leistungsbilanzdefizits zu ermöglichen. Dies unterstreiche die große Bedeutung einer Wirtschaftspolitik, die auf eine frühzeitige Erholung in Asien, einschließlich Japans, abzielt und der jüngsten Abschwächung in weiten Teilen Kontinentaleuropas entgegenwirkt und diese umkehrt.

### Vereinigte Staaten, Japan und Europa

Die anhaltende Kraft der Expansion in den Vereinigten Staaten sei wegen ihrer Dauer und der Abwesenheit von Inflation bemerkenswert. Die Direktoren führten die langandauernde Expansion auf die Haushaltskonsolidierung zurück, auf die umsichtige und rasch reagierende Geldpolitik und auf flexible Arbeits- und Gütermärkte. Sinkende Energie- und andere Rohstoffpreise hätten dazu beigetragen, die Inflation niedrig zu halten. Aber die Direktoren stimmten auch darin überein, daß der Anstieg der Aktienkurse, der zum Teil auf die sinkenden Inflationserwartungen und niedrigere Anleiherenditen zurückging, geholfen hat, die Nachfrage zu stützen. Mögliche scharfe Korrekturen am Aktienmarkt und die außergewöhnlich niedrige Sparquote der privaten Haushalte bildeten schwerwiegende belastende Risiken für die künftige Entwicklung.

Die Stärke der US-Wirtschaft beginne, sich zu einem Dilemma für die Verantwortlichen in den USA zu entwickeln, erklärten viele Direktoren. Falls sich das Wachstum der Inlandsnachfrage nicht frühzeitig auf ein mäßigeres Tempo abschwäche, könnte nach Einschätzung mehrerer Direktoren eine baldige geldpolitische Straffung erforderlich sein, um Überhitzungsrisiken

vorzubeugen. Diese und andere Direktoren befürchteten, daß die aktuellen und prognostizierten Ungleichgewichte im privaten Sektor und im außenwirtschaftlichen Bereich langfristig nicht durchhaltbar sind. Die Erfahrung der Vergangenheit lasse erwarten, daß je länger diese Ungleichgewichte andauern, desto größer die Wahrscheinlichkeit einer scharfen und schmerzlichen Korrektur ist. Abrupte Rückgänge der US-Importe sowie mögliche drastische Ausschläge bei den Wechselkursen, an den Aktienmärkten und in der Geldpolitik könnten die negativen Folgen solch einer Korrektur auf andere Länder übertragen. Die meisten anderen Direktoren zogen jedoch eine Politik des Abwartens vor. Eine vorsorgliche geldpolitische Straffung sei nicht erforderlich, weil die monetäre Lage in den Vereinigten Staaten unter Berücksichtigung des niedrigen Niveaus der Inflation und der Stärke des Dollar bereits ziemlich angespannt sei. Auch könne eine solche Maßnahme die Erholung anderswo gefährden, insbesondere in Ländern, die gerade dabei seien, die Krise zu überwinden. In bezug auf die Fiskalpolitik forderten die Direktoren die Vereinigten Staaten dringend auf, dem Druck auf eine Verausgabung der gegenwärtigen und künftigen Haushaltsüberschüsse zu widerstehen, um den längerfristigen Finanzierungsanforderungen gerecht werden zu können und um Spielraum für die Fiskalpolitik zu schaffen, die vorübergehend für die Stabilisierung eingesetzt werden könne, sollte dies notwendig werden.

Der anhaltenden Konjunkturschwäche in Japan galt die besondere Sorge des Direktoriums. Die meisten Direktoren glaubten, daß der Raum für zusätzliche fiskalische Stimulierungen angesichts des geschätzten Defizits von mehr als 10 % des BIP am Ende des Fiskaljahres im März 1999 begrenzt ist, daß aber die vollständige Umsetzung der zuvor geplanten Stimulierungsmaßnahmen zur Stützung der Nachfrage entscheidend ist, und zwar sowohl auf den Ebenen der Zentralregierung als auch der lokalen Regierungen. In bezug auf die Geldpolitik stimmten viele Direktoren darin überein, daß die deflationären Kräfte in der Volkswirtschaft es rechtfertigen, die kurzfristigen Zinssätze so niedrig wie möglich zu halten und ein angemessenes Liquiditätswachstum durch Offenmarktgeschäfte sicherzustellen.

Die Direktoren betonten auch die Notwendigkeit von Strukturreformen in Schlüsselbereichen zur Wiederbelebung des Wachstums und zur Schaffung von Arbeitsplätzen auf mittlere Sicht. Sie sahen die Bankenreform als wesentlich an und begrüßten die Zusage öffentlicher Mittel zur Rekapitalisierung des Bankensystems. Sie wiesen auf Fortschritte bei der Stärkung wichtiger Banken hin, ebenso wie auf die Fortschritte bei der Auflösung insolventer Institute, bei der Einführung von Gesetzen zur leichteren Verwertung notleidend gewordener Aktiva und bei der Verbesserung von Offenlegung und Aufsicht. Die japanischen Behörden

forderten sie dringend auf, das finanzielle Stabilisierungsprogramm voranzutreiben, insbesondere dort, wo weiterhin akute Probleme bestünden. Einige fragten, ob die eingeleiteten oder geplanten Reformen weit genug gingen. Diese Direktoriumsmitglieder betonten insbesondere die wachsende Notwendigkeit einer Restrukturierung von Unternehmen, was durch die Überkapazitäten in einigen Sektoren und die Schuldenprobleme von Unternehmen unterstrichen werde, die eine Lösung der Schwierigkeiten des Bankensektors erschwerten. Allgemeiner noch sahen die Direktoren die Notwendigkeit, die Ineffizienzen in der Volkswirtschaft weiter abzubauen und die Hindernisse bei der Gründung neuer Unternehmen zu beseitigen. Deregulierungsinitiativen in einigen Sektoren hätten bereits dazu beigetragen, den Wettbewerb zu verstärken und die Kosten zu reduzieren, aber zahlreiche Beschränkungen bestünden weiterhin in der Landwirtschaft, im Vertrieb, im Transportwesen und im Bausektor, und diese beeinträchtigten das Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen.

