

## Das Universum der Emerging Markets spaltet sich

Verehrte Leserin, verehrter Leser,

Das globale Umfeld ist ungemütlicher geworden für die aufstrebenden Volkswirtschaften in Mittel- und Osteuropa, Ostasien sowie Lateinamerika. Bis zum 11. September bestand noch die (berechtigte) Hoffnung, dass die USA und Euroland die Konjunkturschwäche zeitig beenden und mit deutlich höherem Wirtschaftswachstum aufwarten könnten. Im Fahrwasser der großen Volkswirtschaften wäre es dann auch den Emerging Markets-Ländern zwischen Mexiko City und Jakarta, Moskau und Buenos Aires möglich gewesen, zu neuen Ufern aufzubrechen. Diese Erwartungen müssen nunmehr um Monate verschoben werden. Damit hat für die in dieser Publikation betrachtete Länderklasse "Emerging Markets" die Stunde der Wahrheit geschlagen: Welche Volkswirtschaften sind stabil genug, auch in stürmischeren Gewässern auf Kurs zu bleiben? Welche Länder müssen einhalten und auf ruhigere Zeiten hoffen? Und welche Länder könnten untergehen?

Im vorliegenden Heft werden die einzelnen Regionen der aufstrebenden Volkswirtschaften dergestalt analysiert, dass die von ihnen verfolgte Wirtschaftspolitik dem Grad der Integration in die Weltwirtschaft gegenübergestellt wird. Dabei manifestiert sich die zentrale Perspektive für diese Ländergruppe: Es existiert nicht mehr die „Emerging Markets“-Story. Selbst regionale Entwicklungsmuster sind selten geworden: Einzig in den mittel- und osteuropäischen Ländern, die den Beitritt in die Europäische Union anstreben, ist ein solches noch zu beobachten. In Lateinamerika und Ostasien hingegen ist das ganze Spektrum an Entwicklungs- und Krisenmöglichkeiten präsent. Dies bedeutet nicht, dass Investoren sich von diesen Regionen abwenden sollten. Die Länder müssen nur stärker segmentiert und separat behandelt werden. Dies wird im vorliegenden Heft vollzogen.

Mit freundlichen Grüßen

Ihr Michael Hüther

Chefvolkswirt der DGZ·DekaBank

**DGZ**  **DekaBank**  
Unternehmen der  Finanzgruppe

### ■ Krisenbewältigung und Divergenz: Der Fall Ostasien (Seite 2)

Im Zuge der Asienkrise hat sich die Einstellung gegenüber ostasiatischen Volkswirtschaften radikal verändert: Was Anfang der 90er Jahre das "East Asian Miracle" war, wird heute vielfach als krisenanfällige Region angesehen und gemieden. Tatsächlich bietet sich in Ostasiens Volkswirtschaften aber eine breite Vielfalt von Ländern, von denen einige gute Perspektiven aufweisen.

### ■ Integration und Währungskrisen: Der Fall Lateinamerika (Seite 10)

Die drei großen Volkswirtschaften Lateinamerikas haben alle eine schwere Währungskrise durchlaufen. Mexiko befindet sich heute in einem stabilen Entwicklungsprozess und ist eng mit der ökonomischen Weltmacht USA verwoben. Brasilien und Argentinien sind hingegen noch auf der Suche nach Wegen aus den wiederkehrenden Erschütterungen. Was läuft falsch mit Integration und Entwicklung in Südamerikas großen Volkswirtschaften?

### ■ Transformation und Konvergenz: Der Fall Mittel- und Osteuropa (Seite 17)

Die Abschwächung der Weltwirtschaft führt auch in den Transformationsländern zu einer Dämpfung der wirtschaftlichen Aktivität. Mit der Perspektive des EU-Beitritts verfügen die Reformstaaten jedoch über ein Asset, das sie bemerkenswert krisenresistent macht. Die Konvergenz-Story ist aber kein Freibrief: Werden die strukturellen Hausaufgaben nicht gemacht und droht in diesem Zusammenhang gar ein policy mix aus expansiver Fiskalpolitik und restriktiver Geldpolitik, dann reagieren die Märkte auch hier mit entsprechenden Kursabschlägen.

### Herausgeber

DGZ·DekaBank  
Abteilung Volkswirtschaft  
Mainzer Landstraße 16  
60325 Frankfurt

### Chefvolkswirt

Prof. Dr. Michael Hüther  
(069) 71 47-23 81

### Leiter Volkswirtschaft

Dr. Ulrich Kater  
(069) 71 47-28 46

### Autoren

Dr. Dietmar Hornung, (069) 7147-2543,  
E-Mail: dietmar.hornung@dgz-dekabank.de

Nicolas Schlotthauer, (069) 7147-3556,  
E-Mail: nicolas.schlotthauer@dgz-dekabank.de

### Redaktionsschluss

28.09.2001

Nachdruck und Vervielfältigung nur mit  
Genehmigung der DGZ·DekaBank  
Deutsche Kommunalbank

ISSN 1439-8125

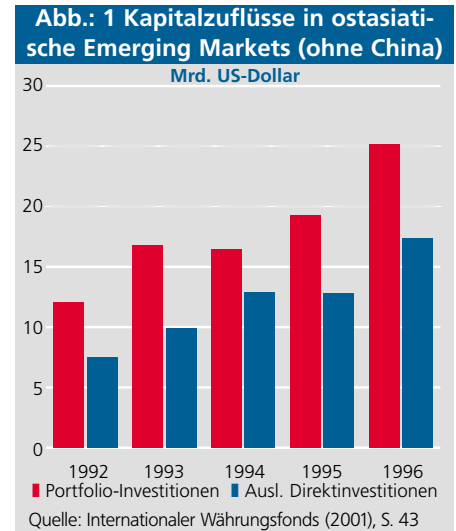
Die tragischen Ereignisse des 11. September haben den Einfluss von Regionen und Kulturkreisen in der Diskussion über die zukünftige globale Entwicklung ins Rampenlicht gerückt. Treiben die Konflikte zwischen einzelnen Regionen die Welt in eine neue Phase der Instabilität? Die von Samuel Huntington geprägte Vorstellung über den „Kampf der Kulturen“ steht zumindest in der Debatte über die geopolitische Situation wieder weit oben auf der Agenda.<sup>1)</sup> Mindestens einen dieser Kreise, die konfuzianistisch geprägten Gesellschaften, sieht er dabei in der Region Ostasien platziert. Folgt man den Vorstellungen des Autors, so stünde den „westlich geprägten Zivilisationen“ demnach in der Zukunft unter anderem eine homogene Region Ostasien mit einheitlichem Entwicklungs- und Verhaltensmuster gegenüber. Der von Huntington gezogenen Schlussfolgerung steht der Verlauf der ökonomischen und politischen Entwicklung in den letzten Jahren entgegen. Eine Diskussion über „Emerging Markets“ fokussiert heute selten auf das Potenzial der Region Ostasien insgesamt. Mit der „Asienkrise“ von 1997/98 ging die Erwartung an eine konvergierende Entwicklung der Volkswirtschaften verloren, so dass heute niemand mehr von „einer Story Ostasien“ spricht. Eine Ursache dafür ist darin zu sehen, dass die Länder bei der Krisenbewältigung unterschiedliche Ansätze wählten, so dass sich *aus einem symmetrischen Schock in der Region eine asymmetrische Entwicklung* ergab. Ostasien mangelt es dadurch an einer Perspektive, die den Ländern eine einheitliche Zielrichtung für ihre weitere Entwicklung vorgibt (als Ausnahme sei auf die VR China und ihren WTO-Beitritt verwiesen). Allerdings ist die Region, was die Außenhandelspolitik angeht, nicht völlig unorganisiert: So existieren verschiedene supranationale Organisationen im Bereich der internationalen Handelskooperation. Dazu zählen bspw. APEC, ASEM und ASEAN.<sup>2)</sup> Diese Zusammenschlüsse bieten ein allgemeines Forum zur Diskussion grundlegender Handels- und Währungsfragen, was einen ersten Schritt in die richtige Richtung darstellt.<sup>3)</sup> Sie werden aber in den nächsten Jahren auf keinen Fall einen bedeutenden Beitrag zu einem Konvergenzprozess wie in Mittel- und

Osteuropa sowie Mexiko bilden. Somit bleibt Vielfalt das Merkmal der Region Ostasien, nicht ein konvergierendes Entwicklungs- und Gesellschaftsmuster.<sup>4)</sup> Die fehlende „Gesamt-Story Ostasien“ bedeutet aber nicht, dass von einem Engagement in der Region generell abzuraten ist und sich die Volkswirtschaften gegenseitig in immer neue Krisen ziehen. In der gegenwärtigen Situation ist es vielmehr nötig, die Entwicklung einzelner Volkswirtschaften genau zu prüfen. Die Chancen fallen nicht mehr deutlich auf, da sie eben nicht als umfassende Geschichte verkauft werden können. Ziel dieses Artikels ist es, eine Standortbestimmung für die einstigen Himmelsstürmer des Ostens vorzunehmen. Dafür werden kurz die zentralen Ursachen der Asienkrise und ihre Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung diskutiert. Danach erfolgt eine Bestandsaufnahme der gegenwärtigen Situation, so dass eine Differenzierung zwischen einzelnen Ländern vorgenommen werden kann.

## Ein Blick zurück: Ostasiens Sturz aus dem siebten Himmel

Vor fünf Jahren war Ostasien die „Story“ in der Finanzwelt. Unter dem von der Weltbank 1993 geprägten Schlagwort „East Asian Miracle“ blühten die Vorstellungen über aufstrebende Volkswirtschaften, die in naher Zukunft selbst zahlreiche westeuropäische Industrieländer überholen könnten. Verschiedene Generationen von „Tigerstaaten“ (Singapur, Hongkong, Taiwan, Südkorea in der ersten sowie Thailand, Malaysia und Indonesien in der zweiten Generation) zeigten eine beeindruckende makroökonomische Performance. Diese wurde durch immense Kapitalzuflüsse aus dem Ausland unterfüttert. Eine Aufgliederung der Zuflüsse zeigt, dass es sich vor allem um Portfolio-Investitionen handelte. Die bei einer aggregierten Betrachtung zunächst beeindruckend hohen Direktinvestitionen relativieren sich, wenn man die VR China ausschließt. Dann zeigt sich, dass ausländische Direktinvestitionen bis 1996 kontinuierlich niedriger lagen als die kurzfristigen Portfolio-Investitionen (vgl. Abbildung 1). Dies belegt die

entscheidende Rolle der Bankensysteme im Zuge der Entwicklung.

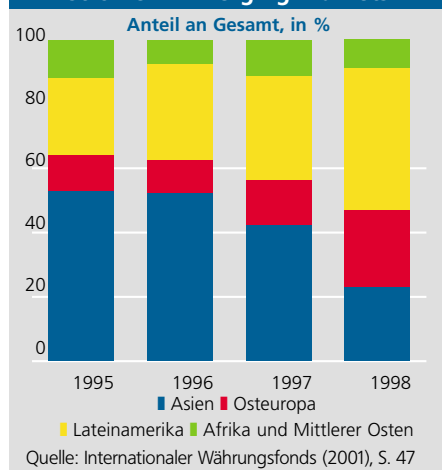


Das gesamte Ausmaß der kurzfristig orientierten Kapitalzuflüsse in die vier Krisenländer Südkorea, Malaysia, Thailand und Indonesien zeigt sich bei einer Betrachtung der vier Jahre vor der Krise. Das zwischen 1993 und 1996 zu verzeichnende akkumulierte Volumen der kurzfristigen Zuflüsse betrug in Thailand 35 % des BIP, auch Südkorea und Malaysia verzeichneten Gesamtzuflüsse von über 10 % des BIP. Lediglich Indonesien lag unter der 10 %-Marke. Die Krisenursachen in Indonesien waren tiefgründiger: Hinter einem verzerrten Wechselkurs standen strukturelle Verzerrungen im Bankensystem und Unternehmenssektor, verbunden mit einem korrupten politischen Apparat. Vor etwas mehr als vier Jahren brach für zahlreiche Ökonomen (und asiatische Staatsoberhäupter) ein Weltbild zusammen. Ab Juli 1997 gaben vier ostasiatische Regierungen den Wechselkurs ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar frei und damit dem freien Fall preis. Thailand machte den Anfang und zwang damit nacheinander Malaysia, Südkorea und Indonesien zu dem gleichen Schritt. Die Dramatik des Politikwechsels manifestiert sich im Kursverlauf der betroffenen Währungen nach der Freigabe. Südkorea musste zunächst eine Abwertung der Währung um 53,6 %, Thailand um 54,5 % hinnehmen. Der Abwärtstrend war aber durch ein vorübergehendes Überschiessen

der Wechselkurse gekennzeichnet: 12 Monate nach Freigabe des Wechselkurses belief sich die absolute Abwertung in Südkorea noch auf 29,8 %, in Thailand auf 40,5 %. Malaysia führte nach einem Wertverfall des Ringgit um 47,0 % auf 4,72 MYR/USD innerhalb von sechs Monaten nach Wechselkursfreigabe restriktive Kapitalverkehrskontrollen ein, um weitere Abwertungen zu verhindern. Nach weiteren sechs Monaten des „floating“ innerhalb einer Bandbreite wurde der Kurs schließlich bei 3,8 MYR/USD fixiert. Indonesien schließlich wurde aus währungspolitischer Sicht am ärgsten gebeutelt. Die Rupiah verlor zwischen November 1997 und Juni 1998 zunächst 85,2 % an Wert. Selbst nach der „Erholung“ bis Jahresende 1998 belief sich die absolute Abwertung noch auf 70,5 %.

Hervorgerufen wurde die Krise durch eine Umkehr der Kapitalströme: Standen die Geldgeber zuvor Schlange in dem Gefühl, die Party nicht versäumen zu dürfen, so suchte nunmehr jeder nach dem Notausgang. In nur einem Jahr verlor Ostasien seine Spitzenstellung innerhalb der „Emerging Markets“ und musste bei den Bruttokapitalzuflüssen von privaten Geldgebern eine Halbierung hinnehmen (vgl. Abbildung

**Abb.: 2 Aufteilung privater Kapitalströme in Emerging Markets**



2). In der Krise manifestierte sich das Risiko kurzfristiger Portfolio-Investitionen in einem System fester Wechselkurse dramatisch: Die Portfolio-Investitionen können aufgrund ihres Anlagehorizontes kurzfristig wieder abgezogen werden. In einem System fester

Wechselkurse ist die Zentralbank aber verpflichtet, durch Interventionen am Devisenmarkt den Wechselkurs zu halten. Dies kann nur so lange umgesetzt werden, wie die Zentralbank über Währungsreserven verfügt. In den ostasiatischen Volkswirtschaften hielten Zentralbanken zu lange einen „policy mix“ aufrecht, der nicht mit dem System fester Wechselkurse vereinbar war. Bedingt durch die gute makroökonomische Entwicklung bestand ein relativ starker Inflationsdruck, dem die Zentralbanken eigentlich mit noch höheren Zinsen hätte begegnen müssen. Ein noch stärkerer Anstieg der Zinsen hätte aber noch höhere kurzfristige Kapitalzuflüsse hervorgerufen, was die Stabilität des Wechselkursystems weiter untergraben hätte. Die Zentralbanken in den ostasiatischen Volkswirtschaften mussten sich in ihrer Zinspolitik also an dem Spagat zwischen „Stabilisierung der Inflationsrate“ und „Steuerung der Kapitalströme“ versuchen - einem Dilemma, dem sie nicht Herr werden konnten. Warum hielten die Regierungen und Zentralbanken aber trotz der Einschränkungen so lange an einem festen Wechselkurs fest?

1. Vorteile fester Wechselkurse: Ein fester Wechselkurs ist ein bequemes Instrument für die Regierung, um die Entwicklung der eigenen Volkswirtschaft zu fördern. Mit einer „Wechselkursgarantie“ lässt sich leichter ausländisches Kapital ins Land holen. Über die Problematik der Fristigkeit wird zum Zeitpunkt der Mittelaufnahme noch nicht nachgedacht. Auch ist in zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften ein beachtlicher Teil der Staatsverschuldung in Fremdwährung denominated. Der Gang an die internationalen Anleihemärkte ist für Regierungen wie für internationale Investoren natürlich viel reizvoller, wenn das Wechselkursrisiko ausgeschaltet wird.

