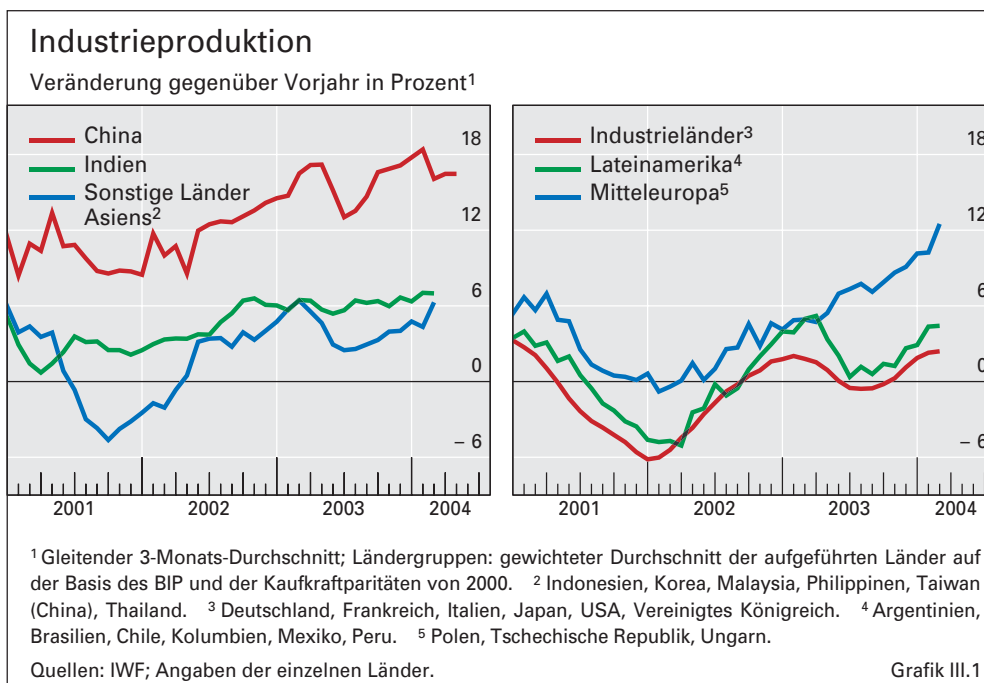


III. Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Schwerpunkte

Die weltweit reichlich vorhandene Liquidität, die die lockeren monetären Bedingungen und die höhere Bereitschaft der Anleger, an den internationalen Kapitalmärkten Risiken einzugehen, widerspiegelte, förderte das Wirtschaftswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften ab Mitte 2003. Gleichzeitig ließen die negativen Auswirkungen mehrerer Schocks nach. Im April 2004 erfolgte jedoch eine deutliche Kehrtwendung, als die langfristigen Zinssätze drastisch stiegen, sich die Zinsaufschläge in den aufstrebenden Volkswirtschaften ausweiteten und die Aktienkurse fielen.

Im Konjunkturaufschwung, der gegen Ende 2001 begann, entwickelte sich China, dessen Industrieproduktion durchweg rascher wuchs als die anderer Länder und Regionen, zu einer Hauptstütze der Weltwirtschaft (Grafik III.1). In fast allen anderen Ländern Asiens erholte sich das Wirtschaftswachstum, nachdem der SARS-Virus eingedämmt war. In Lateinamerika dagegen waren die Wachstumsraten ungeachtet der Impulse durch die stärkere US-Nachfrage, wesentlich höhere Rohstoffpreise und eine schrittweise Lockerung der Geldpolitik uneinheitlich. Im ersten Quartal 2004 war das Wachstum in Brasilien immer noch moderat, in Mexiko hatte es sich erheblich beschleunigt, und in Argentinien fiel es kräftig aus. In Mittel- und Osteuropa führten der bevorstehende Beitritt zur Europäischen Union und die lebhaftere Nachfrage in



Wirtschaftswachstum, Inflation und Leistungsbilanz									
	Reales BIP ¹			Verbraucherpreise ^{1,2}			Leistungsbilanz ³		
	Durchschnitt 1999–2002	2003	2004	Durchschnitt 1999–2002	2003	2004	Durchschnitt 1999–2002	2003	2004
Asien ⁴	6,2	7,4	7,3	1,8	2,5	3,6	3,5	4,6	2,0
China	7,7	9,1	8,6	-0,3	1,2	3,4	2,1	3,3	1,0
Hongkong SVR	4,0	3,1	6,0	-3,1	-2,6	-0,4	5,2	9,4	10,3
Indien	5,1	8,1	6,8	4,3 ⁵	5,4 ⁵	5,0 ⁵	-0,1	0,8	-0,1
Korea	7,6	3,1	5,6	2,5	3,5	3,3	2,9	2,4	2,4
Sonstige Länder Asiens ⁶	3,5	4,4	5,4	4,8	2,9	3,2	7,7	9,8	5,8
Lateinamerika ^{4,7}	1,0	1,4	4,2	8,2	7,1	6,8	-2,2	0,6	0,6
Argentinien	-4,7	8,7	7,7	9,2	3,7	7,1	-1,7	5,8	3,7
Brasilien	2,1	-0,2	3,3	8,8	9,3	6,4	-3,8	0,8	0,3
Mexiko	2,7	1,3	3,2	7,4	4,0	4,2	-2,8	-1,4	-1,9
Mittel- und Osteuropa ^{4,8}	2,9	3,7	4,5	10,3	4,0	5,0	-5,2	-4,4	-3,9
Russland	6,6	7,3	6,8	36,1	13,7	10,5	12,5	9,0	6,1
Türkei	0,8	5,8	5,0	54,8	25,3	12,4	-1,3	-3,0	-3,1
Afrika	3,3	4,1	4,2	11,5	10,3	8,6	2,9	-0,7	-1,3
Naher Osten	4,1	5,4	4,1	8,5	8,6	8,9	2,7	7,3	6,0
<i>Nachrichtlich: G7-Länder</i>	2,2	2,2	3,4	1,7	1,8	1,7	-1,4	-1,6	-1,5

Anmerkung: Die Zahlen für 2004 basieren auf im Mai 2004 veröffentlichten Prognosemittelwerten aus Expertenbefragungen und auf dem *World Economic Outlook* des IWF.

¹ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ² Lateinamerika: Preise am Periodenende. ³ In Prozent des BIP. ⁴ Gewichteteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ⁵ Großhandelspreise. ⁶ Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. ⁷ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁸ Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn.

Quellen: IWF; OECD; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ.

Tabelle III.1

anderen Regionen zu einem beträchtlichen Anstieg der Industrieproduktion in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn. Nach den Prognosemittelwerten (Tabelle III.1) wird für 2004 mit einer merklichen Wachstumsbeschleunigung in Lateinamerika und einem anhaltend starken Wachstum in den anderen großen Regionen gerechnet.