Sich Europa zuwendend, begrüßte das Direktorium den Beginn der dritten Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (EWU), betonte aber, daß die Verantwortlichen im Eurogebiet weiterhin vor gewaltigen Herausforderungen stehen. Seit Ende 1998 hätten sich die Zeichen verstärkt, daß sich das Wachstum im Eurogebiet verlangsamt habe, vor allem aufgrund des sich eintrübenden externen Umfeldes, aber auch als Folge des geringen Unternehmervertausens. Das Wachstum in dem Gebiet werde 1999 unterhalb seiner Potentialrate bleiben, und wenngleich für das Jahr 2000 eine Erholung erwartet werde, sorgten sich die Direktoren über die Risiken einer negativen Entwicklung. Die mittelfristigen Erfordernisse blieben zwar wichtig, es sei aber gleichzeitig von großer Bedeutung, daß die Wirtschaftspolitik angemessen auf die Stützung der Inlandsnachfrage abgestimmt werde, die notwendig sei, um die beträchtliche Produktionslücke zu schließen und den konjunkturbedingten Teil der Arbeitslosigkeit zu beseitigen. Viele Direktoren betonten auch, wie wichtig es sei, daß das Eurogebiet eine größere Rolle bei der Stützung des globalen Wachstums spiele, und zwar nicht nur durch die Inlandsnachfrage, sondern auch durch strukturelle Reformen. Im Lichte dieser Überlegungen und des begrenzten Spielraums für fiskalische Maßnahmen – und angesichts einer Inflation, die sich zuletzt unterhalb der Mitte des Zielbandes bewegte – meinten einige Direktoren, es gäbe nun triftige Gründe für eine weitere geldpolitische Lockerung. Baldige Maßnahmen seien mit wenigen Risiken verbunden, brächten aber erhebliche Vorteile sowohl für das Eurogebiet als auch für die Weltwirtschaft im allgemeinen mit sich. Es sei wichtig, daß jene Länder des Eurogebietes, die ein relativ starkes Wachstum verzeichneten, auf eine weitere geldpolitische Lok-

kerung mit konjunkturdämpfenden fiskalischen Maßnahmen reagierten, um eine Überhitzung zu vermeiden. Eine Reihe anderer Direktoren war jedoch nicht überzeugt von den Argumenten für eine weitere geldpolitische Lockerung; sie verwiesen auf die Stärke des Verbrauchervertrauens und die Schwäche des Euro. Alle Direktoren stimmten jedoch darin überein, daß die Europäische Zentralbank entschlossen handeln und die Zinsen senken solle, wenn sich abzeichne, daß sich die Abschwächung verfestige. (Anfang April, kurz nach dieser Aussprache, senkte die EZB ihre Schlüsselzinsätze.)

Die Direktoren waren sich auch einig, daß Fortschritte bei Arbeits- und Gütermarktformen entscheidend sind, um die Wachstums- und Beschäftigungsaussichten in Europa zu verbessern, insbesondere auf mittlere Sicht. In der Tat zeigten jene Länder, die den größten Fortschritt erzielt hätten, beeindruckende Ergebnisse der positiven Wirkungen von Arbeitsmarktformen. Ungünstige Arbeitsmarktentwicklungen hätten vielen europäischen Ländern eine drückende Last auferlegt, und zwar durch Härten, die von den Arbeitslosen zu tragen seien, durch die fiskalische Wirkung entgangener Einnahmen und Transferzahlungen sowie, allgemeiner noch, durch die Wirkung von Produktions- und Wohlfahrtsverlusten.

Die Direktoren bekräftigten, daß – trotz der Unterschiede von Land zu Land hinsichtlich des Umfangs als auch der besonderen Natur der zu bewältigenden Probleme – die zentrale Stoßrichtung der zu ergreifenden Maßnahmen klar sei: Die Hindernisse bei der Schaffung von Arbeitsplätzen beseitigen und die negativen Anreize für die Arbeitslosen korrigieren, die diese daran hindern, eine Beschäftigung aufzunehmen. Dies würde eine Lockerung der Arbeitsschutzgesetzgebung erfordern, den Abbau übermäßiger steuerlicher Belastungen der Arbeit und eine Minimierung der Fehlanreize, die von der Arbeitslosenunterstützung und anderen sozialen Transfers ausgehen. Da viele Arbeits- und Gütermarkttrigiditäten dazu tendierten, sich gegenseitig zu verstärken, würden umfassende Reformen wahrscheinlich eher zum Erfolg führen, als partielle oder stückwerkartige Maßnahmen.

### Krisenbetroffene Volkswirtschaften

Das Exekutivdirektorium stimmte darin überein, daß die Ungleichgewichte des öffentlichen Sektors die Wurzel der Krise in Brasilien gewesen sind. Das zunehmende Haushaltsdefizit habe auch zu einer Ausweitung des außenwirtschaftlichen Defizits beigetragen, was Brasilien sehr anfällig gegenüber Stimmungsänderungen bei den Investoren gemacht und eine weitverbreitete Einschätzung verstärkt habe, daß das gleitende Wechselkursband des Landes nicht durchhaltbar sei. Einige Direktoren stellten fest, daß die jüngeren Erfahrungen Brasiliens erneut unterstrichen hätten, wie

wichtig eine durchgreifende makroökonomische Politik zur Stützung der Glaubwürdigkeit eines festen Wechselkursystems sei. Darüber hinaus verwiesen mehrere Direktoren auf die Notwendigkeit, die Geldpolitik in den frühen Phasen einer Wirtschaftskrise entschlossen zu straffen, während andere die Bedeutung ausreichender Wechselkursflexibilität unterstrichen. In die Zukunft blickend glaubten viele Direktoren, daß sich die brasilianische Wirtschaft im Jahre 2000 zu erholen beginnen werde, da die Krise anscheinend nicht in strukturellen Problemen außerhalb des Staatshaushalts begründet und das Finanzsystem relativ robust sei. Das Tempo der Erholung werde entscheidend davon abhängen, wie rasch die Behörden das Haushaltsdefizit bewältigten, und von ihrem Erfolg bei der Dämpfung der Inflationserwartungen und der Stabilisierung der Devisenmärkte. Die Direktoren sahen sich ermutigt durch erste Zeichen dafür, daß die Inflation eingedämmt sei, unterstrichen aber, daß eine konsequente Umsetzung des unlängst gebilligten Programms entscheidend sei, damit das Vertrauen wiederhergestellt und die Geldpolitik allmählich wieder aufgelockert werden könne.

Obwohl die Direktoren davor warnten, daß die Rezession in Brasilien auch erhebliche Folgen für die gesamte Region haben könnte, zeigten sie sich durch die mäßigen Auswirkungen auf andere Finanzmärkte in Lateinamerika ermutigt. Die meisten Volkswirtschaften der Region schienen in guter Verfassung und daher in der Lage zu sein, den Folgewirkungen zu widerstehen. Darin spiegelte sich die beträchtliche Stärkung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten der Region während des vergangenen Jahrzehnts wider. Dennoch erforderten die notwendigen wirtschaftlichen Anpassungen und die Risiken weiterer Ansteckung von der Politik konsequente Disziplin und verstärkte Reformanstrengungen, insbesondere in jenen Ländern, die unter fiskalischen und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten litten, welche durch die niedrigen Rohstoffpreise und ungünstigen Entwicklungen an den Finanzmärkten verstärkt worden seien. In einer Reihe von Fällen erforderten die Schwächen des Finanzsektors besondere Aufmerksamkeit.