2. Nachteile flexibler Wechselkurse: Der Devisenmarkt ist kein ursprünglicher Markt wie bspw. der Markt für Kraftfahrzeuge. Gehandelt werden verschiedene Währungen, der Wechselkurs ist also der „price of two monies“. Bisher gibt es, und hier liegt der Unterschied zu einem „normalen“ Gütermarkt, keine Bewertungsformel für Währungen, die ein einheitliches Bewertungsmaß mit sich bringen würde. Daher kann – zumindest auf eine Frist bis 12 Monate – der

Wechselkurs maßgeblich von seinem „Fundamentalpfad“ abweichen. Dies bringt erhebliche Nachteile für „Emerging Markets“ mit sich, da es sich bei ihnen um kleine offene Volkswirtschaften handelt, so dass massive Wechselkursschwankungen die Außenhandelstätigkeit beeinträchtigen und die Schuldenverpflichtungen in die Höhe treiben.

Im Zuge der Kapitalabflüsse zeigten sich auch massive Mängel im Bankensystem. Die Bankensysteme waren durch eine umfassende staatliche Regulierung bezüglich der Geschäftspolitik im Land (durch eine gelenkte Kreditvergabe an bevorzugte Staatsunternehmen) und eine mangelhafte Kontrolle der risikobehafteten Transaktionen (allgemeine Kreditvergabe, Fremdwährungstransaktionen) gekennzeichnet. Dominiert wurden die Bankensysteme durch staatliche Geschäftsbanken, die durchgängig für über 50 % der Kreditvergabe verantwortlich zeichneten. Die Politiker konnten so im makroökonomischen Bereich stets auf die ausgeglichenen Haushaltsalden verweisen. Dass die Geschäftsbanken als Finanzierungsstelle der staatlich bevorzugten Investitionsprojekte agierten, konnte erst bei einem genaueren Hinsehen (und damit viel zu spät) erkannt werden.

Ein besonders hohes Risikopotenzial wurde über die offenen Währungspositionen eingegangen: Die Geschäftsbanken besorgten sich günstige Kredite im Ausland (in Fremdwährung) und gaben diese in Inlandswährung an einheimische Kreditnehmer weiter. Von staatlicher Seite wurde dieses Vorgehen nicht behindert, sondern im Gegenteil durch die Einrichtung von Offshore-Finanzplätzen noch gefördert. Die Finanzierung der ehrgeizigen Entwicklungspläne zählte mehr als das latent wachsende Währungsrisiko. Vergessen wurde dabei die alte Weisheit: „You still have to pay back when the music stops playing“.

Neben dem ökonomischen Einbruch kam zudem eine psychologische Komponente auf, die zu einer Umschwung in der Länderanalyse führte. Die vormals durch überschäumende Euphorie geprägte Einschätzung der ostasiatischen Region (im Zuge der „ostasiatischen Wirtschaftswundergeschichte“) schlug in Ablehnung um. Als Beispiel lässt

**Tabelle 1:**  
**BIP-Wachstum in ostasiatische Volkswirtschaften**

	1997	1998	1999	2000	2001P
China	8,8	7,8	7,1	8,0	7,7
Singapur	8,4	0,4	5,9	9,9	-0,6
Hongkong	5,0	-5,3	3,1	10,5	0,8
Südkorea	5,0	-6,7	10,9	8,8	2,9
Taiwan	6,7	4,6	5,4	6,0	-1,3
Malaysia	7,3	-7,4	5,8	8,3	0,7
Thailand	-1,4	-10,8	4,2	4,3	1,5
Indonesien	4,7	-13,0	0,8	4,8	1,5
Philippinen	5,2	-0,6	3,3	4,0	2,5

P = Prognose; Quellen: Internationaler Währungsfonds; DGZ · DekaBank Emerging Markets Data Base

**Tabelle 2:**  
**Finanzierungssaldo des Staates (in % des BIP)**

	1997	1998	1999	2000	2001P
China	-0,8	-1,2	-2,1	-2,8	-2,5
Singapur	9,7	16,7	10,1	11,3	9,8
Hongkong	6,6	-1,8	0,8	-0,9	-0,2
Südkorea	-1,3	-3,8	-2,7	1,1	-1,8
Taiwan	-3,8	-3,4	-6,0	-4,8	-2,4
Malaysia	2,4	-1,8	-3,2	-6,8	-7,0
Thailand	-0,3	-2,8	-3,3	-5,2	-5,0
Indonesien	-0,7	-2,4	-3,8	-5,1	-3,7
Philippinen	0,1	-1,9	-3,7	-4,1	-4,0

P = Prognose; Quellen: Internationaler Währungsfonds; DGZ · DekaBank Emerging Markets Data Base

**Tabelle 3:**  
**Fremdwährungsverschuldung einzelner Volkswirtschaften (in % des BIP)**

	1997	1998	1999	2000	2001P
China	18,2	16,7	16,0	14,6	13,6
Singapur	9,5	10,9	8,5	9,7	10,5
Hongkong	23,6	29,7	34,2	35,0	35,5
Südkorea	33,4	46,8	32,9	27,9	29,6
Taiwan	10,8	10,4	8,4	8,6	9,2
Malaysia	47,1	58,8	53,9	48,8	52,5
Thailand	72,3	93,9	82,2	73,9	61,8
Indonesien	63,1	158,2	104,0	93,3	97,4
Philippinen	66,1	85,8	78,4	75,4	80,3

P = Prognose; Quellen: Internationaler Währungsfonds; DGZ · DekaBank Emerging Markets Data Base

sich die revidierte Meinung zu den vormals als „Erfolgsfaktoren“ angeführten „kulturellen“ Besonderheiten heranziehen. In der Debatte bis 1997 war (fälschlicherweise) immer von „asiatischen Werten“ gesprochen worden, die als entwicklungsfördernd eingestuft wurden. Die Krise führte zu einem vollständig anderen Urteil. Was vorher in Analysen des „East Asian Miracle“ als beeindruckender Vorteil gefeiert worden war, wird auf einmal als großer Nachteil und Entwicklungshemmnis tituliert. Besonders plakativ stellte dies die britische Wochenzeitschrift „The Economist“ in einer Analyse dar. Was früher als Konsens-Denken und Vorteil persönlicher Beziehungen gelobt wurde, galt auf einmal als Vetternwirtschaft und Korruption.

## Das „neue Ostasien“

### Makroökonomische Entwicklung

Die ostasiatischen Volkswirtschaften haben sich seit 1997 sehr unterschiedlich entwickelt. Wie ein Fels in der Brandung steht derzeit die VR China. Diese Volkswirtschaft weist sowohl einen großen Aufholbedarf (als Land beim Übergang von der Plan- zur Marktwirtschaft) als auch eine weitgehende Abschottung (mit sehr restriktiven Kapitalverkehrskontrollen) gegenüber anderen Volkswirtschaften auf. Abgesehen von der VR China sind sieben Länder in der Tabelle nach ihrer Zugehörigkeit zu den beiden Generationen der „Tigerstaaten“ sowie die Philippinen als „Nachzügler“ aufgelistet. In der ersten Generation war lediglich Südkorea von einer Währungs- und Finanzkrise betroffen. Das Land hat sich schnell vom Einbruch im Jahr 1998 erholt und befindet sich wieder in einer Phase der stabilen Entwicklung. Begünstigt wurde diese Entwicklung durch die nachhaltige Verbesserung in der Leistungsbilanz im Zuge der massiven Abwertung. Von den drei Volkswirtschaften der „zweiten Generation“ hat hingegen lediglich Malaysia den Schrumpfungsprozess von 1998 kompensieren können. Aber auch diese Volkswirtschaft kann gegenwärtig nicht als Wachstumswunderland glänzen. Einzig die Philippinen haben einen deutlichen Wachs-

**Tabelle 4:**  
**Wechselkurspolitik in ostasiatischen Volkswirtschaften**

Land	Wechselkursregime	Tatsächliche Wechselkurspolitik
China	Fixer Wechselkurs zum US-Dollar	offiz. System wird eingehalten, Abwertung möglich; restriktive Kapitalverkehrskontrollen
Hongkong	Currency Board (ggü. US-Dollar)	offiz. System wird eingehalten
Indonesien	floating	offiz. System wird eingehalten
Südkorea	managed floating	Interventionen zur Wechselkursstabilisierung
Malaysia	Fixer Wechselkurs zum US-Dollar	offiz. System wird eingehalten; Kapitalverkehrskontrollen noch vorhanden
Philippinen	floating	Kontrolle von Devisentransaktionen zur „Beruhigung des Handels“
Singapur	managed floating	Steuerung des realen Wechselkurses; Interventionen
Thailand	managed floating	Berücksichtigung der wirtschaftspolitischen Ziele; Kapitalverkehrskontrollen in der Diskussion
Taiwan	floating	Interventionen zur Steuerung des Wechselkurses

tumseinbruch verhindern können. Allerdings sind sie auch von einem deutlich niedrigeren Niveau gestartet (vgl. Tabelle 1). Eine besondere Divergenz zeigt sich bei der Entwicklung der Staatsfinanzen. Bis 1997 zeichneten sich nahezu alle ostasiatischen „Emerging Markets“ durch eine Politik des ausgeglichenen Staatshaushalts aus.<sup>5)</sup> Seit der Krise ist dies nicht mehr der Fall. Einige Länder haben eine Konsolidierung erreicht. Die Haushalte anderer Länder sind hingegen deutlich in die roten Zahlen gerutscht (vgl. Tabelle 2). Hier sind insbesondere Thailand und Malaysia zu nennen. Die Staatshaushalte in diesen Ländern leiden unter zwei Entwicklungen: Einerseits muss sowohl die Restrukturierung der Bankensysteme als auch die steigende Arbeitslosigkeit durch die Staatskasse finanziert werden. Andererseits regieren in beiden Ländern (wie bis vor kurzem auch auf den Philippinen mit Estrada) ausgabenfreudige Regierungschefs, die Konjunkturprogramme wie auch Wahlkampfgeschenke bereitwillig aus dem Staatshaushalt bedienen.

Noch deutlicher zeigt sich die divergierende Entwicklung ostasiatischer Volkswirtschaften an deren Fremdwährungsverschuldung (Tabelle 3). Hier kann zunächst generell diagnostiziert werden, dass die sogenannten „Tiger der zweiten Generation“ und die Philippinen einen massiven Anstieg zu verzeichnen

hatten. In Thailand und Malaysia hat bereits eine Phase der leichten Konsolidierung eingesetzt, die aber durch die gegenwärtige Entwicklung des Staatshaushalts konterkariert wird. Indonesien und die Philippinen weisen hingegen ein sehr hohes Niveau auf. In beiden Ländern kam dieses durch die massive Abwertung im Zuge der Krise von 1997/98 sowie die inkonsistente Fiskalpolitik zustande. Letztere ergab sich aus den politischen Krisen, die in beiden Volkswirtschaften über Jahre hinweg auftraten.

Als letzte makroökonomische Komponente soll die Geldpolitik beurteilt werden. Hierbei werden die Zinspolitik und die Wechselkursentwicklung in den vergangenen zwölf Monaten beleuchtet. Für die Zinspolitik wird dabei die aktuelle Differenz des jeweiligen Referenzzinssatzes zur Federal Funds Rate sowie zum Referenzzins in Japan aufgezeigt. Mit der Zinsdifferenz wird eine der wesentlichen Determinanten von Kapitalströmen aufgezeigt, die bei einem System fester oder gesteuerter Wechselkurse eine Destabilisierung hervorrufen kann. Hier zeigt sich, dass nur noch Indonesien und die Philippinen eine signifikante Differenz zu verzeichnen haben. Zudem haben bis auf China, Hongkong und Malaysia alle Volkswirtschaften ihre Politik fester Wechselkurse aufgegeben und sind zu flexibleren Systemen übergegangen (vgl. Tabelle 4 und Abbildung 3).

**Tabelle 5: Geldpolitik in Ostasien**

	Aufwertung (360 Tage), in %	Volatilität (360 Tage), in %	Zinsdifferenz zu USA, in %	Zinsdifferenz zu Japan, in %
Singapur	-1,0	4,1	-1,15	1,85
Hongkong	-0,0	0,1	-0,53	2,47
Südkorea	-14,8	8,0	1,00	4,00
Taiwan	-9,4	3,8	-0,25	2,75
Malaysia	0,0	0,2	-0,05	2,95
Thailand	-4,9	6,5	-0,50	2,50
Indonesien	-8,4	20,8	11,70	14,70
Philippinen	-10,1	13,9	6,00	9,00

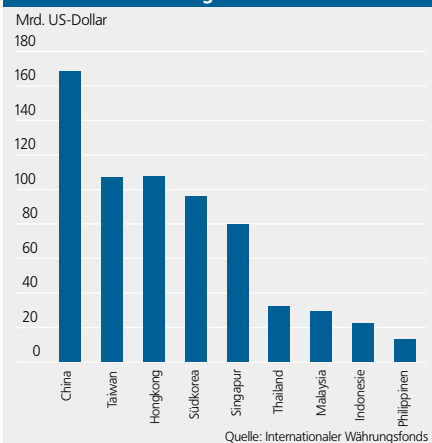
Die Aufwertung (negatives Vorzeichen = Abwertung) und die Volatilität wurden als prozentuale Veränderung in den vergangenen 12 Monaten ermittelt; bei der Zinsdifferenz handelt es sich um die Differenz zwischen dem jeweiligen Notenbank-Referenzzins (bzw. dem Zins am Interbankenmarkt) und den Notenbankzinsen von USA bzw. Japan; Quelle: Bloomberg, Stand: 27.09.2001

Tabelle 6: Indikatoren zum Wettbewerb im Bankensystem

	1994				2000			
	Anzahl Banken	Anteil an Einlagen			Anzahl Banken	Anteil an Einlagen		
		3 größten Banken	10 größten Banken	HH Index		3 größten Banken	10 größten Banken	HH Index
Südkorea	30	52,8	86,9	1263,6	13	43,5	77,7	899,7
Malaysia	25	44,7	78,3	918,9	10	43,4	82,2	1005,1
Thailand	15	47,5	83,5	1031,7	13	41,7	79,4	854,4

HH-Index = Herfindahl-Hirschmann Index: dieser wird als Maß für die Wettbewerbssituation in einer Branche verwendet. Die Berechnung erfolgt im Bankensystem in der Form, dass der Marktanteil (in %) aller Banken an den Einlagen quadriert und dann die Quadrate aufaddiert werden. Als maximaler Wert, der auf die Existenz eines Monopolisten hinweisen würde, könnte sich 10.000 ergeben. Je niedriger der Wert ist, desto größer ist die Streuung auf verschiedene Banken; Quelle: IWF (2001), S. 127.

Abbildung 3: Währungsreserven in Ostasien – die „Berge im Norden“



Als Kennzahlen für die Wechselkurspolitik dienen die Aufwertung (respektive Abwertung) sowie die Wechselkursvolatilität. Die Volatilität wird als zweite Kennzahl hinzugezogen, da dadurch die Wechselkursstabilität in einzelnen Ländern relativiert wird. Betroffen sind davon vor allem Indonesien und die Philippinen. Unter den anderen vier Ländern mit flexiblen Wechselkursen haben vor allem Südkorea und Taiwan eine deutliche Abwertung hinnehmen müssen (vgl. Tabelle 5). Während dies in Taiwan auf starke Kapitalabflüsse zurückzuführen ist, steuert in Südkorea die Zentralbank den Wechselkurs. Die koreanische Zentralbank hat durch einen gezielten Ankauf von US-Dollar die eigene Währung geschwächt. Positive Nebeneffekte waren der massive Anstieg von Währungsreserven sowie eine „künstliche“ Exportförderung.