Das Wachstum ging mit einem sehr markanten und breit angelegten Anstieg der Preise von Öl und anderen Rohstoffen einher, der teilweise von der weiterhin kräftigen Ausweitung der Industrieproduktion in China getrieben wurde. Obwohl die Überwälzeffekte auf die Endpreise bis vor kurzem nur gering waren, hat dennoch die Deflationsgefahr in den aufstrebenden Volkswirtschaften nachgelassen. China verzeichnete Ende 2003 wieder eine positive Inflationsrate, und in einigen asiatischen Volkswirtschaften drücken die steigenden Preise für Rohstoffe die Gewinnmargen bzw. verursachen inflationäre Spannungen. Aufgrund von Befürchtungen, dass der Inflationsdruck zu einer Überschreitung der Inflationsziele führen könnte, wurde in Mexiko die Geldpolitik gestrafft, und in Brasilien wurde die Rückführung der Zinssätze vorübergehend unterbrochen. In manchen Ländern trugen die gestiegenen

Rohstoffpreise auch zu Leistungsbilanzüberschüssen bei, und in Afrika bewirkten sie eine Verbesserung der Terms of Trade.

Das weltwirtschaftliche Umfeld hat die Entwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2003 maßgeblich beeinflusst. Erneute Kapitalzuflüsse und deutlich geringere Zinsaufschläge stützten einige hoch verschuldete Länder. Allerdings führten sie insbesondere in Asien auch zu Aufwertungsdruck auf die Währungen, und es kam zu massiven Devisenmarktinterventionen. In manchen Ländern förderten diese Interventionen ein rascheres Geldmengen- und Kreditwachstum. Außerdem hatte der kräftige Anstieg der Rohstoffpreise beträchtliche Konsequenzen für mehrere Länder; in einigen trieb er die Einnahmen in die Höhe, in anderen trug er zu höheren Produktionskosten bzw. zu einem Inflationsanstieg bei.

Rückkehr von Kapitalzuflüssen

2003 betragen die privaten Nettokapitalzuflüsse in die 21 wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften schätzungsweise rund \$ 170 Mrd. (Tabelle III.2); das war der größte Zufluss seit dem Höchststand von über \$ 200 Mrd. im Jahr 1996. Sowohl die Portfolioströme (Aktien und Anleihen) als auch die anderen Mittelströme (Kredite von Geschäftsbanken und anderen Kreditgebern) lagen deutlich höher als 2002. Dagegen setzte sich der Rückgang der ausländischen Direktinvestitionen fort; ihr Anteil an den gesamten Mittelströmen, der im Durchschnitt der neunziger Jahre noch 70% betragen hatte, sank unter 45%. Ein Großteil dieser Mittel floss 2003 nach Asien, wobei mehr als 60% der gesamten ausländischen Direktinvestitionen in aufstrebenden Volkswirtschaften allein an China gingen. Brasilien, China, Indien und Korea waren wichtige Empfänger von Portfolioströmen, während Länder in Asien sowie in Mittel- und Osteuropa von einer Wiederaufnahme der Kreditzuflüsse profitierten.

Kapitalzuflüsse auf dem höchsten Niveau seit 1996

Die Anleihe-, Aktien- und Kreditkapitalströme blieben zu Beginn des Jahres 2004 hoch, und es wird damit gerechnet, dass sie im Gesamtjahr noch höher ausfallen werden als 2003. Im ersten Quartal 2004 emittierten Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften an den internationalen Finanzmärkten Anleihen und Notes in Höhe von schätzungsweise \$ 26 Mrd. Bis April 2004 ging die Zunahme der Kapitalströme mit weniger volatilen und deutlich geringeren Renditenaufschlägen für Staatsanleihen einher, insbesondere bei Anleihen mit niedrigerem Rating.

Gleichzeitig mit den wieder zunehmenden Kapitalzuflüssen in den vergangenen Jahren erhöhten sich die Leistungsbilanzüberschüsse in Asien, die hohen Defizite in Lateinamerika kehrten sich um, und die Überschüsse in Mittel- und Osteuropa wurden kleiner. 2003 beispielsweise verzeichnete jede der drei großen aufstrebenden Regionen insgesamt einen Leistungsbilanzüberschuss. Angesichts der parallelen Zunahme von privaten Kapitalzuflüssen und Leistungsbilanzüberschüssen stellt sich die Frage nach der Verwendung der erhaltenen Mittel in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Die Investitionsquoten sind in den vergangenen drei Jahren im Durchschnitt konstant geblieben. Seit 2001 haben sich jedoch die Währungsreserven sprunghaft

Private Nettokapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften				
Mrd. US-Dollar				
	Jahres- durchschnitt 1990–2000	2001	2002	2003 ¹
Aufstrebende Volkswirtschaften²				
Kapitalströme insgesamt	111	57	66	171
Direktinvestitionen	76	129	96	76
Portfolioinvestitionen ³	50	-21	-28	29
Sonstiges privates Kapital ⁴	-15	-51	-3	66
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	-24	45	107	142
<i>Veränderung der Reserven⁵</i>	-56	-89	-177	-282
Asien⁶				
Kapitalströme insgesamt	35	31	41	111
Direktinvestitionen	35	42	47	45
Portfolioinvestitionen ³	12	-12	-18	36
Sonstiges privates Kapital ⁴	-12	1	12	30
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	14	66	99	123
<i>Veränderung der Reserven⁵</i>	-37	-82	-151	-215
Lateinamerika⁷				
Kapitalströme insgesamt	62	36	-3	16
Direktinvestitionen	34	59	34	24
Portfolioinvestitionen ³	30	1	-13	-5
Sonstiges privates Kapital ⁴	-2	-24	-24	-3
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	-39	-47	-8	9
<i>Veränderung der Reserven⁵</i>	-11	3	0	-27
Mittel- und Osteuropa⁸				
Kapitalströme insgesamt	20	-10	28	43
Direktinvestitionen	12	16	14	6
Portfolioinvestitionen ³	9	-2	4	-2
Sonstiges privates Kapital ⁴	-1	-24	10	39
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanz</i>	-2	27	16	12
<i>Veränderung der Reserven⁵</i>	-12	-7	-23	-33

¹ Geschätzte Kapitalströme basierend auf nationalen Zahlungsbilanzdaten und Daten des IIF. ² Umfasst die in den Fußnoten aufgeführten Volkswirtschaften in Asien, Lateinamerika, Mittel- und Osteuropa sowie Südafrika. ³ Schuld- und Eigenkapitaltitel. ⁴ Einschl. Nettoströme über Geschäftsbanken und andere Intermediäre des privaten Sektors (ohne Finanzderivate). ⁵ Negativer Wert = Anstieg. ⁶ China, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Taiwan (China), Thailand. ⁷ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁸ Polen, Russland, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: Zentralbanken; IWF; Institute of International Finance (IIF). Tabelle III.2

erhöht, was darauf hindeutet, dass ein beträchtlicher Teil der Mittelzuflüsse zur Reservenauflastung verwendet wurde (s. weiter unten).

Was hat die jüngsten Kapitalströme bestimmt?