Die Direktoren äußerten große Besorgnis über die Verschlechterung der wirtschaftlichen Entwicklung in Rußland seit der Finanzkrise vom August 1998, die durch eine stark gestiegene Inflation sowie die Gefahren einer längeren Rezession und erheblicher negativer Übertragungswirkungen auf benachbarte Volkswirtschaften gekennzeichnet war. Sie nahmen die Hinweise aus jüngerer Zeit auf die Anstrengungen der russischen Behörden zur Kenntnis, die grundlegenden fiskalischen und strukturellen Probleme zu bewältigen, und unterstrichen, daß ein konsequentes Eintreten für Reformen notwendig sei, um die ernsthaften Schwierigkeiten, denen sich das Land gegenübersehe, einzudämmen und

zu mildern. Die Direktoren betonten insbesondere die Notwendigkeit eines weitreichenden fiskalischen Anpassungsprogramms, um den Bedarf an Zentralbankfinanzierungen für das Budget zu begrenzen und die Anhäufung budgetärer Zahlungsrückstände zu stoppen. Sie unterstrichen auch die Bedeutung verstärkter struktureller Reformanstrengungen auf jenen Gebieten, auf denen die Umsetzung unzureichend gewesen sei. Auch sei es erforderlich, die Rückschläge, die sich seit August 1998 ereignet hätten, wieder umzukehren und die zusätzlichen Probleme des Finanzsektors zu bewältigen, die im Gefolge der Krise entstanden seien.

Die Direktoren sahen sich ermutigt durch Zeichen der beginnenden oder bereits in Gang befindlichen wirtschaftlichen Erholung in den aufstrebenden Marktwirtschaften Asiens, die nach der Finanzkrise in der zweiten Hälfte von 1997 tiefe Einbrüche erlitten hätten. Die Wende schein in Korea am weitesten fortgeschritten zu sein, gefolgt von Thailand. Verbesserungen der Zahlungsbilanzpositionen und des Vertrauens der Investoren, festere Wechselkurse, die wieder zufließenden Kapitalströme und eine entspanntere Lage an den Finanzmärkten unterstützten die Erholung in diesen und anderen Krisenländern. Die Rückkehr des Vertrauens stütze den Aufschwung. In Indonesien könne eine Umkehr der Wirtschaftsentwicklung in der zweiten Hälfte von 1999 erwartet werden, obwohl Verzögerungen bei Reformen und die anhaltende politische Instabilität eine neuerliche Stärkung des Vertrauens behindert hätten. Bei der Erörterung der Schritte, die erforderlich seien, um die sich abzeichnende Erholung in der Region in dauerhaftes Wachstum umzuwandeln, betonten die Direktoren nachdrücklich, daß es notwendig sei, den Banken- und Unternehmenssektor umzustrukturieren und Reformen umzusetzen, die auf die Förderung gut funktionierender Märkte und eine effizientere Ressourcenallokation zielten.

### Andere aufstrebende Volkswirtschaften

China, Indien und einige afrikanische Länder schienen die jüngste Finanzkrise verhältnismäßig gut überstanden zu haben. Die Widerstandsfähigkeit dieser Länder spiegelte in unterschiedlichem Ausmaß die nur begrenzten Handelsbeziehungen zu den Krisenländern wider sowie eine relativ geringe Abhängigkeit von privaten Kapitalzuflüssen oder eine beschränkte Integration in die internationalen Finanzmärkte. Es sei ermutigend, daß die chinesische Wirtschaft 1998 ein kräftiges Wachstum erreicht hat. Gleichzeitig wiesen mehrere Direktoren auf die Probleme im Finanzsektor und im Bereich der staatseigenen Unternehmen hin und ermutigten die Behörden, in ihren Bemühungen um eine Stärkung des Finanzsektors und die Reform der staatseigenen Unternehmen fortzufahren. Die Direktoren stimmten darin überein, daß China auf den Gebieten der Makro- und der Wechselkurspolitik einen ange-

messenen Kurs gesteuert habe. Die Wahrung der Stabilität des Renminbi und Maßnahmen zur Stimulierung der Volkswirtschaft hätten eine wichtige Rolle für die regionale wirtschaftliche Anpassung und den Aufschwung gespielt. Die Rückwirkungen der asiatischen Krise seien in Indien relativ moderat gewesen, obwohl die mittelfristigen Wachstumsaussichten des Landes weiterhin durch ernsthafte fiskalische und strukturelle Schwächen beeinträchtigt würden.

In Afrika hätten Fortschritte bei der Umsetzung der Wirtschaftspolitik in einer Reihe von Ländern geholfen, die wirtschaftliche Lage zu verbessern und die Anfälligkeit gegenüber negativen außenwirtschaftlichen Entwicklungen zu verringern. Gleichzeitig hätten die jüngeren Rückgänge der Preise von Öl und anderen Rohstoffen zu einer beträchtlichen Abnahme der Realeinkommen in vielen afrikanischen Exportländern geführt, wenngleich das Wirtschaftswachstum nur leicht beeinträchtigt worden sei. Mehrere Direktoren erklärten, daß mehr Optionen für den Abbau von Auslandsschulden und fortgesetzte internationale Finanzhilfen notwendig sind, um die Anpassungs- und Reformanstrengungen dieser Länder zu unterstützen. Einige Direktoren vertraten auch die Auffassung, daß die Industrieländer den Marktzugang für Ausfuhren der Entwicklungsländer verbessern müssen, insbesondere bei landwirtschaftlichen Erzeugnissen. Die Direktoren waren auch besorgt über die hohen wirtschaftlichen und sozialen Kosten der bewaffneten Konflikte in verschiedenen Teilen des Kontinents und forderten eine angemessene Bereitstellung internationaler Hilfen für die betroffenen Länder.

Ölpreistrückgänge hätten auch zu erheblichen Einbußen bei den Exporterlösen und Haushaltseinnahmen der Ölexporteure des Nahen Ostens geführt. Diese Länder begegneten den Einbußen zum Teil mit einem Rückgriff auf die offiziellen Reserven und mit erhöhten Aufnahmen von Auslandskrediten. Die Direktoren ermutigten diese Länder, auf den bereits in Gang befindlichen Anpassungsanstrengungen aufzubauen, um die makroökonomische Stabilität zu sichern, insbesondere falls die Schwäche der Exportpreise anhalten sollte.