### Entwicklung des Bankensystems nach 1998

Im Zuge der Finanzkrise ergab sich für die betroffenen ostasiatischen Volkswirtschaften auch die Notwendigkeit weitreichender Reformen im Bankensystem. Nach den Finanzkrisen verabschiedeten Südkorea, Malaysia, Thailand und Indonesien Maßnahmenpakete zur Reform des Bankensystems. Ziel sollte die Konsolidierung von Finanzinstitutionen in der Form sein, dass unrentable Institutionen geschlossen oder mit anderen Banken verschmolzen werden und dass die verbliebenen Banken ohne weitere staatliche Hilfe überlebensfähig sind. Dazu gründeten alle Länder sogenannte „Asset Management Companies (AMCs)“, die allein den Auftrag verfolgten, die Bankenbilanzen um die notleidenden Kredite zu bereinigen. Dies geschah in der Form, dass die AMCs die besonders gefährdeten Kredite der Banken ins Portfolio nahmen und den Banken statt dessen Staatsanleihen als Aktiva zur Verfügung stellten. Eine ähnliche Reform wird derzeit in der VR China umgesetzt. Auch die Geschäftsbanken im „Reich der Mitte“ kämpfen verstärkt mit dem Problem nicht einzutreibender Kredite (vor allem von den weiterhin existierenden Staatsunternehmen). Daher wurde für die vier großen staatlichen Geschäftsbanken<sup>6)</sup> jeweils eine eigene AMC gegründet. Anhand der gegenwärtigen Qualität der Kreditportfolios in den Volkswirtschaften lassen sich Fortschritte bei der Bankenreform erkennen. Hier zeigt sich, dass vor allem Südkorea Erfolge bei der Beseitigung von

notleidenden Krediten erzielen konnte. Zwar gelang es auch Thailand und Indonesien, das Volumen zu halbieren, allerdings kämpfen die Geschäftsbanken in beiden Ländern noch immer mit dem Problem, dass ein Fünftel der Kredite als uneinbringbar gelten.<sup>7)</sup> In Südkorea und Malaysia belaufen sich die notleidenden Kredite auf 4,9 % bzw. 9,6 % aller Kredite. (Vgl. OECD (2001), S. 139.)

Für Thailand sollte zudem einschränkend betont werden, dass die für die Restrukturierungsmaßnahmen gegründete Behörde „Thai Asset Management Company“ vorrangig die notleidenden Kredite von staatlichen Geschäftsbanken übernehmen wird. Dies wird die Wettbewerbsfähigkeit der privaten Banken beeinträchtigen. In Indonesien muss berücksichtigt werden, dass über 80 % der notleidenden Kredite von der „Indonesia Bank Restructuring Agency“ übernommen wurden. Deren Bilanz bei der Liquidierung der Kredite fällt aber äußerst ernüchternd aus: Bisher konnten gerade einmal 3 % der übernommenen Kredite als zurückgezahlt verbucht werden.<sup>8)</sup> Eine noch schlechtere Performance weisen die AMCs in der VR China auf. Diese konnten selbst in den prosperierenden Küstenregionen, in denen die Staatsunternehmen tendenziell eine bessere Finanzsituation aufweisen, bisher lediglich 1 % aller übernommenen Kredite eintreiben. Die Strukturreformen haben in Südkorea und Malaysia die Anzahl der Banken deutlich zurückgehen lassen, ohne dass dies einen negativen Einfluss auf den Wettbewerb im Bankensektor ausübte. Nur in Thai-

land machte die Reform vor den Geschäftsbanken Halt (vgl. Tabelle 6). Hier wurden im Zuge der Finanzkrise lediglich 56 „Non-Bank Financial Institutions“ geschlossen.

Durch die Bereinigung im Bankensektor ist die Finanzlage der Geschäftsbanken heute positiver einzuschätzen als vor der Krise. In allen vier Ländern weisen die Geschäftsbanken eine deutlich höhere Eigenkapitalquote (in Relation zu den risikogewichteten Aktiva) auf als 1997. Die Quoten schwanken zwischen 11 % (Indonesien, Südkorea, Thailand) und 13 % (Malaysia). Ebenfalls stabilisierend wirkt die Tatsache, dass in allen Ländern außer Indonesien die Bankenaufsichtsbestimmungen an internationale Standards angepasst wurden, so dass risikobehaftete Positionen deutlich schärfer überwacht werden. Südkorea und Malaysia sowie mit stärkeren Abstrichen Thailand, die nach 1997 alle mit einer Finanzkrise kämpften, haben ihre Hausaufgaben bei den Strukturreformen erledigt.

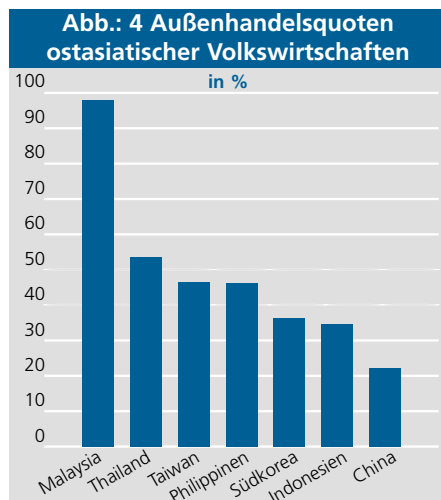
## Perspektiven in Ostasien

### Risiken

Wo liegen die Risiken in den ostasiatischen Volkswirtschaften? Eine zentrale Grundlage für die Erholung ostasiatischer Volkswirtschaften nach der Krise ist derzeit auch das größte Hindernis einzelner Volkswirtschaften bei der Fortsetzung des Aufwärtstrends: Die Wirtschaftsentwicklung ist sehr stark von Exporten abhängig. Dies ist an der Außenhandelsquote ersichtlich. Zu den abhängigen Ländern gehören neben Singapur und Hongkong vor allem Taiwan, Malaysia, Thailand und die Philippinen (vgl. Abbildung 4).

Bei der Exportabhängigkeit stellt sich als besonders problematisch heraus, dass sich einzelne Volkswirtschaften besonders auf Exportprodukte für die „New Economy“ (Produktion von Halbleitern, Equipment für Telekommunikation, sonstiges Computerequipment) spezialisiert haben (vgl. Abbildung 5). Im Zuge des deutlichen Einbruchs dieses Wirtschaftszweiges wurde auch die Exporttätigkeit ostasiatischer Volkswirtschaften beeinträchtigt.

Betont werden muss auch die in Malaysia, Thailand, Indonesien und den Philippinen zu



beobachtende expansive Fiskalpolitik und der damit verbundene Gesamtschuldenstand. Auch wenn die Ursachen in den einzelnen Ländern vielschichtiger Natur sind, so gibt doch der fiskalpolitische Expansionskurs reichlich Anlass zur Sorge. In Thailand und Malaysia setzen die Regierungen derzeit verstärkt auf eine expansive Fiskalpolitik, um den Einbruch auf der Exportseite zu kompensieren. Dies brachte allerdings nur eine geringe Verbesserung: So bewirkte in Malaysia der im ersten Halbjahr 2001 zu beobachtende Anstieg der Staatsausgaben um 7 % lediglich einen Anstieg des BIP um 0,2 % (was anhand der hohen Bedeutung des Außenhandels auch zu erwarten war). Dies vermittelt den Eindruck, dass die Regierungen konzeptionslos und mit unruhiger Hand agieren.

Eine weitere Konstellation, die sich seit dem Ausbruch der Asienkrise ebenfalls nicht geändert hat, ist die Ausrichtung der Geldpolitik in Japan. Diese ist weiterhin durch extrem niedrige Zinsen und eine Politik der Wechselkurssteuerung gekennzeichnet. Damit ist die Richtung der Kapitalströme in Asien weiter vorgegeben: Sowohl die nach einer über 0 % liegenden Rendite strebenden japanischen Investoren als auch die auf niedrige Kreditzinsen um die 3 % hoffenden Kreditnehmer in den „Emerging Markets“ Ostasiens bilden die Grundlage für eine Kreditaufnahme in Fremdwährung, die mit den in Ostasien bereits bekannten Risiken verbunden ist. Hier ist also weiterhin eine strenge Überwachung der Geschäftsbanken gefordert, um eine erneute Unterminierung der Stabilität des Bankensystems zu verhindern.

## Chancen einzelner Volkswirtschaften

Innerhalb der Gruppe ostasiatischer „Emerging Markets“ existieren aber nicht nur Krisenländer, sondern auch Volkswirtschaften mit einem positiven Ausblick. Angesichts der derzeitigen globalen Entwicklung empfiehlt sich aus Anlegersicht grundsätzlich eine defensive Strategie. Daher beurteilen wir vor allem die beiden Finanzzentren Singapur und Hongkong positiv. Diese zählen weltweit zu den Marktwirtschaften mit einem besonders stabilen institutionellen Rahmen, der sich in einem hohen Grad an wirtschaftlicher Freiheit manifestiert.<sup>11)</sup> Weiterhin haben sich beide zu den wichtigen Finanzzentren in Ostasien entwickelt. Die Stabilität des Finanzsystems wurde in diesem Jahr durch die Fähigkeit zur „Selbst-Konsolidierung“ dokumentiert, als von den Regierungen unabhängig agierende Geschäftsbanken mehrere Zusammenschlüsse (sowohl innerhalb der Grenzen als auch zwischen Hongkong und Singapur) umsetzten. Für Hongkong sehen wir lediglich ein Risikoszenario im Bereich der Währungspolitik. Die mittlerweile zu China gehörende ehemalige Kronkolonie hat als Wechselkurspolitik das starre System des „Currency Board“ installiert. Ein solches Arrangement ist von einer besonderen

Inflexibilität geprägt. Sollte in Ostasien eine neue Runde verstärkter Abwertungen stattfinden und auch das Mutterland China in diese einbezogen werden, so würde auch der Wechselkurs in Hongkong unter Druck geraten. Ein weiterer Verlust an Wettbewerbsfähigkeit wie in der Asienkrise, als Hongkong eine reale Aufwertung um 10 % hinnehmen musste, würde die Volkswirtschaft nur schwer verkraften. In der Währungspolitik ist also auf mittlere Sicht mehr Flexibilität notwendig.

Weiterhin zählen wir die VR China zu der positiv einzuschätzenden Gruppe. Dieses Land wird sich nach dem nunmehr besiegelten WTO-Beitritt weiter öffnen, sowohl für Handel als auch für Finanzinvestitionen. Daraus ergeben sich zahlreiche Chancen und Risiken. Die Chancen sehen wir in einem weiteren Anstieg der Exporttätigkeit, der sich für alle Branchen vollziehen wird. Davon profitieren auch die Perspektiven für ein Engagement ausländischer Investoren in Form von Direktinvestitionen. Zudem wird die chinesische Regierung die Liberalisierung der Finanzmärkte vorantreiben und eine verstärkte Konkurrenz auf Güter- und Finanzmärkten zulassen (müssen). Zumindest schreiben dies die WTO-Bedingungen so vor, die Umsetzung ist in der Praxis genau zu beobachten. Risiken bestehen in allen Bereichen, die mit der Reform von Geschäftsbanken und Staatsunternehmen verbunden sind. Dazu gehören nicht nur diese beiden Sektoren selbst. Negativ beeinträchtigt werden auch die Staatsfinanzen, die sich bisher im ostasiatischen Vergleich noch gut machen. Der Aufbau von Sicherungssystemen für Altersvorsorge, Krankenversorgung und Arbeitslosigkeit wird die Staatsverschuldung erheblich ansteigen lassen. Wir erwarten im Zusammenhang mit der Restrukturierung von Geschäftsbanken und Staatsunternehmen einen Gesamtaufwand für die Staatskasse in Höhe von 50 % des BIP. Damit wird sich auch die VR China in Zukunft wohl stärker als Emittent an den Bondmärkten tummeln (ein erster Testballon war die im April 2001 in US-Dollar und in Euro emittierte Anleihe).

Auf mittlere Sicht halten wir auch Südkorea und Malaysia für attraktive Märkte. Derzeit beeinträchtigend wirkt, dass die Entwicklung

beider Länder von der globalen Konjunkturabkühlung beeinträchtigt worden ist. Zudem besteht in Südkorea weiterer Handlungsbedarf bei der Reform des Bankensystems, während Malaysia hier bereits deutliche Fortschritte erzielt hat. In Südkorea wirken die Verbindungen innerhalb der Konglomerate („Chaebols“) reformhemmend. Malaysia wird mittelfristig einen Kurswechsel in der Geldpolitik umsetzen müssen, um die Wechselkurspolitik flexibler gestalten zu können. Als ein zentrales Ereignis könnte sich ein möglicher Politikwechsel im Land zeigen, wenn der derzeit allumfassend herrschende Premier Mahathir irgendwann einmal seine Macht abtreten muss. Taiwan beurteilen wir hingegen derzeit eher zurückhaltend. Das Land kämpft massiv mit dem Rückgang der Exporte und dem Problem eines ineffizienten, lange Zeit staatlich protektionierten Bankensystems. Zudem halten sich immer mehr Investoren von dem Land fern, da die VR China als Magnet für Direktinvestitionen in der Region auch Taiwan den Rang abgelaufen hat. Auf politischer Ebene halten wir das Krisenszenario einer militärischen Auseinandersetzung zwischen dem Festland und der Insel für sehr unwahrscheinlich. Nichtsdestotrotz wird der Präsident Taiwans, Chen Shui-Bian, die Umgangsart mit der Regierung in Peking, die noch immer das „Ein-China-Prinzip“ vertritt, genauer definieren müssen.

Nicolas Schlotthauer, (069) 7147-3556,  
E-Mail: nicolas.schlotthauer@dgz-dekabank.de

#### Literatur:

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2000), „70. Jahresbericht“, Juni, Basel

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2001), „71. Jahresbericht“, Juni, Basel

Diehl, Markus und Peter Nunnenkamp (2001), „Lehren aus der Asienkrise“, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 373, Institut für Weltwirtschaft, Kiel

[The] Economist (1998), „What would Confucius say now“, 25rd July, S. 23 - 25.

Fukuyama, Francis (1993), „The end of history and the last man“

Huntington, Samuel (1996), „The clash of civilizations and the remaking of world order“

Internationaler Währungsfonds (1997), „World Economic Outlook“, Dezember 1997, Washington D.C.

Internationaler Währungsfonds (2001), „International Capital Markets“, August, Washington D.C.

OECD (2001), „Economic Outlook“, Juni 2001, Paris

#### Anmerkungen

1) Huntington beschreibt ein Szenario, in dem sich verschiedene „Kulturkreise“ gegenseitig bekämpfen. Seine Ansichten stellen eine Gegenmeinung zu dem Buch von Francis Fukuyama, „Das Ende der Geschichte“, dar. Fukuyama hatte in seinem Buch ein Szenario entworfen, wonach es in der nahen Zukunft - grob gesagt - keine kulturellen Divergenzen mehr geben werde, sondern sich bspw. auch die Kulturen Ostasiens an den Lebensstil der „westlichen Welt“ anpassen. Huntington kritisierte diese Sichtweise zunächst in einem Artikel mit dem Titel „The clash of civilizations? (Kampf der Kulturen?)“ im Magazin „Foreign Affairs“ (1993). In seinem 1996 veröffentlichten Buch ließ er aber das Fragezeichen weg und wählte den Titel: „The clash of civilizations and the remaking of world order“

- (Kampf der Kulturen und Wiederherstellung der Weltordnung“.
- 2) APEC = „Asian-Pacific Economic Cooperation“; ASEM = „Asia-Europe Meeting“; ASEAN = „Association of South East Asian Nations“.
  - 3) Innerhalb der APEC + 3 (Japan, Südkorea und China) wurden bereits erste bilaterale Unterstützungs-Abkommen zur Wechselkursstabilisierung beschlossen. Da sich diese Vereinbarungen aber noch im Frühstadium der Planungen befinden, soll hier nicht weiter darauf eingegangen werden.
  - 4) An dem Szenario von Huntington ist denn auch zu kritisieren, dass er in dem ostasiatischen Kulturkreis so unterschiedliche Gesellschaftsordnungen wie die von China, Taiwan, Südkorea und Japan zusammenfasst. Allein die Tatsache, dass Teile von kulturellen (Konfuzianismus) oder religiösen (Buddhismus) Elementen in verschiedenen Ländern auftreten, macht diese Länder noch nicht zu einer identischen Einheit und wird erst recht nicht dazu führen, dass diese Länder mit einer Stimme (und einer Armee?) gegen andere Kulturen auftreten werden.
  - 5) Der aggregierte Finanzierungssaldo belief sich zwischen 1990 und 1996 in Südkorea auf -4,8 % des BIP, in Malaysia auf 2,3 % des BIP, in Thailand auf 19,5 % des BIP und in Indonesien auf 1,6 % des BIP; vgl. Internationaler Währungsfonds (1997), S. 49f.
  - 6) Bank of China, Agricultural Bank of China, Industrial and Commercial Bank of China; China Construction Bank.
  - 7) Dabei muss aber betont werden, dass sich der Rückgang des Volumens an notleidenden Krediten lediglich auf die Bestände in den Geschäftsbanken bezieht. Die Kredite können keinesfalls als „eingebracht“ betrachtet werden. Sie werden von den zuständigen staatlichen Institutionen verwaltet und können daher gegebenenfalls den Staatshaushalt belasten.
  - 8) Vgl. OECD (2001), S. 139.
  - 9) Vgl. Diehl/Nunnenkamp (2001), S. 25.
  - 10) Die Außenhandelsquote ist definiert als das arithmetische Mittel von Ex- und Importen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Damit ist der außenwirtschaftliche Beitrag zum BIP ersichtlich.
  - 11) Im „Index of Economic Freedom“ der Heritage Foundation nimmt im laufenden Jahr Hongkong den ersten und Singapur den zweiten Platz unter 155 evaluierten Volkswirtschaften ein.