Die Rückkehr von Mittelzuflüssen und der Rückgang der Renditeaufschläge von Anleihen werfen Fragen nach der Nachhaltigkeit der Kapitalströme auf. Soweit sie das Ergebnis gesamtwirtschaftlicher und struktureller Verbesserungen sind – d.h. soweit günstigere Fundamentaldaten in den aufstrebenden Volkswirtschaften Kapitalströme anziehen („Pull“-Faktoren) –, könnten die höheren Zuflüsse und die günstigen Bedingungen bei der Auslandsfinanzierung von Dauer sein. Soweit sie aber Ausdruck der niedrigen Zinssätze in den Industrieländern, der weltweit reichlich vorhandenen

Liquidität und der Bereitschaft der Investoren zu risikoreicheren Anlagen („Push“-Faktoren) sind, könnte jegliche Veränderung dieser Faktoren in den Industrieländern Bedenken über Schwachstellen in den aufstrebenden Volkswirtschaften wieder aufleben lassen.

Bestimmungsfaktoren der jüngsten Kapitalzuflüsse

Empirische Untersuchungen über die relative Bedeutung von „Pull“- und „Push“-Faktoren für die jüngsten Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften kommen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Mit Ausnahme des relativen Wirtschaftswachstums, das sich auf sämtliche Kapitalströme auswirkt, scheinen Direktinvestitionen andere Bestimmungsfaktoren zu haben als Portfolio- und Kreditströme.

Die Zuflüsse von Direktinvestitionen nach Lateinamerika sind seit 1999 rückläufig, was im Wesentlichen auf das langsamere Wirtschaftswachstum infolge der Krise in Argentinien und des Abschwungs in Brasilien und Mexiko zurückzuführen ist (Grafik III.2 links oben). In einigen Ländern wurden sie auch durch die Verlangsamung bei der Privatisierung gebremst. Begleiterscheinungen der Krisen in Lateinamerika könnten also bereits latent vorhandene Anlagerisiken in den aufstrebenden Volkswirtschaften vergrößert haben. Dies gilt insbesondere für Risiken, denen ausländische Direktinvestitionen bei einer möglichen Außerkraftsetzung privatrechtlicher Verträge ausgesetzt sind. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens dagegen, insbesondere in China, hielt der Zufluss von Direktinvestitionen angesichts des höheren Wirtschaftswachstums und struktureller Verbesserungen unvermindert an. Die Volkswirtschaften in Mittel- und Osteuropa profitierten von ähnlich positiven Voraussetzungen. Nachdem jedoch die ausländischen Direktinvestitionen seit 1995 jedes Jahr durchschnittlich 3–6% des BIP ausgemacht hatten, war ihr kumulierter Betrag so hoch, dass eine weitere Zunahme nicht leicht zu absorbieren war. Zudem waren die Privatisierungen staatlicher Vermögenswerte, insbesondere der Verkauf von Geschäftsbanken an ausländische Institute, 2002 weitgehend abgeschlossen. Entsprechend gingen die Zuflüsse ausländischer Direktinvestitionen in Mittel- und Osteuropa im vergangenen Jahr deutlich zurück.

Ausführliche Studien, z.B. neuere Berichte des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem und der Capital Markets Consultative Group des IWF, haben festgestellt, dass ausländische Direktinvestitionen während des vergangenen Jahrzehnts vermehrt in Länder mit großen Inlandsmärkten (und verstärkt auch in den Finanz- und den Dienstleistungssektor) flossen sowie in Länder, die Freihandelsabkommen oder regionale Außenhandelsvereinbarungen unterzeichnet haben. Von dieser Verlagerung haben bis jetzt Brasilien, China, Mexiko und die neuen EU-Mitgliedsländer in Mittel- und Osteuropa profitiert, und künftig könnte auch Indien durchaus zu dieser Ländergruppe zählen (s. weiter unten).

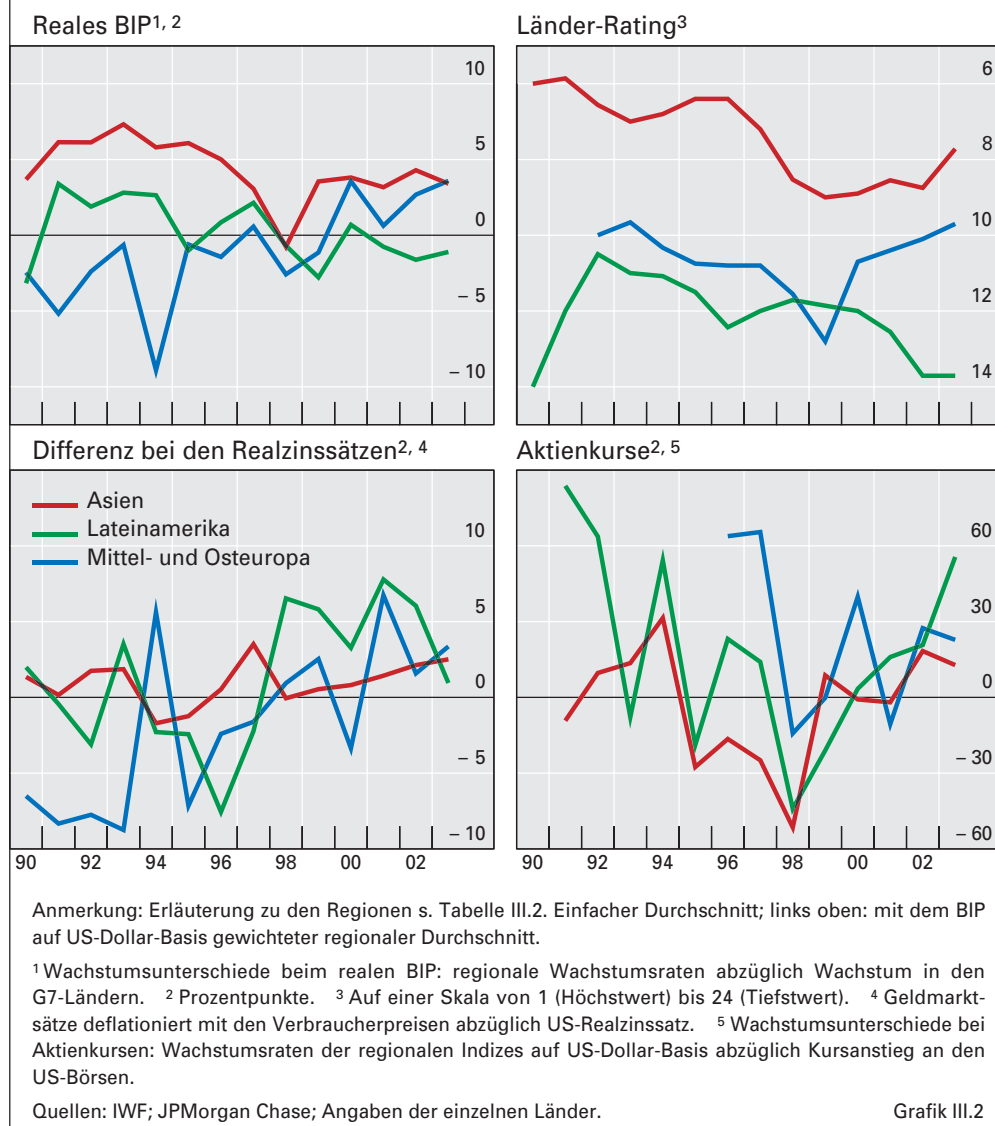
Die Portfolioströme sind weitaus weniger stabil und werden stärker von globalen Faktoren beeinflusst als die Direktinvestitionen. So war die Verringerung der Anleihe- und Aktienkapitalströme 2001 und 2002 nicht nur auf die realwirtschaftliche Situation (niedrigeres Wachstum in den Industrieländern, Krisen in Argentinien und der Türkei sowie schlechtere Wachstumsaussichten)