### Verhinderung der Ansteckung

Die Finanzkrisen der letzten Jahre in den aufstrebenden Marktwirtschaften hätten sich in einigen Fällen auch auf Länder mit anscheinend nur begrenzten Handels- oder Finanzbeziehungen ausgeweitet, und zwar ohne daß es einen nennenswerten gemeinsamen Schock gegeben hätte. Die Direktoren stimmten darin überein, daß diese ungewöhnliche Erscheinung zum Teil das Ergebnis der gestiegenen Globalisierung der Finanzmärkte sein könnte, die zwar die Vorteile des Zugangs zu Auslandsfinanzierungen eröffnete, aber die Volkswirtschaften verwundbarer gegenüber plötzlichen starken Stimmungsänderungen bei den Investo-

ren machte. In der Tat habe die verstärkte Globalisierung der Finanzmärkte dazu geführt, daß Zahlungsbilanzkrisen stärker als in der Vergangenheit die Kapitalbilanz betreffen, was die Krisen tendenziell weniger vorhersehbar mache. Die finanziellen Ansteckungseffekte hülften zwar, das vermehrte Auftreten von Krisen zu erklären, jedoch wirke die Ansteckung auch nicht gerade wahllos. Die Krisen seien gewöhnlich mit allgemeinen Schwächen in den wirtschaftlichen Fundamentaldaten verbunden, und zwar insbesondere in bezug auf die außenwirtschaftliche Lage, oder mit Anfälligkeiten im Finanzsystem, wie sie beispielsweise aus einem übermäßigen Bestand an kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten erwachsen.

Obwohl die Bemühungen zur Stärkung der internationalen Finanzarchitektur sowohl für die Krisenverhütung als auch für die Krisensteuerung wesentlich seien, müsse das Problem der Ansteckung auch auf der Ebene der Länder angegangen werden. Die Direktoren betonten daher die zentrale Rolle der heimischen Wirtschaftspolitik für die vorausschauende Krisenverhütung und für die Reduzierung der Anfälligkeit eines Landes für Ansteckungen. Sie vermerkten insbesondere, wie wichtig es sei, eine deutliche Überbewertung des Wechselkurses zu vermeiden und eine entsprechende Fiskal- und Geldpolitik zu betreiben. Die Direktoren betonten auch, daß Maßnahmen zur Bewältigung von Schwächen in Finanzsystemen entscheidend für jede wirksame Strategie zur Krisenverhütung sind. Um sich gegen Liquiditätskrisen zu wappnen, müßten die Regierungen auf die Fälligkeitsstruktur und Währungszusammensetzung der Schulden der Banken und der Unternehmen achten. Die Fälligkeitsstruktur der öffentlichen Schulden müsse ebenfalls sorgfältig gesteuert werden, weil es im Falle von Stimmungsänderungen bei den Investoren für die Regierung schwierig werden könne, Anschlußfinanzierungen für einen großen Bestand an kurzfristigen Schulden zu

finden. Die Direktoren unterstrichen auch, daß es in vielen Ländern notwendig ist, die Wirksamkeit der aufsichtlichen Regulierung und der Überwachung von Banken und anderen Finanzinstituten zu erhöhen. Einige verwiesen insbesondere auf die Bedeutung aufsichtlicher Standards in bezug auf die kurzfristigen Auslandskreditaufnahmen von Banken. In diesem Zusammenhang wiesen einige Direktoren auf die Notwendigkeit hin, die regulative Überwachung von Finanzinstituten hinsichtlich ihrer Aktivitäten mit starker Hebelwirkung auf der Angebotsseite zu verbessern.

Da viele Krisen in aufstrebenden Märkten in den letzten Jahren in Ländern mit festen Wechselkursen aufgetreten seien, stellten mehrere Direktoren die Durchhaltbarkeit fester, aber anpassungsfähiger Systeme unter den Bedingungen einer verstärkten Globalisierung der Finanzmärkte in Frage. Sie unterstrichen, daß in vielen Fällen ein größeres Maß an Wechselkursflexibilität helfen könnte, inländischen und ausländischen Investoren die Wechselkursrisiken stärker bewußt zu machen. Andere Direktoren vertraten die Auffassung, daß ein fester Wechselkurs besonders nützlich als nominaler Anker sein und helfen könne, eine hohe Inflation einzudämmen. Eine Währungsbehörde in Form eines „Currency Board“ könne in einigen Fällen eine attraktive Option sein. Gleichwohl erkannten die Direktoren an, daß solch ein System besonders anspruchsvoll in seinen Anforderungen ist, und zwar bezüglich der Angemessenheit der Reserven, der Solidität des Finanzsystems, der Flexibilität der Märkte und der Entwicklung der öffentlichen Finanzen. Die Direktoren stimmten darin überein, daß das optimale Wechselkursystem von Land zu Land unterschiedlich ist und daß, unabhängig vom gewählten System, die Wirtschaftspolitik dieses System unterstützen und die makroökonomische Stabilität fördern muß, um seinen Erfolg zu sichern.



## Internationale Kapitalmärkte

**E**nde Juli 1998 führten die Exekutivdirektoren ihre jährliche Überprüfung von Entwicklungen und Aussichten der internationalen Kapitalmärkte durch. Zu jenem Zeitpunkt waren die Finanzkrisen aufstrebender Märkte weitgehend auf Asien beschränkt. Kurz danach löste der Ausbruch der Schuldenkrise in Rußland und später der knapp vermiedene Zusammenbruch eines mit hoher Hebelwirkung arbeitenden Hedgefonds, Long-Term Capital Management, eine weitere Phase ungewöhnlicher finanzieller Turbulenzen aus, wodurch Befürchtungen sich verschlimmerten, daß sich die wirtschaftliche Abschwächung 1999 weiter ausbreiten und vertiefen könnte.

Das Direktorium befaßte sich daraufhin Mitte Dezember 1998 mit einer Aktualisierung des Weltwirtschaftsausblicks vom Herbst sowie mit neueren Entwicklungen auf den internationalen Kapitalmärkten, ihren Wirkungen und ihren Folgen für Finanzsektor- und Stabilisierungsmaßnahmen<sup>4</sup> (siehe auch Kapitel 2 und 5).

### Jährliche Überprüfung

Bei ihrer Aussprache über die Kapitalmärkte im Juli 1998 legten die Direktoren den Schwerpunkt auf die Lehren aus der Asienkrise, auf die Risiken und Herausforderungen, denen sich die Verantwortlichen gegenüberübersahen, und auf Fragen, die durch die damals bevorstehende Einführung des Euro aufgeworfen wurden.

### Asienkrise und andere Entwicklungen in den aufstrebenden Märkten

Die Direktoren sahen in den tiefsitzenden Problemen der Bankensysteme und Finanzsektoren – einschließlich der schwachen Aufsichts- und Regulierungssysteme, der unzureichenden internen Risikoüberwachung und der Kontroll- und Lenkungsprobleme – bedeutende

Faktoren, wenn auch nicht die einzigen, die zur Asienkrise geführt haben. Mehrere Direktoren vertraten die Auffassung, daß die unzureichende Disziplin am heimischen Markt, die in der Existenz umfangreicher nationaler Sicherungsnetze ihre Ursache hatte, eine übermäßige Risikobereitschaft in einer Reihe von Ländern gefördert habe. Die Schwächen der Finanzsektoren hätten bewirkt, daß die großen Kapitalzuflüsse vor der Krise nicht effizient weitergeleitet wurden; zusammen mit einem übermäßigen Vertrauen auf formelle oder informelle Wechselkursanbindungen führten sie zu erheblichen offenen Positionen mit entsprechenden Währungs- und Zinsrisiken und zu Liquiditätsungleichgewichten sowie unzureichender Kreditqualität.