Die großen lateinamerikanischen Volkswirtschaften Argentinien, Brasilien und Mexiko haben sich in den vergangenen Jahren in ihrer Entwicklung deutlich voneinander entfernt. Mexiko hat 1995 die Kette der „Emerging Markets“-Krisen eröffnet und ließ damals nicht erahnen, dass es einmal als lateinamerikanische Erfolgsstory dienen würde. Brasilien entwickelte sich nach einer umfassenden Wirtschafts- und Währungsreform 1994/95, in deren Rahmen die neue Währung „Real“ eingeführt wurde, bis Anfang 1999 sehr positiv. Mit der Freigabe des Wechselkurses entstand eine Abwärtsspirale, die bis heute nicht vollständig zum Stillstand gekommen ist. Argentinien schließlich kam als letztes der betrachteten Länder in Schwierigkeiten: Im Gegensatz zu den anderen beiden Volkswirtschaften verfügt das Land zwar noch über einen festen Wechselkurs, aber dafür ist die derzeitige Wirtschaftskrise auch deutlich stärker als seinerzeit in Mexiko oder Brasilien. Wie ist es Mexiko gelungen, sich aus einer Krise heraus so dynamisch zu entwickeln, dass sich selbst in Zeiten einer globalen Konjunkturabkühlung keine übermäßig großen Sorgenfalten auf der Stirn der Länderanalysten bilden? Was können Brasilien und Argentinien daraus lernen? Diese Fragen sollen im folgenden diskutiert werden.

## Mexikos steiniger Weg

Die mexikanische Volkswirtschaft hat in den vergangenen Jahren eine beeindruckende Entwicklung aufzuweisen (vgl. Tabelle 1). Das Wirtschaftswachstum lag bis 2000 auf einem hohen Niveau, während zugleich die Inflationsrate zurückgeführt werden konnte. Auch der Wechselkurs vollzog in den letzten Jahren weitestgehend eine Seitwärtsbewegung. Selbst im Verlauf der Krisen in Brasilien und Argentinien wurde der positive Trend in Mexiko nicht beeinträchtigt. Die nunmehr zu verzeichnende Abkühlung steht nicht im Zusammenhang mit der Entwicklung südamerikanischer Volkswirtschaften, sondern der Abschwächung in den USA. Ein wesentliches Merkmal der Entwicklung von Mexiko seit Anfang der 90er Jahre

**Tabelle 1: Makroökonomische Kennzahlen Mexiko**

	1997	1998	1999	2000E	2001P
BIP, real, Jahresdurchschnitt in %	6,8	5,0	3,8	6,9	0,8
CPI, Jahresdurchschnitt in %	15,7	18,6	12,3	9,5	5,1
Budgetsaldo, in % des BIP	-0,7	-1,2	-1,2	-1,1	-0,8
Auslandsschuld, in % des BIP	38,0	39,0	34,7	27,9	27,1
Leistungsbilanzsaldo, in % des BIP	-1,8	-3,7	-3,0	-3,1	-3,0
Wechselkurs ggü. USD, Jahresd.	7,9	9,1	9,6	9,5	9,4

Quellen: Internationaler Währungsfonds; DGZ DekaBank Emerging Markets Database

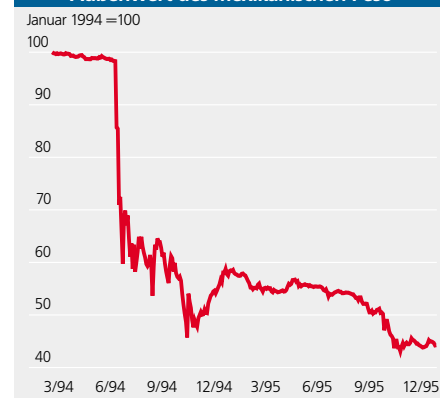
besteht in der Konvergenz an die Entwicklung in den Vereinigten Staaten. Mit der Bildung der NAFTA (North American Free Trade Agreement) im Januar 1994 schlossen sich Kanada, Mexiko und die USA zu einer Freihandelszone zusammen, die für alle Handelspartner erhebliche Erleichterungen bei Güter- und Finanztransaktionen mit sich brachte. Schon vor dieser offiziellen Integration stellten die USA den Haupthandelspartner Mexikos dar (vgl. Abbildung 1). Mit

Rahmen dieses Systems wurde eine Wechselkurssteuerung vorgenommen, bei der sich die angekündigte Abwertung als Differenz der eigenen Inflationsrate zum Preisanstieg des Ankerwährungslandes (in diesem Fall die USA) ergab. Der mexikanische Peso erlitt innerhalb von 10 Wochen nach Freigabe des Wechselkurses (19.12.1994) eine Abwertung um 53,5 %. Allein in der ersten Woche nach Freigabe verlor er 39,2 % an Wert (vgl. Abbildung 2).

**Abbildung 1: Mexikos Exporte in die USA**



**Abbildung 2: Außenwert des mexikanischen Peso**



dem NAFTA-Abkommen wurde somit lediglich den bereits bestehenden Gegebenheiten ein verbesserter institutioneller Rahmen zugrunde gelegt. Die Periode der Integration Mexikos in die NAFTA war keinesfalls nur eine von Stabilität und nachhaltiger Entwicklung geprägte Phase. Gleich zu Ende des ersten Mitgliedsjahres (1994) rutschte die Volkswirtschaft in eine massive Krise. In deren Verlauf musste das bis dahin geltende Wechselkurssystem des „crawling peg“ aufgegeben werden. Im

Bei einem Vergleich zeigt sich, dass Mexiko unter einem zentralen Gesichtspunkt als „Vorläufer der Asienkrise“ gelten kann: Auch in Mexiko bestanden die Kapitalzuflüsse hauptsächlich aus den kurzfristigen Portfolio-Investitionen, weniger aus mittel- bis langfristig angelegten Direktinvestitionen. Die Nettozuflüsse an Portfolio-Investitionen beliefen sich zwischen 1991 und 1994 insgesamt auf 19,1 % des BIP. Die Direktinvestitionen betragen im gleichen Zeitraum hingegen lediglich 6,1 % des BIP.

Ein großer Unterschied zwischen Mexiko und den ostasiatischen Krisenländern bestand aber in der Mittelverwendung: In Mexiko wurden die Mittel aufgenommen, um sowohl den Schuldendienst des Staates als auch die wachsende Konsumneigung der Bevölkerung zu finanzieren. Letztere manifestierte sich in der kontinuierlich sinkenden Sparquote der Privaten: Diese ging zwischen 1988 und 1994 von 20 % auf 11 % zurück. Da die Investitionsquote weiterhin bei 21 % lag, bestand dauerhaft eine Finanzierungslücke, die über Auslandsschulden finanziert wurde.<sup>1)</sup> In Ostasien hingegen flossen die Mittel nicht direkt an den Staat, sondern größtenteils an das Bankensystem und wurden als Kredite an den Unternehmenssektor weitergegeben. Dadurch kam es zum Phänomen der „Überinvestition“.<sup>2)</sup> Nach dieser Krise begann in Mexiko eine Phase der Prosperität, die dazu führte, dass die erfolgreiche Entwicklung über die NAFTA-Integration mit der „Konvergenz-Story“ osteuropäischer Volkswirtschaften verglichen werden kann. Ein wesentliches Element der Wirtschaftspolitik war die diskretionäre Ausgestaltung der Geldpolitik, die von der Banco de México als verantwortliche, von der Regierung unabhängige Institution umgesetzt wurde. Die Geldpolitik basiert auf zwei Elementen:<sup>3)</sup>

1. **Aktivistische Eingriffe:** Die Zentralbank Mexikos betreibt die Strategie eines „Inflation Targeting“. Dies bedeutet, dass sie darauf abzielt, die Inflationsrate nicht über eine makroökonomische Kennzahl als Zwischengröße, sondern über die Inflationserwartungen der Privaten direkt zu steuern. Ihre große Herausforderung besteht darin, die Wirtschaftssubjekte davon zu überzeugen, dass sie eine Politik der Geldwertstabilität betreibt. Zur Umsetzung der Strategie verfügt die Zentralbank über Instrumente, die tägliche Eingriffe ermöglichen. Sie steuert damit aktivistisch die Liquiditätsversorgung am Geldmarkt. Dies erfolgt jedoch nicht über einen Refinanzierungszins, sondern über eine Steuerung der Geldbasis. Dazu werden Mindestreservebestimmungen („corto“) festgelegt. Diese Mindestreserve muss von den Geschäftsbanken bei der

Zentralbank gehalten und kann von letzterer täglich variiert werden.

2. **Wechselkurssteuerung:** Ein Beispiel für die neue Form der Wechselkurspolitik und die Ausrichtung der gesamten Geldpolitik auf Wechselkursstabilität bietet das Verhalten der Zentralbank im Verlauf des Jahres 1999, als auch für Mexiko Ansteckungseffekte durch die Brasilien-Krise drohten. In diesem Zusammenhang betonte die Zentralbank, dass sie einen diskretionären Handlungsspielraum benötigt, um auf „unerwartete Entwicklungen“ reagieren zu können. Unter „unerwarteten Entwicklungen“ werden drei Szenarien zusammengefasst: Inflationsdruck, Wiederherstellung „angemessener Bedingungen auf Devisen- und Geldmarkt“ sowie ein Abweichen der Inflationserwartungen vom Inflationsziel. In der Brasilien-Krise erfolgte zunächst ein Wechselkursanstieg des mexikanischen Peso. Zur Stabilisierung erhöhte die Zentralbank die Reservebestimmungen. Dies führte zu einer Liquiditätsverknappung, die den Kapitalabfluss unterband. Wichtig war neben der unmittelbaren Aktion aber auch, dass diese nicht kommuniziert wurde. Wenn eine Zentralbank offiziell kein Wechselkursziel vorgibt, dann kann sie auch keines verfehlen. Und wenn die Märkte über Ausmaß und Zeitpunkt von Interventionen nicht Bescheid wissen, dann sind vergleichsweise geringe Bestände an Fremdwährung notwendig, um eine Trendwende zu erreichen.<sup>4)</sup>

Ergänzend wirkte die bereits aufgezeigte fiskalische Konsolidierung. Das Haushaltsdefizit liegt mit etwa 1 % des BIP auf einem auch für Industrieländer akzeptablem Niveau. In Folge dessen konnte die Auslandsschuld der Volkswirtschaft deutlich zurückgeführt werden. Diese beträgt nur noch 27,9 % des BIP, nach 38,0 % in 1997 und 60,2 % in 1995.

### Übertragung auf Brasilien und Argentinien?

Können Argentinien und Brasilien ebenfalls versuchen, eine Politik à la Mexiko zu betreiben? Diese Frage wird in jüngerer Zeit im Zusammenhang mit den Krisen und einer

potenziellen Integration der Länder in die großen Handelsblöcke gestellt.

### Außenhandelsabkommen in Südamerika: Viel Lärm um Nichts

Spricht man über Außenhandelsabkommen in Südamerika, so beinhaltet dies eine Vielzahl von Vereinbarungen (vgl. Tabelle 2). Das zentrale Problem des Subkontinents ist die Zersplitterung, in der sich auch die politische Zerstrittenheit zwischen den Staaten in den vergangenen Jahrzehnten spiegelt. Einzelne übergreifende Abkommen wurden zwar formal beschlossen, aber aufgrund der großen Angst einzelner Länder vor einer Übervorteilung kamen keine nennenswerten Erleichterungen zustande.

Die größte regionale Handelsorganisation sollte 1960 durch die ALALC (Lateinamerikanische Freihandelszone) entstehen. Dieser gehörten Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Ecuador, Kolumbien, Mexiko, Paraguay, Peru, Uruguay und Venezuela an, also alle auch nur halbwegs bedeutenden Volkswirtschaften Lateinamerikas. Da bis 1980 noch keine grundlegende Einigung über den Abbau von Zöllen erreicht werden konnte, wurden kurzerhand die Verhandlungen über eine Nachfolgeorganisation begonnen: Dadurch entstand die ALADI, die sich vor allem dadurch von der Vorgängerin abhob, dass mehr Freiraum für bilaterale Liberalisierungsmaßnahmen gewährt wurde. Trotzdem ist auch die Existenz von ALADI wirkungslos geblieben: Diesmal scheiterten die Verhandlungen an der Gewährung einer Meistbegünstigungsklausel, die sich die Länder untereinander gewähren sollten.

Als wichtigste regionale Gruppe hat sich (nach dem Scheitern einer Gesamtintegration) 1991 die MERCOSUR gebildet. Dieser gehören Brasilien, Argentinien, Uruguay und Paraguay an. Bolivien und Chile sind assoziierte Staaten. Somit besteht für die beiden großen Länder formal die Basis, dass sie in der Handelspolitik mit einer Stimme sprechen könnten. Allerdings zeigt das „Tagesgeschäft“, dass wenig Fortschritte bei der Schaffung eines gemeinsamen Marktes erkennbar sind. Bei dem im De-

Tabelle 2: Außenhandelsabkommen in Lateinamerika

Abkommen		Gründung/ Auflösung	Ziel	Mitgliedsländer
<b>Asociación Latinoamericana de Libre Comercio</b>	ALALC	1960/1980	Freihandelszone	Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Ecuador, Kolumbien, Mexiko, Paraguay, Peru, Uruguay, Venezuela
<b>Acuerdo de Cartagena</b>	Andenpakt	1969/1997	Zollunion	Bolivien, Chile (bis 1976), Ecuador, Kolumbien, Peru, Venezuela (seit 1973)
<b>Comunidad Andina</b>	Andengemeinschaft	1997	Gemeinsamer Markt	Bolivien, Ecuador, Kolumbien, Peru, Venezuela
<b>Asociación Latinoamericana de Integración</b>	ALADI	1980	Freihandelszone	Argentinien, Bolivien, Brasilien, Chile, Ecuador, Kolumbien, Mexiko, Paraguay, Peru, Uruguay, Venezuela
<b>Mercado Común del Sur</b>	MERCOSUR	1991	Gemeinsamer Markt	Argentinien, Brasilien, Paraguay, Uruguay; assoziiert: Bolivien, Chile

Quelle: E. Diaz Port, M. Helber, W. Kösters (2001), S. 6

zember 2000 abgehaltenen Gipfeltreffen konnte keine Einigung über weitere Zollsenkungen erzielt werden. Das als Kompromiss fixierte Zollniveau mit einem Durchschnitt von 13,5 % (bis Dezember 2000: 14 %) stellt keine wirkliche Verbesserung dar. Im Rahmen dieses Treffens versuchten sich die vier Mitgliedsstaaten und zwei assoziierten Länder auch an der Festlegung auf Konvergenzkriterien. Ergebnis ist, dass zwischen 2002 und 2005 die Inflationsrate maximal 5,5 % und die Staatsverschuldung höchstens 40 % des BIP betragen darf. Hier ist aber zu kritisieren, dass die Vorgaben willkürlich gewählt wurden und dass – im Gegensatz bspw. zur EU – keinerlei Aussagen über eine Harmonisierung der Wechselkurspolitik zu finden sind. Damit MERCOSUR positive Perspektiven eingeräumt werden könnten, müsste aber bei den Ländern ein Interesse daran be-

stehen, dass das Handelsabkommen gegenüber Dritten an Bedeutung gewinnt, was nur dann gewährleistet wäre, wenn ein signifikanter Teil des Außenhandels von der bereits vollzogenen Integration profitiert. Bei der Handelsstruktur von Brasilien zeigt sich, dass der Beitritt zum MERCOSUR keine Änderung im Außenhandel mit den Mitgliedsländern ergeben hat. Statt dessen hat sich in den vergangenen drei Jahren der Anteil der brasilianischen Exporte in die MERCOSUR-Länder noch reduziert (vgl. Tabelle 3). Auch der Handel mit anderen lateinamerikanischen Ländern kann vernachlässigt werden, da er für alle Länder unter 5 % liegt. Im Gegensatz zu Mexiko kann Brasilien auch keinen zentralen Haupthandelspartner aufweisen. Der Anteil der Exporte in die EU sowie in die USA liegt jeweils unter 30 %. Auch bei Argentinien gibt es nicht den

Haupthandelspartner. Zwar verbleiben immerhin über 40 % der Exporte in Südamerika, aber diese teilen sich in zwei große Posten auf: Gut 26 % aller Exporte werden von Brasilien aufgenommen, 18 % gehen in die beiden verbleibenden MERCOSUR-Staaten, Mexiko und Chile (vgl. Tabelle 4). Argentinien hat also auf realwirtschaftlicher Ebene ebenfalls keine Gemeinsamkeit mit Mexiko. Gegenüber Brasilien weist Argentinien auch einen signifikanten Unterschied auf: Argentinien ist sehr stark vom Handel mit Brasilien abhängig, wohingegen Brasilien sich stärker von seinem Nachbarn lösen konnte.