Direktinvestitionen durch Wachstum und Privatisierungen beeinflusst

Direktinvestitionen kamen großen Volkswirtschaften oder Ländern mit Außenhandelsvereinbarungen zugute

Portfolioströme unter dem Einfluss von „Push“- und „Pull“-Faktoren

Bestimmungsfaktoren der Kapitalzuflüsse in aufstrebende Volkswirtschaften



zurückzuführen, sondern auch auf Finanzmarktfaktoren wie etwa die Folgen der geplatzten Blasen im Technologie- und im Telekommunikationssektor und die gestiegene Risikoaversion der Anleger. Ebenso waren für den Anstieg der Portfoliozuflüsse 2003 offenbar mehrere Einflussfaktoren verantwortlich. Zu den länderspezifischen Einflussfaktoren zählten sowohl verbesserte Bonitätseinstufungen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften (Grafik III.2 rechts oben) als auch steigende Rohstoffpreise und die Erwartung, dass die Aktienmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften von dem wieder anziehenden Weltwirtschaftswachstum profitieren würden. Diese Erwartung trug zu einem kräftigen Kursanstieg an den Aktienmärkten in den aufstrebenden Volkswirtschaften bei (Grafik III.2 rechts unten).

Doch auch die günstigen Liquiditätsbedingungen an den internationalen Kapitalmärkten haben eine wichtige Rolle gespielt. Die sehr niedrigen Leit-zinsen in den wichtigsten Industrieländern veranlassten die Anleger, sich in den

Auch reichlich vorhandene Liquidität beeinflusste Portfolioströme

aufstrebenden Volkswirtschaften nach höheren Renditen umzuschauen, wo die Anleiherträge und die kurzfristigen realen Zinssätze höher waren (Grafik III.2 links unten) und die Aktienkurse schneller stiegen als in den Industrieländern. Außerdem weist beispielsweise die niedrige Streuung der Renditenaufschläge für Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften mit unterschiedlicher Bonitätseinstufung auf eine größere Risikobereitschaft bei den Anlegern aus den Industrieländern hin (Kapitel VI).

Erstmals seit Mitte der neunziger Jahre floss 2003 netto wieder privates Kapital aus anderen Quellen zu (hauptsächlich Kredite von Geschäftsbanken und Handelskredite von sonstigen Kreditgebern des privaten Sektors). Wie bei den Portfolioströmen verzeichneten Volkswirtschaften mit einer verbesserten Bonitätseinstufung und vergleichsweise schnellerem Wachstum höhere Kreditzuflüsse. Gleichzeitig trugen die im Vergleich zu den Industrieländern höheren inländischen Zinssätze zu wachsenden Kreditzuflüssen nach Asien sowie Mittel- und Osteuropa bei.

Verbesserte Bonitätseinstufungen und höhere Zinssätze zogen Kredite an

Wie nachhaltig sind die Kapitalzuflüsse?

Angesichts der Verschiebung bei den Kapitalströmen zugunsten volatilerer Portfolioinvestitionen und Kredite stellt sich die Frage nach der Anfälligkeit der Länder gegenüber einer möglichen Umkehr. Beispielsweise weiteten sich die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen ab April 2004 deutlich aus, u.a. weil davon ausgegangen wurde, dass die US-Zinssätze steigen würden. In einigen Ländern vergrößerte sich auch die Zinsdifferenz zwischen Inlandsanleihen und vergleichbaren US-Schatzpapieren. Der Anstieg der Finanzmarktvolatilität und die drastische Erhöhung der Renditenaufschläge auf Staatsanleihen von Mitte April bis Mitte Mai 2004 waren ein Beleg dafür, dass sich in Ländern mit unsicheren Aussichten für die öffentliche Haushaltslage bzw. hoher Staatsverschuldung eine positive Marktstimmung schnell drehen kann. Zudem könnten sich aufstrebende Volkswirtschaften, deren Schulden zinsvariabel sind oder auf Fremdwährungen lauten bzw. an diese gekoppelt sind, mit einer höheren Schuldenlast konfrontiert sehen, sollten die Zinssätze steigen oder ihre Währungen an Wert verlieren.

Risiken einer Umkehrung der Kapitalströme ...

Gleichzeitig mildern mehrere Faktoren diese Risiken ab (einige davon werden weiter unten noch näher erörtert). Der globale Konjunkturaufschwung hat sich gefestigt und ausgeweitet, und die Rohstoffpreise steigen überall kräftig an. Die günstigen Konditionen für die Auslandsfinanzierung haben es vielen Ländern ermöglicht, einen beträchtlichen Teil ihres Finanzierungsbedarfs für das Jahr 2004 bereits zu decken. Einige hoch verschuldete Länder, darunter Brasilien, Mexiko und die Türkei, haben die günstigen Marktkonditionen genutzt, um ihr Schuldenprofil zu verbessern, indem sie die Finanzierungskosten senkten, die Laufzeiten verlängerten und den Anteil sowohl der kurzfristigen Auslandsschuld als auch der an die Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze und der Wechselkurse gekoppelten Schuld verringerten. Zudem dürften die niedrige Inflation, die höheren Währungsreserven und der zuvor vollzogene Übergang zu frei schwankenden Wechselkursen dazu beitragen, Schwachstellen zu verringern. Überdies verfolgen Brasilien, die Türkei und andere Länder weiterhin eine straffe Fiskalpolitik und führen Struktur- und andere Reformen weiter.

... durch höheres Wachstum abgemildert ...

... dennoch
bleiben einige
Länder anfällig

Allerdings haben einige Länder ihre Fiskalpolitik gelockert und in ihren Reformanstrengungen nachgelassen oder verzeichnen eine beträchtliche Ausweitung der Kredite an den Privatsektor. In diesen Ländern werden zugrunde liegende Schwachstellen, die durch den leichten Zugang zu Finanzierungen verschleiert werden, voraussichtlich stärker zum Vorschein kommen, wenn sich die Bedingungen für die Auslandsfinanzierung verschlechtern.