Was die Bedeutung der verschiedenen Investoren während der Krise anbelangt, so seien die Versuche von Inländern, ungesicherte Währungspositionen abzu decken oder aufzulösen – sowie in einigen Fällen Kapitalflucht – eine wichtige Ursache für den Druck an den Devisenmärkten gewesen. Die Direktoren waren jedoch unterschiedlicher Meinung über die Rolle, die internationale Investoren und Hedgefonds gespielt haben. Das Direktorium unterstrich, daß die sehr großen Wechselkursabwertungen während der Krise durch besonders perverse Elemente der Marktdynamik verstärkt worden seien, die mit der verringerten Liquidität an den Devisenmärkten, den zunehmenden Risiken in bezug auf die Gegenpartei und den Wechselwirkungen mit schwachen inländischen Finanzinstituten zusammenhängen. Mehrere Direktoren stellten fest, daß das Ausmaß von Übertragungen und Ansteckungen unter den Ländern offenbar nicht vollständig durch die zunehmenden Handels- und Finanzbeziehungen zwischen den Ländern erklärt werden kann. Mehrere Direktoriumsmitglieder vertraten die Auffassung, daß die Ansteckungswirkungen durch unzureichende Informationen und einen Mangel an Transparenz verstärkt worden seien; damit sei den Investoren die Unterscheidung zwischen den aufstrebenden Märkten erschwert worden, was zur Schärfe der Marktreaktion nach Ausbruch der Krise beigetragen habe.

<sup>4</sup>Die Hintergrundpapiere wurden veröffentlicht als IWF, *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues* (Washington, September 1998), und IWF, *World Economic Outlook and International Capital Markets: Interim Assessment* (Washington, Dezember 1998).

Eine Reihe von Exekutivdirektoren meinte, daß die Asienkrise grundlegende Fragen über die Funktionsweise der internationalen Kapitalmärkte aufwirft. Die Kapitalzuflüsse vor der Krise hätten den Verantwortlichen in den aufstrebenden Märkten angesichts ihres Umfangs und der Möglichkeit drastischer Umschwünge im Fall von Stimmungsänderungen erhebliche Schwierigkeiten bereitet. Einige Direktoren vertraten die Auffassung, daß die Asienkrise ebenso die Schwächen im Verhalten der internationalen Investoren bloßgelegt hat wie die Probleme in den aufstrebenden Märkten. Einige meinten, daß der starke Rückgang der nominalen Zinssätze in den reifen Märkten die Suche der globalen Investoren nach höheren Erträgen angespornt hat.

In diesem Zusammenhang bezeichnete eine Reihe von Direktoriumsmitgliedern die grenzüberschreitende Interbankenkreditgewährung – insbesondere mit kurzen Laufzeiten –, welche die Kapitalzuflüsse erleichtert und neue Herausforderungen für die Risikosteuerung geschaffen habe, als ein wichtiges Merkmal der Krise. Eine Anzahl von Direktoren unterstützte Änderungen in den Kapitalanforderungen für Banken, welche die Risiken kurzfristiger Interbankenkredite besser widerspiegeln würden. Einige unterstrichen die Notwendigkeit, Wege zu finden, die preisliche Bewertung von Risiken durch die ausländischen Gläubiger zu verbessern und forderten eine bessere Überwachung von Gläubigerbanken.

Mehrere Direktoren stellten fest, daß führende internationale Rating-Agenturen es nicht vermocht haben, die Asienkrise vorherzusehen, und die Krise noch verschlimmerten als sie später beschlossen, die Kreditratings einiger Länder stark zurückzustufen. Eine Reihe anderer Direktoren wies jedoch darauf hin, daß diese Unternehmen nicht die einzigen gewesen sind, die die Krise nicht kommen sahen oder das Ausmaß der Anfälligkeiten in den asiatischen Krisenländern nicht erkannt haben. Trotz dieser Bedenken sahen es die Direktoren als zwangsläufig an, daß der Trend in Richtung auf eine verstärkte Kapitalverkehrsliberalisierung anhalten wird. Die meisten hielten einen gewissen Grad an Volatilität für unvermeidbar; die Verantwortlichen müßten daran arbeiten, die Widerstandskraft ihrer Volkswirtschaften gegen etwaige Schocks zu erhöhen, und sie müßten viel stärker darauf achten, eine geordnete und gut abgestimmte Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs sicherzustellen.

Das Direktorium verwies auf eine Anzahl von Lehren, die nationale Behörden aus der Asienkrise ziehen sollten. Die wichtigste sei, daß schwache Aufsichtsmaßnahmen und Finanzsysteme eine solide makroökonomische Politik zunichte machen können. Eine Reihe von Direktoren meinte, daß die Flexibilität der Wechselkurse eine Schlüsselrolle spielen könne, indem sie sowohl die Anpassung an Kapitalzuflüsse unterstütze, als auch Anreize für eine angemessene Kurssicherung

gebe. Die Wahl des Zeitpunkts bei der Aufgabe einer Wechselkursbindung sei nach Ansicht einiger Direktoren entscheidend. Insbesondere seien die Risiken beim Wechsel zu einem flexiblen System inmitten einer Krise höher, wenn die Banken-, die Finanz- und die Unternehmenssektoren Schwächen aufwiesen. Einige wenige Direktoren meinten, daß es vielleicht andere Optionen im Zusammenhang mit der Asienkrise gegeben hätte, wie den Wechselkurs innerhalb des Rahmens des bestehenden Ankers anzupassen oder zu einem anderen nominalen Anker überzugehen.