### Irrwege Argentiniens und Brasiliens in der Wechselkurspolitik

Auf dem Gebiet der Wechselkurspolitik repräsentieren Argentinien und Brasilien derzeit die beiden Extremlösungen, die für Volkswirtschaften in Frage kommen: Freies Floating und starre Wechselkursfixierung.

#### Brasilien: Wandel zwischen den Extremen

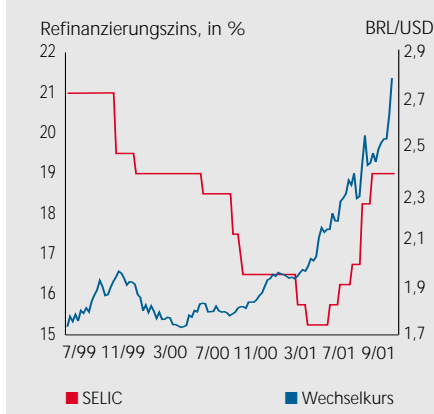
Brasilien hat Anfang 1999 eine Währungs-krise erlebt. Das Land verfügte (wie Mexiko vor 1995) ebenfalls über ein „crawling peg“, bei dem der brasilianische Real zu angekündigten Raten kontinuierlich abwertete und lediglich innerhalb einer kleinen Bandbreite schwanken durfte. Bis Ende 1998 stabilisierte diese Politik die makroökonomische Entwicklung. Was sich im Zuge des „sicheren Wechselkurses“ aber aufbaute, war ein „twin deficit“. Brasilien verzeichnete ein hohes Defizit sowohl im Staatshaushalt als auch in der Leistungsbilanz (vgl. Tabelle 5). Aufgrund der ständig steigenden Finanzierungslücke, die sich in der ansteigenden Auslandsschuld niederschlug, wuchs der Abwertungsdruck auf den Real, so dass keine andere Option als die Wechselkursfreigabe verblieb.

Seit der Krise entwickelt sich der Wechselkurs weitestgehend unabhängig von Eingriffen der Zentralbank. Die Geldpolitik in Brasilien basiert (wie in Mexiko) auf der Strategie des „Inflation Targeting“. Als Instrument dient der Zins („SELIC“) für tägliche Refinanzierungsgeschäfte der Geschäfts-

banken bei der Zentralbank, der regulär bei den im vierwöchigen Turnus stattfindenden Sitzungen des Zentralbankrates bestimmt wird. Zwischen den Sitzungen kann der Zentralbankgouverneur außerordentliche Zinsschritte vornehmen, wenn er beim vorangehenden Treffen dazu ermächtigt wurde.

Im Verlauf der Argentinien-Krise musste die brasilianische Zentralbank aber erkennen, dass es mit der Autonomie in der Zinspolitik nicht weit her ist. Die Zentralbank geriet verstärkt unter den Druck, durch Zinsanhebungen die Kapitalabflüsse und damit die Abwertung zu stoppen. Ergebnis dieser veränderten externen Bedingungen war, dass die Zentralbank ihren bis dahin sehr gleichmäßig umgesetzten geldpolitischen Stabilisierungskurs deutlich restriktiver ausgestaltete und dabei auch die „Zinspolitik

**Schaubild 3:**  
Wechselkurs und Zentralbankzins in Brasilien



der ruhigen Hand“ aufgeben musste (vgl. Abbildung 3). Aufgrund steigender Inflationsgefahren im Zuge höherer Preise für Importgüter erhöhte die Zentralbank den Refinanzierungszins innerhalb von vier Monaten um 400 Basispunkte auf ein Niveau von 19,0 %. Dies beeinträchtigt die wirtschaftliche Entwicklung nachhaltig. Über die Zinspolitik allein war der Wechselkurstrend aber nicht aufzuhalten. Daher wurde zusätzlich mit Devisenmarktinterventionen gearbeitet, um die Ansteckungseffekte der Argentinien-Krise auf den eigenen Wechselkurs zu lindern. Dieses gelang der Zentralbank in einer ersten Intervention Ende Juni 2001 auch gut. In mehrstäufigen Aktionen verkaufte die

**Tabelle 3: Aufteilung der brasilianischen Exporte nach Empfängerländern**

	1996	1997	1998	1999	2000
<b>MERCOSUR</b>	15,3	17,1	17,3	14,2	14,0
Argentinien	10,8	12,8	13,2	11,2	11,3
Paraguay	2,8	2,7	2,4	1,6	1,5
Uruguay	1,7	1,6	1,7	1,4	1,2
<b>Chile</b>	2,2	2,3	2,0	1,9	2,3
<b>Mexiko</b>	1,4	1,6	2,0	2,2	3,1
<b>Sonstige Länder in Lateinamerika</b>	4,0	4,8	4,7	3,8	4,0
<b>Asien</b>	16,4	14,6	11,0	11,9	11,5
<b>USA</b>	19,5	17,8	19,3	22,6	24,3
<b>EU</b>	26,9	27,4	28,8	28,6	26,8
<b>Sonstige</b>	14,4	14,6	14,9	14,8	14,0

Quelle: Banco Central do Brasil

**Tabelle 4: Geographische Aufteilung der argentinischen Exporte, 2000**

EU	Brasilien	Uruguay	Paraguay	USA	Mexiko	Chile	Sonstige
18,0	26,2	3,3	2,3	12,0	2,3	10,0	26,7

Quelle: Ministerio de Economía, Argentina

**Tabelle 5: Makroökonomische Indikatoren Brasilien, 1997 bis 2000**

	1997	1998	1999	2000
Finanzierungssaldo, in % des BIP	-6,1	-8,1	-9,5	-4,5
Auslandsschuld, in % des BIP	27,5	32,5	46,9	41,3
Leistungsbilanzsaldo, in % des BIP	-3,8	-4,3	-4,8	-4,2
Währungsreserven, in Mrd. USD	50,8	42,6	34,8	32,5

Quellen: Internationaler Währungsfonds; DGZ-DekaBank Emerging Markets Database

Zentralbank bis zu USD 700 Mio. Dadurch wurde zunächst eine Trendwende erzeugt. Danach beging der Zentralbankgouverneur aber den Fehler, die genauen Pläne für weitere Devisenmarktinterventionen vorab zu kommunizieren. Dadurch waren potenzielle Überraschungseffekte für weitere Interventionen hinfällig, was dem Real im dritten Quartal 2001 einen weiteren Abwärtstrend bescherte. Aus den diesjährigen Erfahrungen hat sich für Brasilien also vor allem die Lehre ergeben, dass ein vollständig flexibler Wechselkurs ebenfalls große Verzerrungen mit sich bringen kann. Positiv zu vermerken ist, dass die brasilianische Zentral-

bank den massiven Schwankungen entgegenwirkt und somit in Zukunft zu erwarten ist, dass (nach einer Lösung der Argentinien-Krise) eine stabilere Wechselkursentwicklung Einzug halten wird. Auch kann Brasilien auf die Unterstützung des Internationalen Währungsfonds (IWF) bauen: Dieser gewährte erst kürzlich eine Finanzhilfe über USD 15 Mrd., was die Stabilisierungspolitik der brasilianischen Zentralbank untermauert.

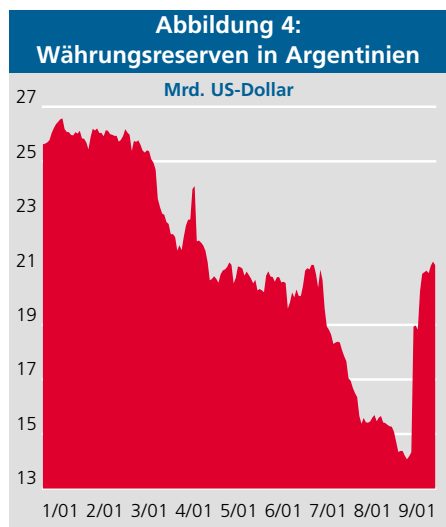
#### Argentinien: Festgemauert im Währungsregime

Argentinien hat mit seinem „Currency Board“, bei dem der Peso im Verhältnis 1:1

an den US-Dollar gebunden ist, eine der strengsten Formen der Wechselkursbindung gewählt.<sup>5)</sup> Die Fixierung wird dabei nicht nur von Regierung oder Zentralbank festgelegt, sondern per Gesetz (in Argentinien: Konvertibilitätsgesetz) in ein institutionelles, aber auch unflexibles Fundament gegossen. In einem solchen Regime ist die Zentralbank lediglich ein „Währungsamt“ (so die Übersetzung von „Currency Board“). Sie darf selbst keine unabhängigen Transaktionen mit den Geschäftsbanken tätigen, sondern beschränkt sich auf die Überwachung der Regel: Geldbasis = Währungsreserven. Aufgrund der gesetzlichen Fundierung können Änderungen in der Wechselkurspolitik nur nach Zustimmung des gesetzgebenden Organs (i.d.R. das Parlament) vorgenommen werden. In Krisenzeiten erweist sich dieses Arrangement als schwerfällig, da es zum Gegenstand politischer Kontroversen wird. Die mangelnde Fähigkeit zur Anpassung des Wechselkurses war eine der Ursachen, warum Argentinien so tief in die Krise gerutscht ist. Dies bedeutet nicht, dass das Wechselkursregime allein über die Entwicklung eines Landes entscheidet. Das „Currency Board“ hatte in Argentinien zunächst ja auch entscheidenden Anteil an der Stabilisierung der Volkswirtschaft bis 1998. Mit einem System fester Wechselkurse sind aber einige Notwendigkeiten bezüglich der Gesamtgestaltung der Wirtschaftspolitik verbunden. Wenn der Wechselkurs als Anpassungsinstrument ausfällt, dann sind die anderen Träger der Wirtschaftspolitik gefragt, durch ihre Politikentscheidungen Preisrigiditäten und den daraus resultierenden Verlust an Wettbewerbsfähigkeit zu vermeiden. Unter diese Notwendigkeit fällt nicht nur die Zentralbank mit ihrer Zinspolitik. Ebenso relevant sind eine stabile Haushaltspolitik der Regierung sowie eine gemäßigte Lohnpolitik. Argentinien wies in beiden Bereichen eine nicht mit dem festen Wechselkurs kompatible Politikausrichtung auf. So war eine stark anwachsende Auslandsverschuldung zur Finanzierung der Staatsausgaben ebenso zu beobachten wie anhaltend hohe Lohnforderungen der sehr gut organisierten Gewerkschaften. Mit der dramatischen Abwertung des brasilianischen Real Anfang 1999 ergab sich

für Argentinien ein deutlicher Rückgang an Wettbewerbsfähigkeit, so dass die aus Haushalts- und Lohnpolitik resultierenden Probleme sichtbar wurden. Wenn die eigene Währung an die eines Landes gekoppelt ist, mit dem nur 12 % des Außenhandels abgewickelt werden und zugleich der Haupt-handelspartner massiv gegenüber dieser Ankerwährung abwertet, dann ist der Zeitpunkt gekommen, sich auch von lieb gewonnenen Bestandteilen der Wirtschaftspolitik (sprich: dem „Currency Board“) zu verabschieden. Da Argentinien dies nicht vornahm, musste das Land 1999 einen Rückgang der Exporte um 11,8 % hinnehmen (und das in einer Zeit, als noch niemand von globaler Rezession sprach). Leidtragende Gruppe der gesamten Entwicklung waren die Unternehmen: Diese wurden von außenwirtschaftlicher Seite (unflexibler Wechselkurs), dem Staat (wachsende Steuern und Abgaben) und den starken Gewerkschaften (steigende Lohnforderungen) belastet. Daher ist es im Rückblick kein Wunder, dass der jährliche prozentuale Rückgang der Investitionen in Argentinien sowohl 1999 als auch 2000 im zweistelligen Bereich lag. Mit dieser Entwicklung waren die besseren Tage des Landes (vorerst) beendet. Den negativen Höhepunkt erreichte Argentinien im laufenden Jahr, als der Ausbruch einer Währungskrise zu einem drastischen Einbruch bei den Währungsreserven führte (vgl. Abbildung 4). Lediglich mit Hilfe der Finanzhilfe vom Internationalen Währungsfonds,

von der am 10. September USD 4,0 Mrd. den Währungsreserven der Zentralbank zugeführt wurden, konnte das Bankensystem stabilisiert werden. Die einzige Anpassung, die Argentinien in den letzten Monaten vorgenommen hat, ist nicht als Lichtblick zu werten: Wirtschaftsminister Cavallo verkündete die Einführung eines gesonderten „Wechselkurses“ für Außenhandel, der sich als Währungskorb zu 50 % aus US-Dollar und 50 % aus Euro errechnet. So lange der Euro gegenüber dem US-Dollar notiert, ergibt sich daraus eine „virtuelle Abwertung“, die exportfördernd wirken soll. Er gab zusätzlich bekannt, dass der argentinische Peso in dem Moment, in dem der Euro die Parität zum US-Dollar erreicht hat, 1:1 gegenüber US-Dollar und Euro fixiert wird, was einem noch strengeren Regime gleichkommt. Argentinien wird mit dieser Maßnahme vom Regen in die Traufe kommen, denn dann würde das Land jede Aufwertung des Euro (bspw. gegenüber Währungen anderer „Emerging Markets“) mit vollziehen und noch tiefer in die Krise rutschen. Für Argentinien ergibt sich aus seiner (noch verbliebenen) Handelsstruktur eine währungspolitische Herausforderung: Parallel zur Integration innerhalb Südamerikas muss das Land für sich ein flexibles Arrangement gegenüber Euro und US-Dollar entwerfen. Dies kann nicht in der Form geschehen, wie es sich der argentinische Wirtschaftsminister Cavallo vorstellt. Dieser hat die anderen MERCOSUR-Länder aufgefordert, es Argentinien gleichzutun und die eigene Währung gegenüber einem Währungskorb aus US-Dollar und Euro zu fixieren. Diese Lösung wäre aber ein Schritt in die völlig falsche Richtung, denn dadurch würden die vier Länder gegenüber anderen aufstrebenden Volkswirtschaften weiter an Wettbewerbsfähigkeit verlieren.



**Zukunftsperspektive für Argentinien und Brasilien**

Den Weg Mexikos werden Argentinien und Brasilien nicht beschreiten können. Mexiko verfestigte mit seiner Wechselkurspolitik lediglich den Integrationstrend, der schon vorher auf

realwirtschaftlicher Ebene vollzogen worden war. Dies kann nicht ohne weiteres auf die südamerikanischen Länder übertragen werden, denn diese weisen eine viel differenziertere Außenhandelsstruktur auf.