Wechselkurse und Akkumulation von Währungsreserven

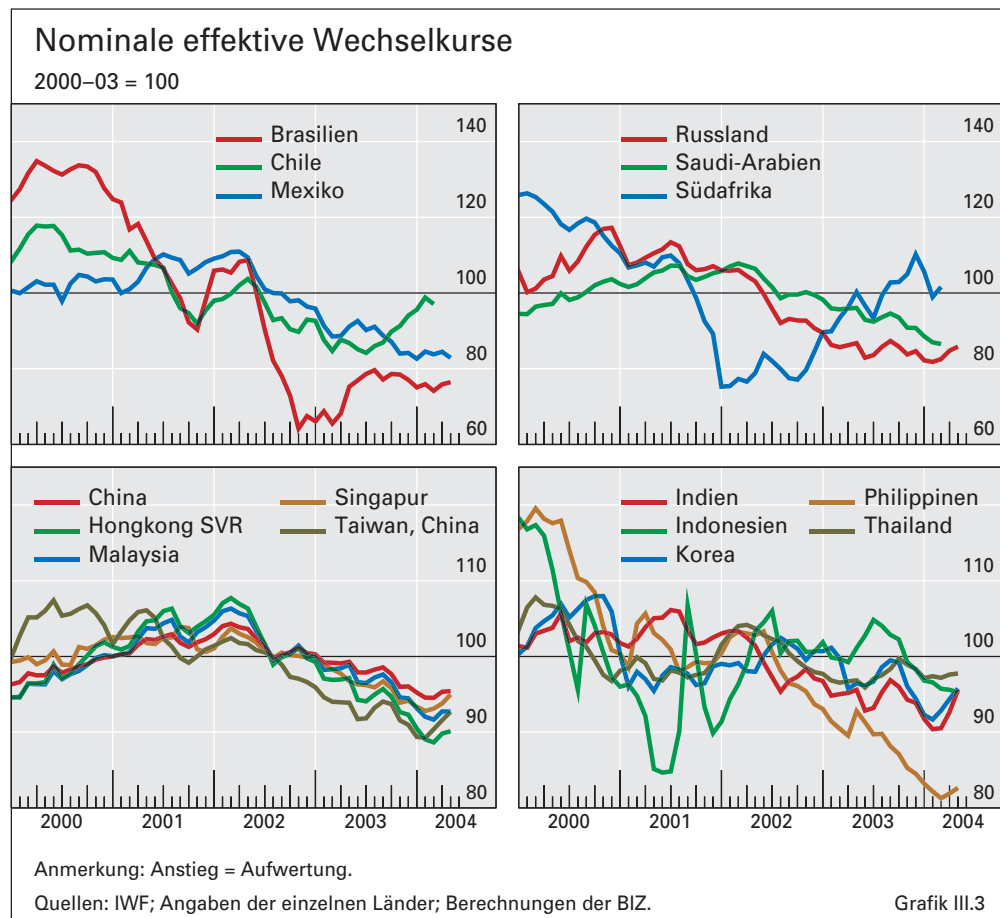
Wirtschaftspolitische Reaktionen

Währungen
werteten
tendenziell auf ...

Die Länder reagierten unterschiedlich auf die gestiegenen Rohstoffpreise und die höheren Kapitalzuflüsse. Einige ließen eine Aufwertung ihrer Währung in dem Maße zu, wie sie mit ihrer Inflationszielstrategie zu vereinbaren war. 2003 erholten sich z.B. die Währungen Brasiliens und Chiles deutlich von den vorausgegangenen starken Abwertungen. Gestützt auf steigende Exporte und Kapitalzuflüsse werteten der russische Rubel und der südafrikanische Rand ebenfalls während des ganzen Jahres 2003 auf. Entsprechend kam es in Brasilien, Chile und Südafrika im letzten Jahr zu nominalen effektiven Aufwertungen (Grafik III.3 oben).

... und Länder
ließen vermehrt
Kapitalabflüsse zu

Andere Länder lockerten die Beschränkungen für Kapitalabflüsse oder schränkten die Kapitalzuflüsse ein, um die Währungsaufwertung zu bremsen.



China liberalisierte z.B. im vergangenen Jahr die Devisenbeschränkungen für den individuellen Reiseverkehr ins Ausland, hielt bestimmte inländische Unternehmen dazu an, im Ausland zu investieren, und legte ein Programm auf, das darauf abzielt, die Auslandsinvestitionen inländischer institutioneller Anleger zu erhöhen. Um die Kapitalzuflüsse einzudämmen, suspendierten die Behörden vorübergehend die Genehmigungen von Neuanlagen im Rahmen des Programms für bestimmte institutionelle Anleger aus dem Ausland und legten für Privatpersonen Tageshöchstgrenzen für den Umtausch von US-Dollar in Landeswährung fest. Indien liberalisierte ebenfalls Anlagen inländischer Unternehmen und Finanzinstitute in ausländischen Vermögenswerten, ließ die vorzeitige Tilgung von Fremdwährungsschulden durch Unternehmen zu und erlaubte Gebietsansässigen das Halten von Fremdwährungskonten. Thailand beschränkte im September 2003 die kurzfristige Kreditvergabe in Baht durch Gebietsfremde und legte in der Folge Betrags- und Laufzeitgrenzen für deren Baht-Einlagen fest. Korea verfügte Einschränkungen (die später teilweise gelockert wurden) für das Geschäft mit Terminkontrakten ohne Lieferung, um die Währungsspekulation einzudämmen.

Eine weitere wirtschaftspolitische Reaktion waren die Interventionen an den Devisenmärkten, die 2003 in einem beträchtlichen Aufbau von Währungsreserven in allen wichtigen Regionen sichtbar wurden (Tabelle III.3). In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens stiegen die gesamten Währungsreserven von Anfang 2003 bis Anfang 2004 um mehr als \$ 350 Mrd. Dabei waren China, Indien, Korea und Taiwan, China (im Folgenden Taiwan genannt), zusammengenommen für mehr als 85% des Anstiegs verant-

Beträchtlicher
Aufbau von
Währungsreserven
in Asien ...

Währungsreserven ¹						
Mrd. US-Dollar						
	1996	2000	2001	2002	2003	März 2004
Asien ²	477,4	694,5	770,5	944,2	1 208,1	1 302,9
China	105,0	165,6	212,2	286,4	403,3	439,8
Hongkong SVR	63,8	107,6	111,2	111,9	118,6	123,8
Indien	19,7	37,3	45,3	67,0	97,6	107,2
Korea	33,2	95,9	102,5	120,8	154,5	162,7
Taiwan, China	88,0	106,7	122,2	161,7	206,6	226,5
Lateinamerika ³	141,3	136,1	135,9	140,1	170,7	178,8
Argentinien	17,7	24,4	14,5	10,4	13,1	13,5
Brasilien	58,3	32,5	35,7	37,4	49,1	51,6
Mexiko	19,2	35,1	44,4	49,9	57,7	60,3
Mitteleuropa ⁴	40,1	51,5	51,3	63,2	72,9	75,4
Russland	11,3	24,3	32,5	44,1	73,2	79,6
Südafrika	0,9	5,8	5,8	5,6	6,2	7,9

¹ Am Periodenende; Regionen: Summe der in den Fußnoten aufgeführten Länder. ² China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. ³ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁴ Polen, Tschechische Republik, Ungarn.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle III.3

wortlich. Die Beweggründe für den Aufbau von Währungsreserven in den asiatischen Volkswirtschaften waren unterschiedlich (Kapitel V). Von großer Bedeutung waren aber die Bemühungen der Zentralbanken, angesichts hoher und zumeist spekulativer Zuflüsse eine Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem US-Dollar zu verhindern. In China beispielsweise erhöhten sich die Währungsreserven seit Anfang 2003 um durchschnittlich mehr als \$ 10 Mrd. pro Monat. Auch Länder mit flexibleren Wechselkurssystemen (Indien, Korea, Thailand) intervenierten, um die Aufwertung zu bremsen. Da der US-Dollar seit Anfang 2002 gegenüber anderen wichtigen Währungen an Wert verlor, werteten die Währungen der meisten Volkswirtschaften Asiens handelsgewichtet in den letzten beiden Jahren beträchtlich ab (Grafik III.3 unten).