Das Direktorium stimmte darin überein, daß in der Stärkung der Bankenaufsicht und der Infrastrukturen des Bankensektors, auch durch die Übernahme der vom Basler Ausschuß entwickelten Grundsätze, der Schlüssel für die Vermeidung künftiger Krisen liegt. Einige Direktoren sprachen sich für die Besteuerung der kurzfristigen Kapitalzuflüsse nach chilenischem Beispiel aus, im Sinne einer aufsichtsrechtlichen Maßnahme, die sowohl auf den Banken- als auch den Nichtbankensektor Anwendung finden würde. Einige andere meinten jedoch, daß solche Kontrollen, obwohl sie in gewissen Fällen dazu beigetragen hätten, potentiell destabilisierende kurzfristige Kapitalimporte zu beschränken, mit der Zeit dazu neigten, an Wirksamkeit zu verlieren. Solche Kontrollen hätten allerdings jenen Ländern, die dabei waren, ihren bankaufsichtlichen Rahmen aufzubauen und die Marktdisziplin zu stärken, geholfen, Zeit zu gewinnen. Auf jeden Fall sollten Kontrollen der kurzfristigen Kapitalzuflüsse nicht als Ersatz für starke Fundamentaldaten, einschließlich der erforderlichen Reformen im Bankensektor, angesehen werden. Einige Direktoren verwiesen auf die wichtige Rolle ausländischer Direktinvestitionen als einer stabileren Finanzierungsquelle. Und mehrere Direktoriumsmitglieder würdigten die Anstrengungen einer Reihe von Ländern, die Entwicklung lokaler Kapitalmärkte, insbesondere von Anleihemärkten, zu erleichtern, um die Bedeutung der Banken bei der Weiterleitung der Kapitalzuflüsse zu reduzieren.

Hinsichtlich der Frage des Moral Hazard waren einige Direktoren übereinstimmend der Ansicht, daß die Aussicht auf IWF-Unterstützung vor der Asienkrise wahrscheinlich kein Gesichtspunkt bei den Entscheidungen der Kreditnehmer und -geber gewesen ist. Mehrere Direktoriumsmitglieder stellten jedoch fest, daß die Bereitstellung von IWF-Hilfen, zusammen mit Regierungsgarantien für Auslandsverbindlichkeiten, das Verhalten der Marktteilnehmer beeinflußt haben könnte. In diesem Zusammenhang forderten sie Maßnahmen zur Beschränkung des Moral Hazard auf ein Mindestmaß, einschließlich einer frühzeitigen Einbeziehung des privaten Sektors, um eine gerechte Lastenteilung zwischen dem privaten und dem öffentlichen Sektor zu erreichen.

In bezug auf die damals aktuellen Entwicklungen an den aufstrebenden Märkten äußerte das Direktorium

Besorgnis über die starken Produktionsrückgänge in den asiatischen Krisenländern und die anhaltende Schwäche der privaten Finanzierungsströme in die aufstrebenden Märkte. Die Direktoren stimmten darin überein, daß die asiatischen Krisenländer vor allem die Restrukturierung von Finanzinstituten und Unternehmen beschleunigen und angemessene Konkursverfahren einführen müssen; dies könne in einigen Fällen durch den umsichtigen Einsatz öffentlicher Mittel zur Rekapitalisierung schwacher aber lebensfähiger Finanzinstitute erleichtert werden. Allgemeiner noch drängte das Direktorium die Verantwortlichen in den aufstrebenden Märkten, ihre Anstrengungen zum Abbau der Anfälligkeit dieser Volkswirtschaften gegenüber externen Schocks fortzusetzen, unter anderem durch die Bewältigung der inländischen makroökonomischen und finanziellen Schwächen und, im Fall der Rohstoffexporteure, durch eine angemessenen Anpassung an die nachgebenden Rohstoffpreise.

### **Reife Marktwirtschaften**

Die anhaltenden Schwächen in einer Reihe aufstrebender Märkte, insbesondere in Asien, standen in einem starken Gegensatz zu der relativ günstigen Entwicklung in vielen Industrieländern. Die meisten Direktoren sahen in der günstigen Entwicklung der Industrieländer Nordamerikas und Europas das Ergebnis der starken makroökonomischen Fundamentaldaten und der Politik in vielen dieser Länder, der allgemein niedrigen und stabilen Inflation und der leicht zu bewältigenden Außenstände vieler Bankensysteme gegenüber den in der Krise befindlichen asiatischen aufstrebenden Märkten. Mehreren Industrieländern sei außerdem die inflationsdämpfende Wirkung der niedrigeren Rohstoffpreise und der schwächeren Wirtschaftstätigkeit Asiens zugutegekommen. Auf der anderen Seite hätten sich die zunehmenden inländischen Schwächen in Japan angesichts der engen Handels- und Finanzbeziehungen mit den aufstrebenden Märkten Asiens durch die Krise verschlimmert und hätten auch ihrerseits zu ihr beigetragen.

Das Direktorium begrüßte das zunehmende Vertrauen in die damals bevorstehende erfolgreiche Einführung des Euro Anfang 1999 und das hohe Maß an makroökonomischer Konvergenz, das die elf Länder des anfänglichen Eurogebiets erreicht haben. Hierin wurde ein wichtiger Beitrag zur innereuropäischen Wechselkursstabilität und zur wirksamen Konvergenz der langfristigen Zinssätze auf niedrigen Niveaus gesehen.

Eine Reihe nicht unerheblicher Risiken in den reifen Volkswirtschaften ließen allerdings die weiteren Aussichten ungewiß erscheinen. Vor allem habe Japans Versäumnis, seine Probleme im Finanzsektor entschlossen anzugehen, zur Schwäche der inländischen Wirtschaft beigetragen sowie zu Abwertungsdruck auf den japanischen Yen geführt, mit nachteiligen Übertragungswirkungen, insbesondere auf die benachbarten

aufstrebenden Märkte und die Weltwirtschaft. Die Direktoren drängten daher die japanische Regierung nachdrücklich, rasch zu reagieren, um die seit langem bestehenden Schwächen im Bankensektor zu bewältigen, indem sie das volle Ausmaß des Problems der notleidenden Kredite genau erfassen, die lebensfähigen Banken rekapitalisieren und restrukturieren und den aufsichtlichen Rahmen verbessern; damit sei sicherzustellen, daß jeder Einsatz öffentlicher Mittel bei der Unterstützung des Bankensektors zu einer anhaltenden Verbesserung der Sicherheit und Ertragskraft des Bankensystems führt. Eine Reihe von Direktoriumsmitgliedern stellte fest, daß Japans „Big Bang“-Reformen die Dringlichkeit eines Eingreifens unterstrichen, da die Reformen zusätzlichen Druck auf Banken ausübten und zu weiterem Abwärtsdruck auf den Yen beitrügen, indem sie die Anlage japanischer Ersparnisse im Ausland erleichterten.

Eine Reihe von Direktoren war besorgt über das Risiko einer deutlichen Korrektur der damals hohen Aktienbewertung in den Vereinigten Staaten, insbesondere angesichts der augenscheinlichen Verlangsamung des US-Ertragswachstums, der Wahrscheinlichkeit weiterer Rückwirkungen aus Asien und der Möglichkeit einer Erhöhung der US-Zinssätze. Die meisten Direktoren glaubten, daß dank der starken wirtschaftlichen Fundamentaldaten in den Vereinigten Staaten, zusammen mit Verbesserungen in der Infrastruktur der Finanzmärkte seit dem Börsenkrach 1987 aus binnenwirtschaftlicher Sicht eine mäßige Korrektur bewältigt werden könnte. Sie äußerten jedoch Besorgnis über die Folgewirkungen, insbesondere für die aufstrebenden Aktienmärkte, und die möglicherweise nachteiligen Konsequenzen für das Vertrauen in dem damals unruhigen globalen Umfeld.