#### Welche Wechselkurspolitik?

Eine Lehre, die von Mexiko auf andere „Emerging Markets“ übertragen werden kann, ist die Notwendigkeit einer flexiblen Geldpolitik. Genau an einer solchen Konzeption, dies zeigen die Erfahrungen der „Emerging Markets“-Krisen, mangelte es häufig. Argentinien und Brasilien betreiben beide eine ineffiziente Wechselkurspolitik. Argentinien baut auf ein vollständig starres System, wo spätestens nach der Brasilien-Krise 1999 deutlich mehr Flexibilität gefragt wäre. Brasilien hingegen vertraute zuletzt auf die Kraft der Märkte. Auch dies erwies sich als großer Nachteil. Statt einer passiven Haltung wäre schon früher eine Geldpolitik vonnöten gewesen, die den Wechselkurs als vorrangige Zielgröße beinhaltet, ohne dies den Märkten zu kommunizieren. Brasilien hat durch die Erfahrungen der beiden Krisen von 1999 und 2001 gelernt und könnte in Zukunft über die Geldpolitik eine Stabilisierung der ökonomischen Entwicklung herbeiführen. Das Land befindet sich jetzt in einer kritischen Phase der Ausgestaltung wirtschaftspolitischer Entscheidungsprozesse. Über den jetzt eingeschlagenen Stabilisierungskurs wäre auf makroökonomischer Ebene ein Rahmen gegeben, um die strukturellen Probleme anzugehen. Von internationaler Seite wäre dabei eine noch stärkere Unterstützung hilfreich, wie sie kürzlich vom IWF gegeben wurde: G7-Länder und internationale Finanzinstitutionen könnten ein „commitment“ zur Unterstützung eines gewissen Wechselkursziels (oder einer kontrollierten Abwertung) abgeben, um sich selbst verstärkende „Emerging Markets“-Krisen zu vermeiden. Dies ist nicht gleichzusetzen mit dem Überweisen weiterer Finanzhilfe. Die Kosten einer Intervention sind für große Zentralbanken relativ niedrig, die Erträge aus dem Vermeiden einer Krise dagegen hoch. Außerdem würde das Geld nicht den

jeweiligen Regierungen übertragen, sondern nach eigenen Regeln eingesetzt. Argentinien, dies zeigen die Erfahrungen, benötigt unter anderem ein flexibleres Wechselkurssystem. Das „Currency Board“ hat mit der Inflationsstabilisierung einen großen Dienst erbracht, aber seine Zeit ist vorbei. Statt dessen sollte auch Argentinien auf eine flexiblere Wechselkurssteuerung à la Mexiko setzen. Dieses würde aber zunächst mit einer deutlichen Abwertung einhergehen.<sup>9)</sup> Daher wäre analog zu den Vorschlägen für Brasilien auch hier eine begleitende Unterstützung durch internationale Institutionen sowie Industrieländer notwendig, um exzessive Wechselkursschwankungen zu vermeiden. Das Land steht allerdings nicht nur vor der Herausforderung, eine flexiblere Wechselkurspolitik zu entwickeln, sondern muss zudem eine geeignete Strategie sowie ein umfassendes Instrumentarium für die „Zeit danach“ entwickeln. Eine Neuorientierung im Bereich der Geldpolitik würde zwar nicht alle Probleme des Landes beseitigen, aber es ergäbe sich zumindest auf makroökonomischer Ebene einen Rahmen, innerhalb dessen sich die Volkswirtschaft entwickeln kann. Ohne einen stabilen Rahmen wird das Innere einer Volkswirtschaft erst recht nicht zusammengehalten. Es kann dabei nicht oft genug betont werden, dass eine formale Wechselkursbindung an die Währung eines „großen“ Landes für beide Länder nicht in Frage kommt. Dies zeigen die Erfahrungen Mexikos von 1995. Obwohl das Land schon damals über 80 % des Außenhandels mit den USA abwickelte und das Wechselkurssystem eine automatische Abwertung im monatlichen Rhythmus vornahm, konnte eine Währungs Krise nicht vermieden werden. Die Nachhaltigkeit einer Wirtschaftspolitik hängt zudem von ihrer Glaubwürdigkeit ab. Alle inländischen Akteure müssen dementsprechend dazu beitragen, dass über eine stabile Entwicklung der Volkswirtschaft die makroökonomischen „Fundamentaldaten“ stimmen, so dass ausländische Investoren weiter „an die Geschichte“ glauben. Dies gilt auch für die politischen Entscheidungsträger. In diesem Punkt erscheinen die Regierungen von Argentinien und Brasilien bei weitem

nicht gefestigt genug, um eben diese Glaubwürdigkeit zu bieten.

#### Integration der Volkswirtschaften - derzeit ein fernes Szenario

Die Betrachtungen über Handelsabkommen in Südamerika haben den Mangel an grundlegenden Einigungen zwischen den einzelnen Volkswirtschaften aufgezeigt. Hier liegt eine der Herausforderungen für die Zukunft: Die südamerikanischen Volkswirtschaften müssen zunächst auf realwirtschaftlicher Ebene den Prozess der Integration innerhalb Südamerikas vorwärts treiben. Erst wenn hier deutliche Fortschritte präsentiert werden können, könnte die Region zu einer eigenen Konvergenz finden, die eine Basis für weitere Annäherungsprozesse an die restliche Welt wäre. So haben sogar die stark divergierenden Volkswirtschaften Ostasiens einzelne Plattformen entwickelt, auf denen regelmäßige Konsultationen stattfinden. Zwar sind keine beeindruckenden Konvergenzprozesse durch Organisationen wie APEC, ASEAN und ASEM erkennbar. Aber allein die Tatsache, dass regelmäßig institutionalisierte Gesprächskreise zusammenkommen und zudem mit den großen Industrienationen USA (über die APEC) sowie Euroland (über ASEM) fortlaufend Verhandlungen geführt werden, stellt eine minimale Basis für den Ausbau von Kooperationen auf Handelsebene dar.

Gute Perspektiven kommen für die MERCOSUR-Länder derzeit aus dem Norden. Der amerikanische Präsident Bush ist ein Befürworter einer Amerikanischen Freihandelszone (FTAA). So soll bis zum Jahr 2005 eine Einigung über die handelspolitische Integration zwischen Alaska und Feuerland getroffen werden. Aus Südamerika haben bis jetzt schon einzelne Länder wie Chile, das entnervt von den mangelnden Fortschritten in MERCOSUR sein Glück selbst versucht, Initiativen für bilaterale Abkommen mit der NAFTA gestartet. Eine gesamt-südamerikanische Vorgehensweise könnte diesen Prozess vereinfachen. Die Regierungen in Südamerika müssen sich an den Tisch begeben, um das Problem zu beseitigen, dass Krisen in einzelnen Ländern immer wieder die Entwicklung benachbarter

Volkswirtschaften bremsen. Was die Umsetzung einer solchen Agenda derzeit immer noch unwahrscheinlich macht, sind die politischen Divergenzen des Subkontinents. Zwar weisen die wichtigsten Länder mittlerweile demokratische Strukturen auf, aber die bilateralen oder multilateralen Beziehungen lassen sehr zu wünschen übrig. Eine grundlegende politische Debatte zwischen Brasilien und Argentinien wäre ein wichtiger Meilenstein für die Stabilisierung Südamerikas. Dies kann aber nicht durch Forderungen bzw. Belehrungen á la Domingo Cavallo (Wirtschaftsminister Argentinien) erreicht werden, sondern nur durch eine von Respekt und einem Minimum an Vertrauen geprägte Gesprächsrunde. (Vermeintliche) Zugeständnisse muss jedes Land in einem Prozess der Kooperation und Integration hinnehmen. Die Vorteile aus einer solchen Entwicklung aber, vor allem die regionale Stabilisierung und das Vermeiden von Währungs- und Finanzkrisen, wiegen den relativ geringen Verlust an (nationalem) Besitz deutlich auf.

Nicolas Schlotthauer, (069) 7147-3556,  
E-Mail: nicolas.schlotthauer@dgz-dekabank.de

#### Literatur

Banco de México, „Summary of the Report on Monetary Policy“, September 1999,  
<http://www.banxico.org.mx/siteBanxico/INGLES/bPoliticaMonetaria/PoliticaMonetaria/InformeSobrePolMonetaria/InfSep1999/InfRes1999.pdf>

Bofinger, Peter und Timo Wollmershäuser (2001), „Managed floating: Understanding the new international monetary order“, Würzburg Economic Paper No. 30, Universität Würzburg

E. Diaz Port, M. Helber, W. Kösters (2001), „Mercosur: Probleme auf dem Weg zu einer Zollunion“, Universität Münster, Arbeitshefte des Lateinamerikazentrums Nr. 69

Internationaler Währungsfonds (1997), „World Economic Outlook“, Dezember 1997, Washington D.C.

#### Anmerkungen

- 1) Vgl. Internationaler Währungsfonds (1997), S. 11.
- 2) So betrug die Investitionsquote bspw. in Thailand zwischen 1983 und 1989 etwa 20 % des BIP, zwischen 1990 und 1996 aber schon 40 % des BIP; das Wachstum des BIP erhöhte sich aber trotz der massiven Ausweitung der Investitionstätigkeit nicht proportional; vgl. Internationaler Währungsfonds (1997), S. 11.
- 3) Vgl. Banco de México (1999), S. 6f.
- 4) In Mexiko ist zudem die Situation gegeben, dass das tägliche Handelsvolumen am Devisenmarkt lediglich 26,9 % der Währungsreserven der Zentralbank betrug; vgl. Bofinger/Wollmershäuser (2001), S. 22.
- 5) Noch strengere Formen wären eine Währungsunion, da es sich dabei um ein bilaterales oder multilaterales Abkommen handelt, oder die „Dollarisierung“ der Volkswirtschaft.
- 6) Basierend auf der realen Aufwertung des argentinischen Peso in den vergangenen vier Jahren halten wir eine Abwertung um 30 % für fundamental berechtigt.

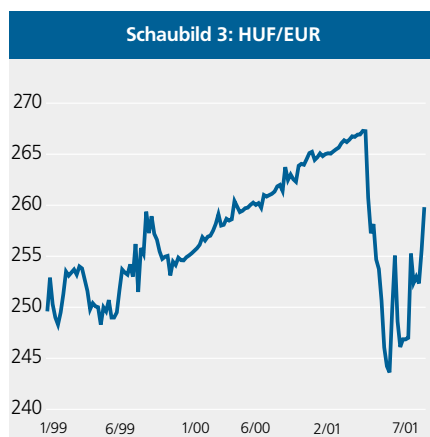
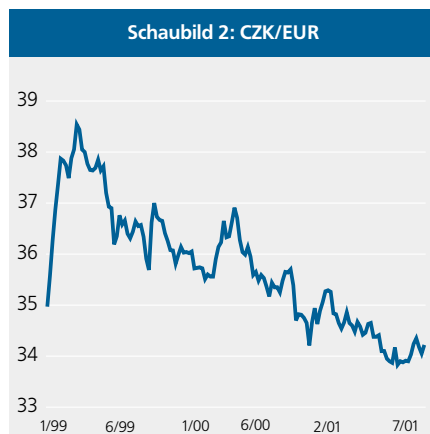
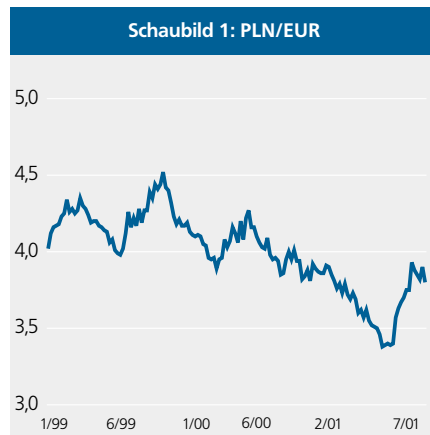
Das Umfeld für Emerging Markets ist rauer geworden. Vieles deutet darauf hin, dass die vorsichtige Haltung, die Konsumenten und Investoren in der Folge der Ereignisse vom 11. September eingenommen haben, zu einer deutlichen Abschwächung der globalen wirtschaftlichen Aktivität führen wird. Die Gruppe der Schwellenländer, die von Impulsen aus den Zentren der Weltwirtschaft in besonderem Maße abhängig sind, stehen in dieser Situation vor Schwierigkeiten. Dabei ist es nicht nur die schwächere Exportnachfrage, die für eine Dämpfung der wirtschaftlichen Entwicklung sorgt. Auch der abnehmende Risikoappetit internationaler Anleger macht sich auf den Kapitalmärkten bemerkbar.

Welche Auswirkungen hat die Verschlechterung des Umfelds auf den Konvergenzprozess in den Transformationsländern? Im ersten Teil des vorliegenden Artikels werden die Auswirkungen von mäßiger Weltkonjunktur und zunehmend risikoaverser Investitionsverhalten auf Wachstum, Güterexporte und Kapitalimporte in den Reformstaaten untersucht. Im zweiten Teil wird das theoretische Konzept der Konvergenz vorgestellt. Auf der Grundlage einer Analyse des Konvergenzfortschritts in den einzelnen Transformationsländern sowie einer Bewertung der politischen Diskussion innerhalb der Europäischen Union (EU) werden zwei Beitrittsszenarien entworfen, die unserer Einschätzung zur Folge die größte Wahrscheinlichkeit haben.

## Die Transformationsländer verfügen über eine bemerkenswerte Krisenresistenz

Die Kapitalmärkte der Transformationsländer haben in jüngster Zeit eine bemerkenswerte Krisenresistenz an den Tag gelegt. 2001 war für Emerging Markets ein ausgesprochen durchwachsendes Jahr, in dem sich schon früh Risiken abzeichneten, die dann in der Türkei- und in der Argentinienkrise kulminierten. An den Kapitalmärkten in Mittel- und Osteuropa (MOE) fanden diese Ereignisse kaum nachhaltigen Widerhall. Die Graphen der lokalen Währungen reflektieren

die Normalität, die sich bei einem flexiblen Wechselkurs einstellt (vgl. Schaubilder 1 bis 3): Entweder waren die Ausschläge wie in der Tschechischen Republik gering, oder es kam zu einer gewissen Stabilisierung wie in Polen oder Ungarn.



## Gute Exporte sprechen für Wettbewerbsfähigkeit

Natürlich bildet die Gruppe der Transformationsländer keine Insel der Glückseligen. Die anhaltende Schwäche des weltwirtschaftlichen Wachstums wird sich in den nächsten Quartalen auch in der wirtschaftlichen Aktivität in den europäischen Transformationsländern auswirken. In Polen kommen als Wachstumsdämpfer noch die hohen Realzinsen hinzu. Im laufenden Jahr hat sich das Wachstum deutlich verlangsamt: Nach 4,0 % im vergangenen Jahr rechnen wir für 2001 mit einem Zuwachs im Bruttoinlandsprodukt (BIP) von 2,5 %, im kommenden Jahr wird das reale Wachstum über 2,3 % kaum hinauskommen. Auch in Ungarn lautet die zentrale Frage: Kann die inländische Nachfrage die Abschwächung in der Exportdynamik kompensieren? Wir rechnen zwar auch für das kommende Jahr mit einem soliden Wachstum von 3,6 %, gemessen an dem außergewöhnlichen Wachstum der vergangenen Jahre stellt diese Zahl jedoch eine deutliche Dämpfung dar.

Unter den drei mitteleuropäischen Reformstaaten ist es nun ausgerechnet die tschechische Volkswirtschaft – lange Zeit Schlusslicht im Konvergenzkonvoi –, die sich überdurchschnittlich positiv entwickelt. So hat sich die wirtschaftliche Aktivität in der Tschechischen Republik im Jahr 2001 deutlich beschleunigt – und das in einem schwieriger gewordenen wirtschaftlichen Umfeld. Auch für das kommende Jahr rechnen wir mit einem weiter stabilen Wachstum von über 3 %. Die Triebkräfte des Wachstums haben sich dabei im Laufe der vergangenen vier Quartale deutlich verschoben: Während Ende vergangenen Jahres die wirtschaftliche Aktivität noch in erster Linie von den Ausfuhren sowie Direktinvestitionen profitierte, wird das Wachstum mittlerweile von der inländischen Nachfrage getragen: Im 2. Quartal legten der private Konsum um 4,2 % yoy (1. Quartal: 3,5 % yoy) und die Investitionen um 9,3 % yoy (1. Quartal: 5,7 % yoy) zu.