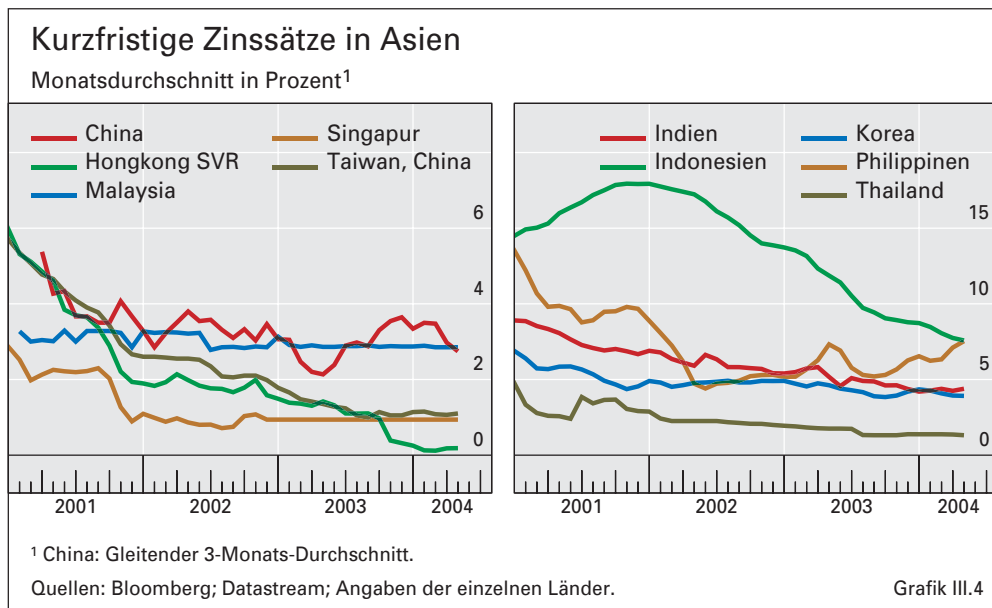
... und in
Lateinamerika

Auch in Lateinamerika wurden hohe Währungsreserven aufgebaut, insbesondere in den Ländern, die von den gestiegenen Rohstoffpreisen und Kapitalzuflüssen profitierten. In Mexiko wurde ein besonderer Mechanismus – die Auktion von 50% der in einem bestimmten Zeitraum hinzugekommenen Währungsreserven – eingeführt, um dem Reservenauflauf entgegenzuwirken, der hauptsächlich durch die an die Zentralbank abzuführenden steigenden Einnahmen der staatlichen Erdölgesellschaft zustande gekommen war. Die brasilianischen Währungsreserven überstiegen im März 2004 die Marke von \$ 50 Mrd.; allerdings entsprach nahezu die Hälfte dieses Betrags den Schulden des Landes beim IWF. In Argentinien bemühten sich die Behörden, einen Teil der im Anschluss an die Krise von 2001 verlorenen Währungsreserven wieder aufzubauen. In Mittel- und Osteuropa nahmen die Reserven relativ wenig zu. Mit Ausnahme eines kurzen Zeitraums im dritten Quartal 2003, als der Rubel unter Abwertungsdruck geriet, kaufte die russische Zentralbank am Devisenmarkt weiterhin hohe Beträge an überschüssigen Öleinnahmen auf. In Südafrika steigen die staatlichen Währungsreserven an, seit die Zentralbank Anfang 2004 ihre Devisentermingeschäfte eingestellt hat.

Herausforderungen für die Zukunft

Viele Länder
konnten
unangemessene
Lockerung der
Geldpolitik
vermeiden

Der Aufbau von Währungsreserven stellt die Zentralbanken in Bezug auf die nationale Geldpolitik vor einige Herausforderungen (zur Darstellung der Implikationen auf globaler Ebene s. Kapitel V). Eine dieser Herausforderungen besteht darin, den gewünschten geldpolitischen Kurs beizubehalten. Wenn der Erwerb von Reserven durch die Zentralbank nicht vollständig sterilisiert wird, kann dies eine unangemessene Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen bewirken. Bisher wurden diese Risiken jedoch offenbar begrenzt. Da die Inflation fast überall in Asien zumeist niedrig blieb, sind in vielen Ländern die Zinssätze gesenkt oder auf niedrigem Niveau gehalten worden (Grafik III.4). So reduzierte das Bestreben der Zentralbanken, die geldpolitischen Rahmenbedingungen zu lockern, den potenziellen Sterilisierungsbedarf bei den akkumulierten Währungsreserven. In einigen Fällen jedoch verstärkten die Zentralbanken ihre Sterilisierungsbemühungen durch den Verkauf von Staatsanleihen oder eigenen Wechseln. Mit Ausnahme von China – wie auch der Sonderverwaltungsregion Hongkong (im Folgenden Hongkong genannt), wo noch immer Deflation herrscht – konnte auf diese Weise das die



Produktionszunahme übersteigende Wachstum der Geldmengenbasis wie auch der breiteren Geldmenge offenbar erfolgreich begrenzt werden (Tabelle III.4).

Weitere umfangreiche Interventionen könnten allerdings noch beträchtliche Herausforderungen für die nationale Geldpolitik mit sich bringen. Erstens könnte der Aufbau von Währungsreserven irgendwann die Fähigkeit der Zentralbanken, das zukünftige Geldmengenwachstum zu begrenzen, beeinträchtigen. Die Erfahrung Chinas wirft in diesem Zusammenhang einige Fragen auf. Trotz wirksamer Sterilisierungsgeschäfte der Zentralbank hat die Geldbasis in den vergangenen zwei Jahren kräftig zugenommen, wodurch sich die Kreditvergabekapazität der Banken erhöht hat. Gleichzeitig haben die lebhafte Kreditnachfrage sowie die größere Fähigkeit und Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe zu einer erheblichen Ausweitung der Kredite und der breit abgegrenzten Geldmengenaggregate beigetragen. Seit September 2003 hat die Zentralbank die Mindestreservesätze um 1½ Prozentpunkte erhöht, um so zum Abbau des monetären Drucks beizutragen. Außerdem hat sie mehrfach über eine „window guidance“ praktisch verbindliche Empfehlungen an die Banken abgegeben, um eine übermäßig hohe Kreditvergabe an bestimmte Sektoren einzudämmen. Die Zentralbank straffte die Geldpolitik auch dadurch, dass sie die Zinssätze für ihre Rediskont- und unbesicherten Kreditfazilitäten an hob und die Mindestreservesätze für schwache Banken um einen weiteren halben Prozentpunkt erhöhte.