Der Prozeß der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion habe in den europäischen Ländern eine Reihe aufsichtlicher und regulatorischer Fragen beleuchtet, die sich in unterschiedlichem Ausmaß auch anderen Ländern stellen. Die beschleunigte Restrukturierung der Finanzsektoren, die wahrscheinlich durch die Einführung des Euro erleichtert werde, schaffe eine Reihe von Herausforderungen für die Verantwortlichen in Europa. Die Direktoren hatten unterschiedliche Auffassungen über die Vorbereitungen für ein Krisenmanagement innerhalb der EWWU und dabei insbesondere über die Rolle der letzten Refinanzierungsinstanz. Einige stellten fest, daß diese Aufgaben in die Verantwortung der nationalen Behörden fielen. Andere meinten, es sei wesentlich für eine Zentralbank, und insbesondere für die Europäische Zentralbank (EZB), das Refinanzierungsinstitut der letzten Instanz zu sein und eine zentrale Rolle bei der Koordination der Aufsicht über die paneuropäischen Institute und Märkte zu spielen. Einige Direktoren verwiesen auch auf die große Bedeutung von finanziellen Sicherungsnetzen wie Einlagen-

sicherungssystemen und Liquiditätskonsortien. Einige Direktoren erkannten unter Verweis auf das Statut des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) an, daß das ESZB die notwendigen Instrumente habe, um eine liquiditätsstützende Rolle zu spielen, und daß es eingreifen könne, um Liquidität bereitzustellen, falls und wenn es notwendig sei. Einige unterstützten die Auffassung des IWF-Stabes über die Notwendigkeit einer weiteren Klarstellung der Zuständigkeiten der EZB und der nationalen Zentralbanken sowie des Informationsflusses zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden und der EZB.

Das Direktorium begrüßte die laufenden Anstrengungen in multilateralen Gremien und in vielen reifen Marktwirtschaften, Aufsicht und Regulierung durch bessere Rechnungs- und Offenlegung zu stärken sowie durch klarere Vereinbarungen über die Zuständigkeiten von „Heim-“ und „Gastland-“ Aufsehern und durch eine verstärkte Konzentration auf eine konsolidierte, auf die Risiken ausgerichtete Aufsicht, wie sie etwa in den Richtlinien des Basler Ausschusses vom 1. Januar 1998 über die Kapitalanforderungen an Banken zur Abdeckung von Marktrisiken enthalten ist.

Das Direktorium schloß seine Erörterungen mit der Feststellung, daß die Entwicklungen seit seiner letzten Überprüfung der internationalen Kapitalmärkte die Bedeutung einer zeitnahen und umfassenden Überwachung der internationalen Finanzmärkte durch den IWF unterstrichen haben.

### Interimsüberprüfung

Bei der Zwischenbewertung des Exekutivdirektoriums vom Dezember 1998 – einer Aktualisierung der Bewertung der internationalen Kapitalmarktentwicklungen vom Sommer und des Weltwirtschaftsausblicks vom Herbst – erörterten die Direktoren die möglichen Gründe für die Finanzmarkturbulenzen, ihre wahrscheinliche Wirkung auf die Weltwirtschaft und die Folgen für die Finanzsektor- und Stabilisierungsmaßnahmen. Sie betonten die auslösende Rolle der einseitigen Schuldenrestrukturierung Rußlands, die deutliche Korrekturen an den globalen Märkten nach sich gezogen habe sowie eine breit angelegte Neubewertung der Risiken, die mit Investitionen in den aufstrebenden Märkten verbunden seien, und eine umfassende Neuausrichtung der Portfolios über den gesamten Bereich der Finanzmärkte. Das Direktorium befaßte sich intensiv mit den Turbulenzen an den reifen Märkten; mit der Ausweitung der Zinsaufschläge nach einer Phase ungewöhnlicher Kompression; den Wirkungen auf Anlagen mit hoher Hebelwirkung; der verstärkten Besorgnis über einen Mangel an Liquidität in einigen der tiefsten globalen Finanzmärkte; und der scharfen Korrektur des Yen/Dollar-Wechselkurses Anfang Oktober 1998.

Obwohl seit Mitte Oktober ein gewisses Maß an Ruhe an die Finanzmärkte zurückgekehrt sei, unter-

strich das Direktorium die weite Unsicherheitsmarge hinsichtlich der Bedeutung der Turbulenzen und insbesondere ihrer Folgen für die wirtschaftliche Aktivität. Mehrere Direktoren sahen Grund zur Annahme, daß die Turbulenzen nur eine begrenzte Auswirkung auf die Wirtschaft hatten. Sie verwiesen auf die rasche Erholung der Aktienmärkte in den meisten Industrieländern, die geringeren Zinsaufschläge für die meisten kreditwürdigen Schuldner und die Fähigkeit von Kreditnehmern aus dem Unternehmenssektor, nach dem Einbruch im US-Commercial-Paper-Markt auf Kreditlinien von Banken zurückzugreifen, sowie auf die fehlenden Anzeichen für Kreditengpässe in Europa. Die Direktoren waren auch ermutigt durch weitere Zinsrückgänge in den asiatischen Krisenländern und durch die Hinweise auf einen wieder etwas verbesserten Zugang der aufstrebenden Marktwirtschaften mit stärkeren wirtschaftlichen Fundamentaldaten zu den globalen Finanzmärkten.

Auf der anderen Seite waren viele Direktoriumsmitglieder tief besorgt über Zeichen, daß die Krise länger anhaltende Wirkungen haben könnte, insbesondere für die aufstrebenden Marktwirtschaften. Zu den wichtigsten dieser Signale gehörten eine Ausweitung der Zinsaufschläge, der gestiegene Verkaufsdruck auf den Aktienmärkten und Hinweise auf erneute Kapitalabflüsse. Zum Teil waren die Reaktionen auf Verzögerungen in der Umsetzung der notwendigen fiskalischen Reform in Brasilien zurückzuführen.

### Bestimmungsfaktoren der Marktreaktionen

Angesichts des Ausmaßes der damals aktuellen Turbulenzen verwies das Direktorium auf mehrere Faktoren, die miterklärten, wie es zu der Neubewertung von Risiken durch die Märkte gekommen sei und warum, zusammen mit den Portfolioverschiebungen an den reifen Märkten, die Märkte auf relativ begrenzte Störungen unverhältnismäßig stark reagiert hätten.