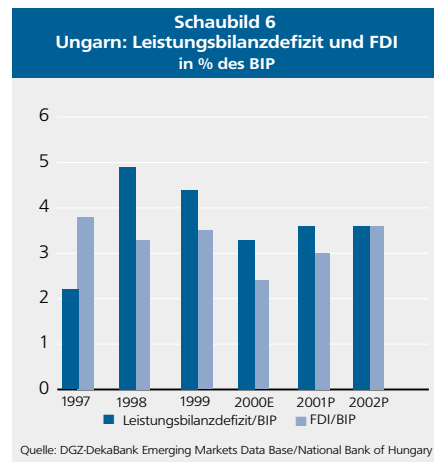
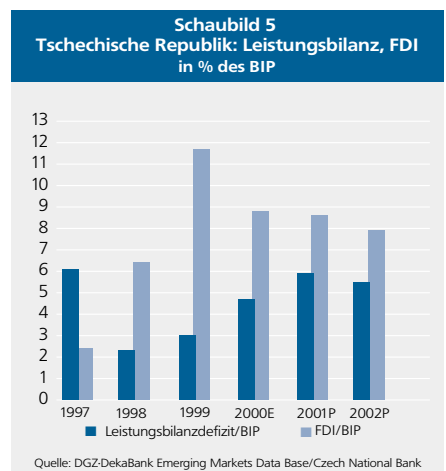
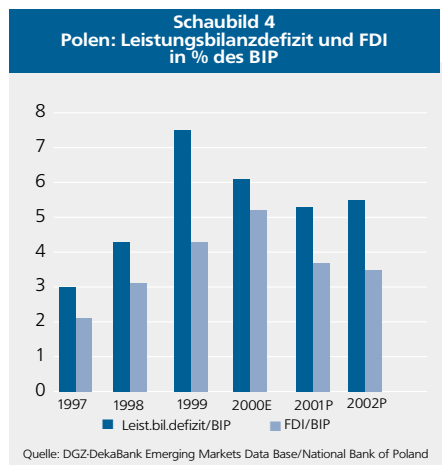
Dass sich die Exporte im Laufe dieses Jahres trotz der schwächer werdenden wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland gut entwickelt haben, spricht für die Wettbewerbsfähigkeit der Reformländer. So war der Saldo der Juli-Leistungsbilanz zum ersten Mal seit November vergangenen Jahres wieder positiv. Die guten Leistungsbilanzzahlen resultierten sowohl aus Verbesserungen in der Handels- als auch in der Dienstleistungsbilanz. Das Handelsbilanzdefizit verringerte sich gegenüber Juni von EUR 210 Millionen auf EUR 114 Millionen, wobei der Anstieg der Ausfuhr von EUR 2598 Millionen auf EUR 2769 Millionen einen maßgeblichen Anteil hatte. Auch Polens Leistungsbilanzzahlen bargen zuletzt gute Nachrichten: Das Defizit lag im Juli bei einem Wert von USD 296 Millionen und damit auf dem niedrigsten Niveau seit August 1998 (damals war ein Überschuss von USD 183 Millionen erzielt worden).

**Beitrittsperspektive führt zu einer Verstärkung der Direktinvestitionen**

Die Kapitalströme, die in die Transformationsländer gehen, sind enorm. Alle Transformationsländer sind Netto-Kapitalimporteure und haben hohe Auslandsverbindlichkeiten. Dieser hohe Kapitalimport geht definitionsgemäß mit umfangreichen Fehlbeträgen in der Leistungsbilanz einher. Gemessen am erwirtschafteten BIP liegt das Defizit in Polen besonders hoch (2000: 6,1 %; Prognosen für 2001 und 2002: 5,3 % bzw. 5,5 %), aber auch in der Tschechischen Republik (2000: 4,7 %; Prognosen für 2001 und 2002: 5,9 % und 5,5 %) und Ungarn (2000: 3,3 %; Prognosen für 2001 und 2002: jeweils 3,6 %) ist der Kapitalbedarf beträchtlich. Entscheidend bei der Beurteilung dieser Fehlbeträge ist die Struktur der Kapitalzuflüsse. In den meisten Transformationsländer ist der Anteil der Direktinvestitionen (FDI) ausgesprochen hoch, was für ein langfristiges *commitment* der Investoren zu dem Standort spricht. Allein in die CE-3-Länder (Polen, Tschechische Republik, Ungarn) summierten sich die FDI im Jahr 2000 auf USD 14,0 Milliarden. Für das laufende Jahr rechnen wir für diese drei Länder mit einem

Aufkommen von USD 13,0 Milliarden und für 2002 mit einer Summe von USD 13,5 Milliarden. In Relation zum BIP erwarten wir für das laufende Jahr in Polen FDI in Höhe von 3,7 %, in der Tschechischen Republik 8,6 % und in Ungarn 3,0 % (vgl. Schaubilder 4 bis 6).

In der Vergangenheit hing in den Transformationsländern das Volumen der Direktinvestitionen unmittelbar mit den Privatisierungstransaktionen zusammen. Je näher jedoch die avisierten Termine zum EU-Beitritt rücken, desto größer wird der Umfang an langfristigen Investitionen, bei denen es nicht um den Erwerb eines bestehenden Staatsunternehmens, sondern um ein Investitionsvorhaben auf der grünen Wiese geht. Die zentraleuropäischen Ländern profitieren dabei in doppelter Weise von ihrer Brückenfunktion: Nicht nur der Absatzmarkt in den kaufkraftstarken EU-Ländern lockt, sondern



auch die Exportmöglichkeiten ins wirtschaftlich wiedererstarrende Russland.

**Bei Konvergenz spielt auch die institutionelle Verfasstheit eine Rolle**

Was ist Konvergenz? Die Definition, die Arbeitsgrundlage dieses Artikels ist, begreift Konvergenz als die Annäherung der Transformationsländer in ihrer wirtschaftlichen Entwicklung sowie institutionellen Verfasstheit an die Niveaus und Standards, wie sie entweder in definierten Anspruchsnormen formuliert oder im Durchschnitt in den EU-Ländern gegenwärtig sind. Beispiel für definierte Anspruchsnormen sind beispielsweise die Maastricht-Kriterien (vgl. Kasten), die zwar nicht unmittelbar Kriterien zum EU-Beitritt darstellen, mit denen aber klar signalisiert wird, in welche Richtung sich Beitrittskandidaten in ihren monetären und fiskalischen Kennzahlen zu bewegen haben.

Zur Untersuchung des Konvergenzfortschritts in den einzelnen Beitrittsländern ist es sinnvoll, den Gesamtprozess „Konvergenz“ so aufzugliedern, dass die Entwicklung in Teilbereichen analysiert werden kann. Naheliegend ist es dabei, nach monetärer Konvergenz (z. B. Inflation, langfristiger Zinssatz, Wechselkursentwicklung, inländisches Kreditvolumen im Verhältnis zum BIP als Indikator für Entwicklung der Finanzintermediation), fiskalischer Konvergenz (z. B. öffentliches Budgetdefizit im Verhältnis zum BIP, öffentlicher Schuldenstand im Verhältnis zum BIP), realwirtschaftlicher Konvergenz

(z. B. BIP pro Kopf, Anteil der Wertschöpfung des Privatsektors am BIP, Anteil der Wertschöpfung des Agrarsektors am BIP, Arbeitslosenquote) sowie institutioneller Konvergenz (z. B. Preisliberalisierung, Privatisierung, Unternehmensreform, Wettbewerbspolitik, Rechtssystem) zu unterscheiden.

### Transformationsländer orientieren sich an einem „moving target“

Da sich auch die EU-Länder weiter entwickeln, stehen die Reformstaaten vor der Her-

für eine Auswahl von relevanten Kennzahlen angegeben. Mit Hilfe eines solchen *transition target* können die Konvergenzfortschritte einzelner Transformationsländer systematisch analysiert werden.

Egal welchem Konvergenzscenario man anhängt: Ungarn und Slowenien werden mit großer Wahrscheinlichkeit zur ersten Gruppe der Beitrittsländer gehören (vgl. Tabellen 2 und 3). In den meisten Bereichen haben sich die beiden Länder an die Kennzahlen des *transition target* heranbewegt, lediglich bei einzelnen

gute Fortschritt der beiden Volkswirtschaften spiegelt sich im Stand der Verhandlungen: Von den 31 zu verhandelnden Kapiteln sind im Fall Ungarns bereits 22 vorläufig geschlossen, im Fall Sloweniens 20.

Bei Polen, der Tschechischen Republik und der Slowakischen Republik ergibt sich ein differenzierteres Bild (vgl. Tabellen 4 bis 6). Auch diese Länder können auf einen Konvergenzfortschritt zurückblicken, doch tun sich in den einzelnen Bereichen länderspezifische Rückstände auf. In Polen ist es vor allem die monetäre Konvergenz, die noch wenig fortgeschritten ist. Insbesondere deutet der relativ geringe Anteil des inländischen Kreditvolumens am gesamtwirtschaftlichen Bruttoinlandsprodukt auf ein wenig ausgebildetes System der Finanzintermediation hin. Zu berücksichtigen ist auch, dass der langfristige Zinssatz deutlich zweistellig ist und damit das Zinskriterium des Maastricht-Vertrags verletzt. Die Tschechische Republik steht insgesamt besser dar. Sie weist jedoch bei der fiskalischen Konvergenz eine Schwäche auf: Das Haushaltsdefizit wird unseren Berechnungen zur Folge im laufenden Jahr bei 5,3 % des BIP liegen. Auch in der Slowakischen Republik bereitet die fiskalische Situation noch Sorge. Hinzu kommen hier Probleme bei der realwirtschaftlichen Anpassung, die sich in einer Arbeitslosenquote von über 18 % zeigen.

Die baltischen Staaten blicken auf ein erfolgreiches Jahrzehnt nach der Herauslösung aus der Sowjetunion zurück. Estland hat sich am raschesten entwickelt und ist ein klarer Kandidat für eine baldige Aufnahme in die EU (vgl. Tabelle 7). Dank des erfolgreichen *currency board* ist auch der Fortschritt im Bereich der monetären Konvergenz sehr gut. Lettland und Litauen sind in ihrer Entwicklung auf ähnlichen Niveaus, wobei die Privatisierung in Litauen stärker forciert worden ist (vgl. Tabellen 8 und 9). Andere Indikatoren, wie der Anteil des Agrarsektors am BIP, stellen sich in Lettland besser dar. Die Kennzahlen der Balkanländer Bulgarien und Rumänien liegen noch in einiger Distanz zu den Werten des Konvergenzziels (vgl. Tabellen 10 und 11). Bulgarien liegt dabei aufgrund der fortgeschrittenen

#### Maastricht-Kriterien

**Inflationskriterium:** Die durchschnittliche Inflationsrate der vergangenen zwölf Monate darf um nicht mehr als 1,5 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der Inflationsraten der (höchstens) drei preisstabilsten Länder der Europäischen Währungsunion liegen.

**Zinskriterium:** Der durchschnittliche langfristige Nominalzinssatz der vergangenen zwölf Monate darf um nicht mehr als 2 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der entsprechenden Zinssätze der (höchstens) drei preisstabilsten Länder der Europäischen Währungsunion liegen.

**Wechselkurskriterium:** Die im Rahmen des Europäischen Wechselkursmechanismus vorgesehenen Bandbreiten (Wechselkursmechanismus II: Bandbreite von +/- 15 %) müssen in den vergangenen zwei Jahren ohne Wechselkursanpassung eingehalten worden sein.

**Defizitkriterium:** Das öffentliche Budgetdefizit darf nicht mehr als 3 % des BIP betragen.

**Schuldenstandkriterium:** Der öffentliche Schuldenstand darf nicht mehr als 60 % des BIP betragen. Ausnahme: Der Schuldenstand ist hinreichend rückläufig bzw. weicht nur vorübergehend ab.

ausforderung, sich einem sich bewegenden Ziel anzunähern. Um den Konvergenzfortschritt einzelner Volkswirtschaften zu beurteilen, sind diese an einem Konvergenzziel zu messen, in dem zum einen feststehende Anspruchsnormen stehen (z. B. Defizit- bzw. Schuldenstandkriterium des Maastricht-Vertrags), sich zum anderen aber auch (sich verändernde) EU- bzw. EMU-Durchschnitte finden. In die letztere Kategorie fallen auch Inflations-, Zins- und Wechselkurskriterium des Maastricht-Vertrags. In Tabelle 1 sind solche Zielwerte

Kenngrößen besteht noch Aufholbedarf. Dass die Inflationsrate mit prognostizierten 8,5 % bzw. 8,0 % das Maastricht-Kriterium noch verletzt, darf angesichts zweier Volkswirtschaften, die sich in einem massiven Aufholprozess befinden, als normal angesehen werden. Bei dem slowenischen Datenkranz fällt der vergleichsweise geringe Anteil der Privatwirtschaft an der Wertschöpfung auf, der im laufenden Jahr unseren Berechnungen zur Folge bei lediglich 57,4 % und damit deutlich unter dem EU-Durchschnitt von 72,7 % liegt. Der

monetären Konvergenz – auch hier die Folge einer erfolgreichen Implementation eines *currency board*-Regimes – etwas vorne.

### Der Post-Nizza-Prozess hat begonnen

Bei der Formulierung von Konvergenzscenarien reicht es allerdings nicht, die Beitrittsfähigkeit der Kandidatenländer zu evaluieren: Auch die Aufnahmebereitschaft der EU-Länder gilt es abzuschätzen. Die Konferenz von Nizza im Februar diesen Jahres war zwar ein Schritt in Richtung einer größeren EU, jedoch kein besonders glücklicher: Die institutionelle Reform war kein Befreiungsschlag, sondern gezeichnet vom mühevollen Verhandlungsprozess. Die Quittung kam Anfang Juni mit dem negativen Ausgang des irischen Referendums (7. Juni). Um das Momentum des Beitrittsprozesses zu halten wurde auf dem EU-Gipfeltreffen in Göteborg (15. und 16. Juni) beschlossen, dass die Verhandlungen mit den fortgeschrittensten Kandidatenländer bis Ende 2002 abgeschlossen werden sollen, und dass diese dann „als Mitglieder“ an den Wahlen zum Europäischen Parlament im Jahr 2004 teilnehmen sollten. Dies war das erste Mal, das von Seiten der EU ein konkretes Datum für den Abschluss der Verhandlungen genannt wurde. Der Post-Nizza-Prozess hat somit begonnen.

Von Seiten der EU bedarf es einer gewaltigen Kraftanstrengung, um ihrerseits die Voraussetzungen für die Einhaltung dieses Versprechens zu schaffen. Es ist davon auszugehen, dass die meisten EU-Staaten den Vertrag von Nizza bis Anfang 2002 ratifiziert haben werden. In Irland plant die Regierung eine Informationskampagne, um die Bevölkerung bei einem erneuten Referendum für die Annahme des Nizza-Vertrages zu gewinnen. Modifikationen des Vertrages wird es dabei nicht geben. Der Fortgang der Verhandlungen mit den Beitrittskandidaten dürfte im kommenden Jahr durch anstehende Wahlen erschwert werden: In Frankreich wird im Frühsommer und in Deutschland im Herbst gewählt. Sollte über die Kapitel zu Agrar- und Mobilitätsfragen erst nach den Wahlter-

minen verhandelt werden, so ist das Ziel, in den verbleibenden Monaten bis Ende nächsten Jahres zu einem Abschluss zu kommen, ausgesprochen ehrgeizig.

### Konvergenzscenarien: Massenankunft oder Verfolgungrennen?

Die Gretchenfrage in Mittel- und Osteuropa lautet: Wer wird wann EU-Mitglied? Zwei Szenarien sind unserer Einschätzung nach plausibel: Unser Basisszenario heißt „Massenankunft“. Demnach treten im Jahr 2005 acht Transformationsländer der EU bei: Ungarn, Slowenien, Estland, die Tschechische Republik, die Slowakische Republik, Polen, Lettland und Litauen. Voraussetzung für das Szenario „Massenankunft“ ist, dass die Beitrittsverträge bis Ende 2003 unterzeichnet und bis Ende 2004 ratifiziert sind. Dies ist aus unserer Sicht für acht Kandidatenländer realistisch. Die EU verfehlt mit diesem Szenario zwar ihr in Göteborg formuliertes Ziel, die Beitrittsländer im Jahr 2004 bereits als aktuelle Mitglieder an der Europawahl teilnehmen zu lassen. Sie entledigt sich jedoch weitgehend der politisch heiklen Aufgabe, Gewinner aus der Gruppe der Kandidatenländer herauspicken zu müssen. Wie in Nizza beschlossen, können die Beitrittsländer dennoch mit dem Tag ihres Beitritts Abgeordnete ins Europaparlament senden: Die Kandidaten können vorab bereits als Nichtmitglieder an der Wahl teilnehmen; Repräsentation im Parlament erhalten sie natürlich erst mit Aufnahme in die EU. Für Bulgarien und Rumänien sieht das Szenario „Massenankunft“ den EU-Beitritt im Jahr 2009 vor. Es handelt sich also um ein „8+2“-Szenario.