In anderen Ländern hat der starke Aufbau von Währungsreserven bereits zu wachsenden technischen Schwierigkeiten geführt. Beispielsweise gilt es geeignete Instrumente zu finden, um die zusätzliche Liquidität zu absorbieren. Die Reserve Bank of India, die in der Vergangenheit einen beträchtlichen Teil der Staatsanleiheemissionen aufgenommen hatte, sah sich gegen Ende 2003 mit einem Mangel an Instrumenten für Sterilisierungsgeschäfte konfrontiert. Daher begann die Regierung, in begrenztem Umfang Anleihen im Rahmen eines speziellen Marktstabilisierungsprogramms zu

Jedoch weiterhin potenzielle Herausforderungen

Technische Schwierigkeiten bei der Sterilisierung der Währungsreserven

Geldmengenaggregate: Anstieg über das Wachstum des nominalen BIP hinaus ¹						
	Geldbasis ²			Breit abgegrenzte Geldmenge		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Asien ³	1,0	2,7	4,5	4,1	7,0	3,8
China	1,1	4,5	5,6	5,8	10,9	7,5
Hongkong SVR	8,2	8,0	21,3	-1,3	-0,1	10,6
Indien	0,9	1,0	2,1	4,7	7,9	1,0
Korea	10,0	7,0	3,1	2,3	5,4	-1,0
Taiwan, China	-6,5	-5,1	-4,0	6,1	0,1	4,8
Sonstige Länder Asiens ⁴	-2,2	-3,4	5,3	-0,9	-2,6	-2,5
Lateinamerika ^{3, 5, 6}	11,1	54,0	1,8	3,3	5,0	0,2
Mittel- und Osteuropa ^{3, 7}	11,2	2,0	0,7	5,5	-1,6	0,6

¹ Wachstumsrate der Geldmenge im Verhältnis zur Wachstumsrate des nominalen BIP; Werte am Periodenende. ² Banknoten zuzüglich Einlagen der Banken bei der Zentralbank. ³ Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. ⁴ Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. ⁵ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁶ Massiver Anstieg der Geldbasis 2002 vor allem auf Brasilien (119%) zurückzuführen. ⁷ Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.4

emittieren, die der Zentralbank für sterilisierte Interventionen vorbehalten bleiben.

Unterbewertete
Währung kann
expansiv wirken ...

Eine zweite große Herausforderung für die Geldpolitik besteht darin, dass die Einschätzung, eine Währung sei unterbewertet, in Verbindung mit Devisenmarktinterventionen und dem Aufbau von Währungsreserven eine starke expansive Wirkung auf die Volkswirtschaft haben kann, selbst wenn die Sterilisierung wirksam ist. Das schnelle Wachstum von Kapitalzuflüssen und Investitionen in China im vergangenen Jahr veranschaulicht diese expansiven Kräfte. Des Weiteren haben sich in mehreren anderen Volkswirtschaften Asiens die Zinsunterschiede zu US-Dollar-Schuldtiteln verringert, worin sich die zunehmende Markterwartung einer Währungsaufwertung widerspiegelt. In Indien z.B. verringerte sich der Aufschlag bei den langfristigen Zinssätzen von mehr als 5 Prozentpunkten Anfang 2001 auf weniger als 2 Prozentpunkte im Februar 2004. In Hongkong, Malaysia und Thailand lag der Zinsaufschlag im ersten Quartal 2004 nahe bei null, oder es bestand ein Zinsabschlag. Der Rückgang der Zinsaufschläge aufgrund der hohen kurzfristigen Kapitalzuflüsse trug zu einem Boom an den Aktienmärkten und einer raschen Ausweitung von Verbraucherkrediten und von Hypothekenkrediten für Wohnimmobilien bei.

... und das
Risiko von Über-
investitionen
hervorrufen

Drittens setzt der Aufbau von Währungsreserven das Finanzsystem mehreren Risiken aus. So könnten hohe Investitionen im Bereich handelbarer Güter im Nachhinein als eine Fehlallokation von Ressourcen gesehen werden, wenn der Widerstand gegen eine Aufwertung nicht aufrechtzuerhalten wäre. Wie die Erfahrung früherer Investitionsbooms in Ostasien gezeigt hat, bergen solche Ungleichgewichte das Risiko von Überkapazitäten, die das Wirtschaftswachstum auf mittlere Sicht beeinträchtigen. Außerdem wächst mit dem

Rückgang des Aufschlags bei den Langfristzinsen und den damit verbundenen expansiven Kräften das Risiko eines konjunkturellen Höhenflugs mit anschließendem Einbruch. In Volkswirtschaften, die spekulativen Kapitalzuflüssen ausgesetzt sind, ist dieses Risiko besonders hoch, da sich diese Zuflüsse umkehren und einen Preiseinbruch bei den Vermögenswerten wie auch eine kräftige Währungsabwertung auslösen könnten. Wegen ihrer vergleichsweise illiquiden Finanzmärkte und – in manchen Fällen – wegen der Schlüsselrolle ausländischer Anleger am Aktienmarkt sind einige Volkswirtschaften möglicherweise besonders anfällig gegenüber solchen Risiken.

Ein zusätzliches Risiko stellen außerdem die potenziellen künftigen Verluste der Zentralbanken aufgrund der Bildung von Währungsreserven dar. Zurzeit scheinen die Bestandhalterkosten der Währungsreserven wegen der sehr niedrigen inländischen Zinsen gering. Einigen Schätzungen zufolge lagen diese Kosten im Jahr 2002 für Indien bei unter ½% und für die Philippinen bei weniger als 1% des BIP und waren in Hongkong und Korea negativ. Sollten die inländischen Zinssätze jedoch ansteigen, dann würden sich die Sterilisierungskosten deutlich erhöhen. Nicht zuletzt setzt sich der öffentliche Sektor mit hohen Währungsreserven auch einem erheblichen Währungsrisiko aus.

Potenzielle Risiken für Zentralbanken

Kreditinduzierte Nachfrage und Ausgaben der privaten Haushalte

Immer mehr setzt sich die Einschätzung durch, dass exportorientierte Wachstumsstrategien in vielen Ländern, insbesondere bei zunehmenden Leistungsbilanzüberschüssen, anfänglich zwar große Vorteile bringen, jedoch auch Grenzen haben. Möglicherweise bietet sich die Förderung der Inlandsnachfrage im Laufe der Zeit als nahe liegende Ergänzung an. Am weitesten ist dieses strategische Umdenken in Asien sowie Mittel- und Osteuropa fortgeschritten. In Lateinamerika, wo sich die Leistungsbilanzdefizite unlängst in Überschüsse gedreht haben, wäre dagegen höhere Ersparnis notwendig.