- Rußlands einseitige Schuldenrestrukturierung stellte die grundlegenden Annahmen vieler Investoren über das Risiko einer Zahlungseinstellung durch Staaten in Frage. Mehrere Direktoren meinten, die russische Erfahrung habe die Risikoeinschätzungen verändert, indem sie den Märkten gezeigt habe, daß offizielle Hilfen ohne Erfüllung der wirtschaftspolitischen Auflagen nicht ausgezahlt würden.
- Anlagen mit hoher Hebelwirkung sowohl in den aufstrebenden als auch in reifen Märkten mußten rasch aufgelöst oder abgesichert werden, als die Risiken neu bewertet wurden. Die daraus folgende schnelle Liquidation auf ohnehin zur Schwäche neigenden Märkten verstärkte ihrerseits den Verkaufsdruck.
- Eine große Anzahl der weltweit führenden Geschäfts- und Investmentbanken – und nicht nur die Hedgefonds – waren in Anlagen mit hoher Hebel-

wirkung involviert, die anfällig gegenüber der unerwarteten Ausweitung der Zinsaufschläge waren.

- Die Risikosteuerungsmodelle, die von diesen Instituten verwendet wurden, verhinderten nicht den Aufbau dieser Finanzpositionen mit hoher Hebelwirkung, und die moderne Portfoliosteuerung scheint ihre Auflösung verschärft zu haben. Eine ungeordnete Abwicklung und risikomindernde Umschichtung des Portfolios der Long-Term Capital Management hätte zu zusätzlichen systemischen Risiken an den internationalen Finanzmärkten geführt, was die Hilfe der US-Behörden beim Organisieren einer Rettungsaktion des Privatsektors gerechtfertigt habe. Mehrere Direktoren stellten fest, daß die Neubewertung der Risiken und die Portfolioanpassungen für sich genommen weitgehend angemessen gewesen seien, da es sich dabei zum Großteil um eine Korrektur früherer Fehleinschätzungen der Risiken bestimmter Investitionen in den reifen sowie in den aufstrebenden Märkten gehandelt habe. Die Bedenken bezögen sich eher auf die Geschwindigkeit und den Umfang der Anpassungen und auf die systemischen Risiken, die damit für die Finanzmärkte und das Wirtschaftswachstum verbunden seien.

Die Direktoren unterstrichen die Grenzen der privaten Risiko- und Portfoliosteuerung, der Bankenaufsicht und der Überwachung der Finanzmärkte angesichts der raschen Globalisierung der Finanzmärkte und der zunehmenden Finanzinnovationen. Sie identifizierten als Grund für systemische Befürchtungen die anscheinenden Verständnislücken sowohl bei privaten als auch öffentlichen Marktteilnehmern hinsichtlich der wachsenden finanziellen Ungleichgewichte und Anfälligkeiten im Vorfeld der Ereignisse zwischen August und Oktober 1998. Mehrere Direktoren bezweifelten, daß Risikosteuerungsmodelle angemessene Warnungen abgeben können und Sicherungen bieten gegen so wenig wahrscheinliche, aber kostenträchtige Ereignisse wie jene, welche die globalen Märkte 1998 erschütterten. Sie bemerkten, daß das internationale Finanzsystem selbst, einschließlich der hochgradig integrierten Institute und Märkte und ihrer Verflechtungen innerhalb und über die nationalen Grenzen hinweg, zu den Turbulenzen und den Unwägbarkeiten der Finanzmarkttrisiken beitrug. Einige Direktoren kamen zu dem Schluß, daß die Kontrollsysteme und -praktiken auf der Führungsebene der Finanzinstitute neu bewertet und Risikomodelle vermehrt Krisentests unterworfen werden müßten, um die den modernen Finanzmärkten anhaftenden Risiken künftig besser zu bewältigen.

### *Rolle des Staates*

Das Direktorium befaßte sich auch mit der Rolle des Staates, insbesondere weil bei der Anhäufung der fi-

nanziellen Störanfälligkeiten nicht rechtzeitig die nachteiligen Folgen abgewendet wurden. Die Direktoren forderten als ein entscheidendes Element der Bemühungen um eine Stärkung der Architektur des internationalen Finanzsystems und der inländischen Finanzsektoren, möglichst rasch Maßnahmen zum Abbau des systemischen, mit Finanzmarkturbulenzen verbundenen Risikos in Betracht zu ziehen. Solche Maßnahmen beinhalteten striktere Kapitalanforderungen für nicht in der Bilanz erfaßte Aktivitäten, eine erneute Prüfung der Angemessenheit der gegenwärtigen Aufsicht und der Vorschriften für die Geschäftstätigkeit der weitgehend unkontrollierten Hedgefonds-Industrie und anderer mit starker Hebelwirkung arbeitender institutioneller Investoren und eine stärkere Überwachung der Kreditgewährung der Banken an die Hedgefonds.

In diesem Zusammenhang forderten mehrere Direktoren eine weitere Diskussion der systemischen Wirkung von Positionen der Finanzinstitute mit hoher Hebelkraft im allgemeinen. Um die systemischen Gefahren zu reduzieren, die hochriskante Aktivitäten von Hedgefonds und anderen großen Finanzinstituten mit sich brächten, seien auch stärkere Anstrengungen auf der Angebotsseite notwendig. Private Finanzinstitute müßten mit Hilfe der Aufsichtsbehörden die Unzulänglichkeiten der privaten Risiko- und Portfolioanalyse und ihrer Steuerung angehen, und die internationale Gemeinschaft müsse ihre Anstrengungen hinsichtlich der finanziellen Aufsicht und Regulierung sowie der Finanzmarktüberwachung in den reifen Volkswirtschaften verstärken, um die Entwicklung systemischer Krisen besser erkennen und verhindern zu können. Die Direktoren vertraten im wesentlichen die Auffassung, daß die finanzielle Überwachung und Regulierung nur ausgeweitet werden könne, wenn die nationalen Aufsichtsbehörden über mehr Informationen und Analysen über den Aufbau von Positionen außer- und innerhalb der Bilanz, die Hebelkraft und die Gesamtsumme sowie auch die Verteilung der Risiken in den nationalen und internationalen Märkten verfügten.

Einige Direktoren betonten auch, daß die Episode der Markturbulenzen von August bis Oktober 1998 noch einmal unterstreiche, wie wichtig es sei, die Kapitalverkehrsliberalisierung geordnet und in sachgerechter Reihenfolge durchzuführen – und durch die Einführung einer wirksamen Banken- und Finanzmarktaufsicht vorzubereiten oder zu begleiten. Marktwirtschaftliche Maßnahmen zur Abwehr übermäßiger kurzfristiger Zuflüsse und zur Förderung ausländischer Direktinvestitionen könnten sich während des Liberalisierungsprozesses ebenfalls als wünschenswert erweisen. Mit Blick auf die Risiken starker und zunehmend volatiler Kapitalbewegungen forderten die Direktoren ein wirksames System der Kontrolle und Beobachtung.