Unser Alternativszenario lautet „Verfolgungrennen“. Demnach kommt eine Spitzengruppe, bestehend aus Ungarn, Slowenien, Estland und der Tschechischen Republik, bereits 2004 an ihrem Ziel an. Eine Verfolgergruppe, in der sich Polen, die Slowakische Republik, Lettland und Litauen befindet folgt im Jahr 2008. Ein solches Szenario entspricht natürlich nicht dem *commitment*, das einzelne EU-Länder Polen gegeben haben, dass es aus politischen Gründen

unter allen Umständen zur ersten Welle von Beitrittsländern gehören wird. Wir halten es jedoch für durchaus möglich, dass die polnische Regierung einer Verschiebung des Beitrittstermins angesichts zunehmender EU-Skepsis innerhalb des Landes von sich aus zustimmen wird, wenn diese Verschiebung mit der Zusage von Transfers verbunden ist, die die Strukturanpassungen in Polen erleichtern. Analog zum Szenario „Massenankunft“ rechnen wir für Bulgarien und Rumänien mit einem EU-Beitritt im Jahr 2009. Unser Alternativszenario kann also auch als „4+4+2“-Szenario beschrieben werden.

### Die Konvergenzstory ist kein Freibrief

Fazit: Mit der Abschwächung der wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland kommt es auch in den Transformationsländern zu einer Dämpfung der wirtschaftlichen Aktivität. Die Erfahrungen der vergangenen Monate zeigen jedoch, dass die Länder angesichts stabilem Export und stetigem Investitionszufluss über eine bemerkenswerte Krisenresistenz verfügen. Die Konvergenzstory ist jedoch kein Freibrief: Werden die strukturellen Hausaufgaben nicht gemacht oder droht ein *policy mix* aus expansiver Fiskalpolitik und restriktiver Geldpolitik wie derzeit in Polen, reagieren auch in den Reformländern die Märkte: Vieles an guten Nachrichten ist in die Rentenpapiere bereits eingepreist, so dass eine deutliche Abkehr vom Konvergenzkurs sich in Kursabschlägen äußern muss. Dennoch: Mit der Orientierung hin zur EU verfügen die MOE-Volkswirtschaften über ein wertvolles Asset. Die gegenwärtige Lage in Mittel- und Osteuropa lässt sich in einem Satz zusammenfassen: Die realwirtschaftliche Bonanza ist vorüber, aber die Konvergenz-Story bleibt intakt.

Dr. Dietmar Hornung, Tel.: 069/7147-2543,  
E-Mail: dietmar.hornung@dgz-dekbank.de

Tabelle 1: Konvergenzreferenz

	1998	1999	2000	2001P	2002PP
<b>Monetäre Konvergenz</b>					
Inflation	2,7	2,4	2,1	3,5	3,6
Inländ. Kredit/BIP	116,6	118,3	120,8	123,7	126,2
<b>Fiskalische Konvergenz</b>					
Budgetdefizit/BIP	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0
Öffentl. Schuld/BIP	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0
<b>Realwirtschaftliche Konvergenz</b>					
BIP pro Kopf	19,3	20,1	21,2	22,5	23,5
Privatsektor/BIP	73,0	73,0	72,6	72,7	72,8
Agrarsektor/BIP	2,4	2,2	2,1	2,0	2,0
Arbeitslosenquote	10,8	10,2	9,4	8,6	8,0

Tabelle 3: Slowenien

	1998	1999	2000	2001P	2002PP
<b>Monetäre Konvergenz</b>					
Inflation	7,9	6,2	8,8	8,0	5,9
Inländ. Kredit/BIP	40,0	43,3	47,0	47,1	47,4
<b>Fiskalische Konvergenz</b>					
Budgetdefizit/BIP	-0,6	-0,8	-1,0	-0,7	-0,8
Öffentl. Schuld/BIP	23,7	24,6	24,0	23,0	22,1
<b>Realwirtschaftliche Konvergenz</b>					
BIP pro Kopf	8,8	9,4	9,9	10,4	11,3
Privatsektor/BIP	50,0	55,0	56,9	57,4	56,3
Agrarsektor/BIP	3,6	3,2	2,7	2,6	2,4
Arbeitslosenquote	7,6	7,4	7,5	7,6	7,5

Tabelle 5: Tschechische Republik

	1998	1999	2000	2001P	2002PP
<b>Monetäre Konvergenz</b>					
Inflation	10,7	2,1	3,9	5,0	4,6
Inländ. Kredit/BIP	65,9	62,8	57,3	57,3	57,7
<b>Fiskalische Konvergenz</b>					
Budgetdefizit/BIP	-1,3	-0,8	-2,8	-5,3	-3,8
Öffentl. Schuld/BIP	13,4	15,0	17,9	20,0	21,9
<b>Realwirtschaftliche Konvergenz</b>					
BIP pro Kopf	4,8	4,8	5,3	6,0	6,4
Privatsektor/BIP	75,0	80,0	81,7	82,5	80,9
Agrarsektor/BIP	7,5	9,4	8,8	8,0	7,5
Arbeitslosenquote	65,9	70,5	74,6	72,1	68,2

Tabelle 7: Estland

	1998	1999	2000	2001P	2002PP
<b>Monetäre Konvergenz</b>					
Inflation	10,5	3,3	4,0	5,3	4,1
Inländ. Kredit/BIP	33,1	35,5	40,0	43,2	47,8
<b>Fiskalische Konvergenz</b>					
Budgetdefizit/BIP	-0,3	-4,6	-1,1	0,3	0,2
Öffentl. Schuld/BIP	5,9	6,6	5,9	5,4	4,8
<b>Realwirtschaftliche Konvergenz</b>					
BIP pro Kopf	3,2	3,4	3,9	4,4	4,9
Privatsektor/BIP	70,0	75,0	69,9	66,4	62,6
Agrarsektor/BIP	4,5	4,3	3,7	3,2	2,9
Arbeitslosenquote	9,9	12,3	12,5	12,8	12,5

Tabelle 2: Ungarn

	1998	1999	2000	2001P	2002PP
<b>Monetäre Konvergenz</b>					
Inflation	14,3	10,0	9,8	8,5	6,0
Inländ. Kredit/BIP	62,9	52,5	53,8	54,7	56,7
<b>Fiskalische Konvergenz</b>					
Budgetdefizit/BIP	-4,9	-3,9	-2,9	-3,4	-3,3
Öffentl. Schuld/BIP	62,3	60,7	58,4	52,4	49,6
<b>Realwirtschaftliche Konvergenz</b>					
BIP pro Kopf	4,2	4,5	4,9	5,7	6,4
Privatsektor/BIP	85,0	80,0	77,7	74,6	73,1
Agrarsektor/BIP	5,4	5,0	4,2	4,0	3,7
Arbeitslosenquote	7,8	7,0	6,8	7,1	7,0

Tabelle 4: Polen

	1998	1999	2000	2001P	2002PP
<b>Monetäre Konvergenz</b>					
Inflation	11,8	7,3	10,1	5,8	4,7
Inländ. Kredit/BIP	36,3	39,3	36,9	35,5	34,8
<b>Fiskalische Konvergenz</b>					
Budgetdefizit/BIP	-2,4	-2,0	-2,2	-3,8	-4,9
Öffentl. Schuld/BIP	43,2	43,3	38,3	38,3	36,2
<b>Realwirtschaftliche Konvergenz</b>					
BIP pro Kopf	3,7	3,8	4,5	5,4	5,3
Privatsektor/BIP	65,0	65,0	62,6	61,8	61,4
Agrarsektor/BIP	5,5	5,2	3,7	3,8	3,9
Arbeitslosenquote	10,4	13,0	15,0	16,5	17,0

Tabelle 6: Slowakische Republik

	1998	1999	2000	2001P	2002PP
<b>Monetäre Konvergenz</b>					
Inflation	6,7	10,6	12,0	7,6	6,3
Inländ. Kredit/BIP	64,5	60,2	57,3	53,8	51,3
<b>Fiskalische Konvergenz</b>					
Budgetdefizit/BIP	-4,2	-3,3	-4,2	-5,0	-4,0
Öffentl. Schuld/BIP	26,0	28,4	23,5	21,4	19,6
<b>Realwirtschaftliche Konvergenz</b>					
BIP pro Kopf	3,5	3,4	4,0	4,3	4,7
Privatsektor/BIP	75,0	75,0	72,0	69,9	68,6
Agrarsektor/BIP	4,4	4,4	3,4	3,4	3,2
Arbeitslosenquote	15,6	19,2	17,9	18,5	18,0

Tabelle 8: Lettland

	1998	1999	2000	2001P	2002PP
<b>Monetäre Konvergenz</b>					
Inflation	4,7	2,3	2,6	2,9	3,0
Inländ. Kredit/BIP	17,8	18,8	24,2	26,5	28,7
<b>Fiskalische Konvergenz</b>					
Budgetdefizit/BIP	-0,8	-3,9	-2,4	-1,5	-1,7
Öffentl. Schuld/BIP	10,5	13,8	13,8	12,8	11,9
<b>Realwirtschaftliche Konvergenz</b>					
BIP pro Kopf	2,2	2,6	3,2	3,5	3,8
Privatsektor/BIP	65,0	65,0	60,0	57,5	55,4
Agrarsektor/BIP	3,7	3,6	2,3	2,1	2,0
Arbeitslosenquote	14,0	14,4	14,6	14,6	14,4

Tabelle 9: Litauen

	1998	1999	2000	2001P	2002PP
<b>Monetäre Konvergenz</b>					
Inflation	5,1	0,8	0,9	2,0	3,0
Inländ. Kredit/BIP	13,0	15,8	14,5	14,0	13,7
<b>Fiskalische Konvergenz</b>					
Budgetdefizit/BIP	-5,8	-8,6	-3,3	-1,5	-1,0
Öffentl. Schuld/BIP	22,4	28,4	29,8	30,1	27,4
<b>Realwirtschaftliche Konvergenz</b>					
BIP pro Kopf	2,6	2,7	3,3	3,7	3,9
Privatsektor/BIP	70,0	70,0	69,4	68,5	66,6
Agrarsektor/BIP	9,1	7,9	7,1	7,4	6,9
Arbeitslosenquote	13,3	14,1	14,8	14,8	14,4

Tabelle 10: Bulgarien

	1998	1999	2000	2001P	2002PP
<b>Monetäre Konvergenz</b>					
Inflation	18,7	2,6	10,4	7,0	4,7
Inländ. Kredit/BIP	19,6	18,6	17,6	17,0	17,1
<b>Fiskalische Konvergenz</b>					
Budgetdefizit/BIP	0,9	-0,9	-1,4	-1,5	-1,2
Öffentl. Schuld/BIP	96,6	96,6	92,3	84,6	68,0
<b>Realwirtschaftliche Konvergenz</b>					
BIP pro Kopf	1,3	1,4	1,7	1,9	2,0
Privatsektor/BIP	65,0	70,0	68,0	67,8	68,1
Agrarsektor/BIP	18,8	15,9	12,8	11,5	9,9
Arbeitslosenquote	12,2	16,0	16,0	16,0	14,0

Tabelle 11: Rumänien

	1998	1999	2000	2001P	2002PP
<b>Monetäre Konvergenz</b>					
Inflation	59,1	45,9	45,7	35,8	29,5
Inländ. Kredit/BIP	21,9	18,1	13,6	11,2	9,5
<b>Fiskalische Konvergenz</b>					
Budgetdefizit/BIP	-5,0	-3,3	-3,7	-3,8	-3,6
Öffentl. Schuld/BIP	28,0	34,6	26,9	21,6	17,6
<b>Realwirtschaftliche Konvergenz</b>					
BIP pro Kopf	1,7	1,5	1,8	2,0	2,2
Privatsektor/BIP	60,0	60,0	47,7	37,9	30,4
Agrarsektor/BIP	14,5	13,9	6,3	6,3	5,4
Arbeitslosenquote	10,4	11,5	10,8	10,5	10,0



# Veröffentlichungen der Volkswirtschaftlichen Abteilung der DGZ-DekaBank

Konjunktur · Zinsen · Währungen Oktober 2001

Im Rahmen unseres E-Mail-Service bieten wir einen umfassenden Analyse- und Informationsdienst zu den Bereichen Konjunktur, Zinsen und Währungen an.

## Basic Research

- **WOCHENVORSCHAU** liefert jeden Freitag Mittag einen Überblick über wichtige Finanzmarktdaten, deren Veröffentlichung in der jeweils folgenden Woche ansteht. Zu den einzelnen Indikatoren werden – soweit möglich – Consensus-Prognosen und die DGZ-DekaBank-Prognose angeführt. Überdies erhalten Sie einen Hinweis, ob im einzelnen ein VOLKSWIRTSCHAFT AKTUELL bzw. ein EMERGING MARKETS BRIEF zu erwarten ist
- **VOLKSWIRTSCHAFT PROGNOSEN** bietet in monatlicher Folge umfassend unsere Einschätzung der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Für alle relevanten Staaten werden Prognosen für Konjunktur, Zinsen und Wechselkurse angeboten, ergänzend für den Ölpreis.

## Industrialized Countries Research

- **VOLKSWIRTSCHAFT AKTUELL** begleitet das tagesaktuelle Geschäft, in dem neue Daten zur Konjunktur- und Kapitalmarktentwicklung sowie wirtschaftspolitische Ereignisse umgehend konzise und prägnant analysiert und kommentiert werden.
- **VOLKSWIRTSCHAFT SPEZIAL** ist Themen gewidmet, die zwar von hoher Aktualität sind, aber weit über den Tag hinausweisen und strukturelle Entwicklungen in den Blick nehmen. Dies erfordert tieferegehende Analysen und eine entsprechende Aufbereitung.
- **RENTENMARKTBERICHT** informiert in zweimonatlichem Abstand über Bestimmungsründe und Perspektiven der Entwicklung von Zinsen und Wechselkursen. Darüber hinaus wird eine vorausschauende Einschätzung der Geldpolitik in den wichtigsten Währungsräumen gegeben.

## Emerging Markets Research

- Der **EMERGING MARKETS BRIEF** begleitet das tagesaktuelle Geschäft. Im EMB werden neue Daten zur Konjunktur- und Kapitalmarktentwicklung sowie wirtschaftspolitische Ereignisse umgehend analysiert und kommentiert. Mit dem EMB werden derzeit die Länder Polen, Tschechische Republik, Ungarn, Argentinien, Brasilien und Mexiko gecovert.
- Der **EMERGING MARKETS INSIGHT** liefert tieferegehende Analysen zu Konjunktur und Kapitalmärkten in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Der EMI geht über das Länderset des EMB hinaus und widmet sich kapitalmarktrelevanten Entwicklungen im gesamten Universum der Emerging Markets-Länder.
- Der **EMERGING MARKETS OUTLOOK** liefert jeweils zum Quartal unsere Einschätzungen und Prognosen zur wirtschaftlichen Entwicklung in den wichtigen Emerging Markets-Ländern. Analysiert werden neben dem Länderset des EMB jeweils ein weiteres Land Mittel- und Osteuropas (im Wechsel: Russland und Türkei) sowie ein ostasiatisches Land (im Wechsel: Volksrepublik China und Südkorea). Die Schrift erscheint in Englisch.

## Analysen

- **KONJUNKTUR-ZINSEN-WÄHRUNGEN** bietet zweimonatlich Analysen zu Themen, die für das grundlegende Verständnis von Konjunktur und Kapitalmarkt erforderlich sind sowie zu konzeptionellen Überlegungen der Wirtschaftspolitik.

Wir bieten die Produkte in den nebenstehenden Gruppen als Research-Pakete zum kostenfreien E-Mail Bezug an. Bezugswünsche richten Sie bitte an das Sekretariat der Volkswirtschaftlichen Abteilung, und zwar einfach per Telefon (069/7147-2849), per Fax (069/7147-2104) oder per E-Mail (economics@dgz-dekabank.de).

Alternativ können Sie über die Homepage [www.dgz-dekabank.com/volkswirtschaft](http://www.dgz-dekabank.com/volkswirtschaft) unsere Veröffentlichungen beziehen. Dort können Sie sich auch für das E-Mail-Abonnement eintragen.