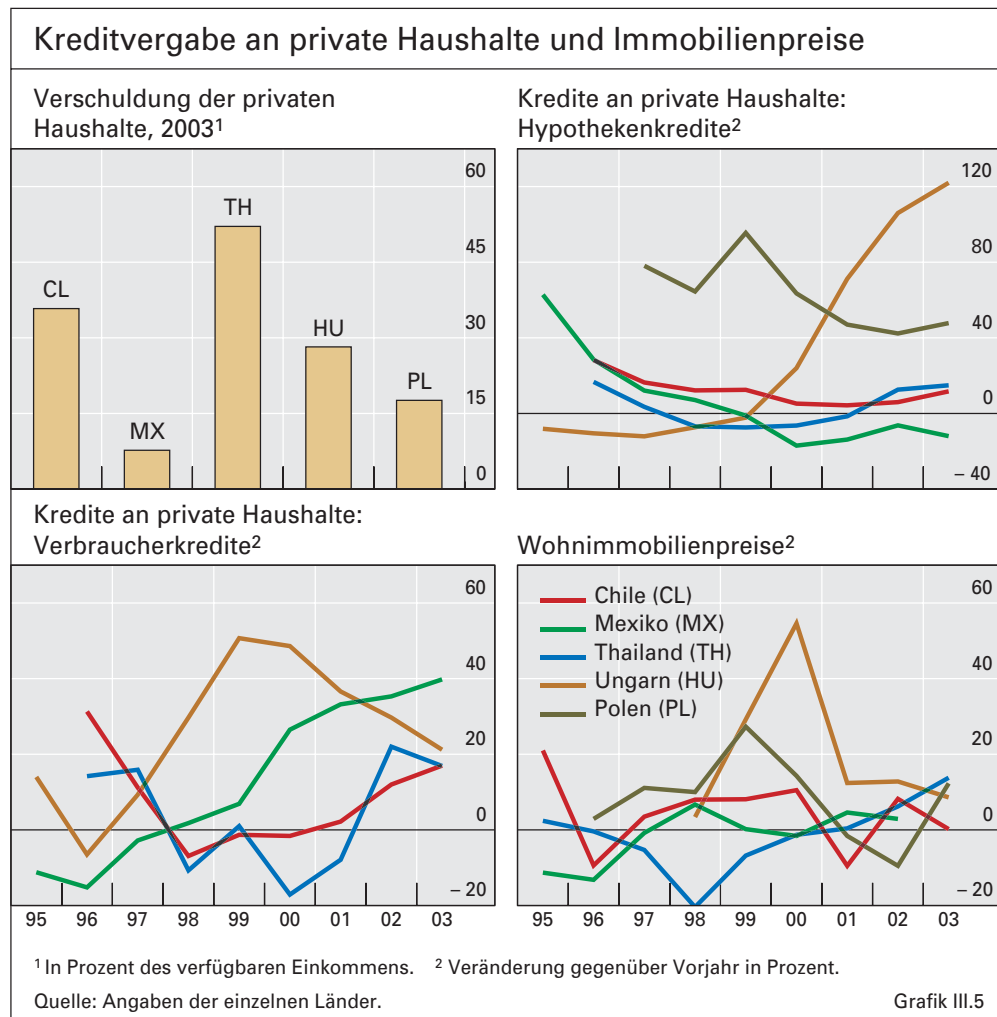
Förderung der Inlandsnachfrage hat Vorrang

Die Investitionsausgaben, die in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften im Zuge der Krisen in Asien und Russland 1997/98 eingebrochen waren, sind immer noch träge, und so rückten die Aussichten für eine Stimulierung der Konsumausgaben in den Mittelpunkt. In Asien sind die Konsumquoten in Relation zum BIP von 1997 bis 2003 beträchtlich gestiegen, und zwar um 3 Prozentpunkte (auf 61%) in China, um 8 Prozentpunkte (auf 78% bzw. 55%) in Korea und Singapur und um 12 Prozentpunkte (auf 81%) in Indonesien. Auch in Mittel- und Osteuropa hat sich die durchschnittliche Konsumquote deutlich erhöht. In Lateinamerika sind die Konsumquoten seit 2001 rückläufig. Allerdings verlangsamte sich der Rückgang im Jahr 2003, als sich der Verbrauch in einigen größeren Volkswirtschaften, besonders in Argentinien und Mexiko, belebte.

Stimulierung der Konsumausgaben im Mittelpunkt ...

Der Konsumanstieg war im Wesentlichen auf den Zinsrückgang zurückzuführen und wurde 2003 durch eine Ausweitung der Bankkredite an private Haushalte und die weltweit größere Liquidität zusätzlich gestützt. Die Kreditvergabe an die privaten Haushalte (Hypotheken- und/oder Verbraucherkredite einschl. Kreditkartenforderungen) ist in China, Korea, Thailand, Mittel- und Osteuropa, Russland sowie bis zu einem gewissen Grad in Mexiko gestiegen (Grafik III.5) – häufig mit öffentlicher Förderung, in einigen Fällen

... gestützt durch Kreditvergabe der Banken



In Mittel- und Osteuropa rasante Kreditausweitung

auch angeregt durch den Wettbewerb und durch Finanzinnovationen im Zusammenhang mit dem Markteintritt ausländischer Banken. Die zunehmende Bedeutung von Verbraucherkrediten spiegelt sich auch in der Entwicklung der ausländischen Direktinvestitionen wider, da in einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften (z.B. Brasilien, Mexiko, Mittel- und Osteuropa) ausländische Unternehmen in das Kreditkarten- oder Privatkundengeschäft einsteigen.

Besonders auffällig ist die Kreditausweitung in den Volkswirtschaften Mittel- und Osteuropas sowie in Russland. So ist die Kreditvergabe an private Haushalte in Mittel- und Osteuropa lebhaft gestiegen. In Ungarn z.B. belief sich der Anstieg der Hypothekenkredite von 2000 bis 2003 im Durchschnitt auf 81% pro Jahr, während die Verbraucherkredite von 1998 bis 2003 jährlich um durchschnittlich 32% zunahm. In Russland wuchsen die Hypothekenkredite 2003 um 118%, und die Verbraucherkreditvergabe erhöhte sich um 48%, gegenüber einem niedrigen Ausgangsniveau.

Der Anstieg der Kreditvergabe an private Haushalte in aufstrebenden Volkswirtschaften erleichtert diesen den Erwerb von Wohneigentum und stellt eine alternative Finanzierungsquelle zum nicht erfassten Bereich dar. In Ländern, in denen die Infrastruktur für die Kreditversorgung der privaten Haushalte unterentwickelt ist, bleibt die Kreditvergabe an diesen Sektor jedoch faktisch rationiert, denn nur ein kleines Segment der Bevölkerung (mit hohem

Einkommen) hat Zugang zu Krediten, und die Zinssätze sind oftmals unerschwinglich hoch.

Mehrere Gründe sprechen dafür, dass die Kreditvergabe an private Haushalte in Zukunft weiter zunehmen wird. Erstens dient sie dort, wo der Finanzsektor allzu sehr von der Kreditvergabe an Unternehmen abhängig ist, als wichtige Diversifizierungsquelle. Zweitens ist die aufgestaute Kreditnachfrage in den Ländern, in denen die privaten Haushalte – oft aufgrund von Kreditvergabebeschränkungen – bis vor kurzem kaum Zugang zu Krediten hatten, weiterhin hoch. Drittens geht das Kreditwachstum mit einer allgemeinen Zunahme von Einkommen und Vermögen der privaten Haushalte einher. Das Vermögen ist insbesondere dank des Anstiegs der Aktienkurse gewachsen, was für die privaten Haushalte eine höhere Verschuldung tragbar macht.

Allerdings schafft das starke Wachstum der Kreditvergabe Risiken, die möglicherweise nur unzureichend gesteuert werden. Beispielsweise könnten sich die privaten Haushalte übernehmen und dann nicht mehr in der Lage sein, ihre Schulden zu bedienen. Dieses Problem wäre natürlich noch schwerwiegender, wenn sich am Markt für Wohnimmobilien eine Blase bilden und dann platzen würde.

Haben sich die Kreditnehmer übernommen?

Die Anfälligkeit der privaten Haushalte gegenüber höheren Schuldenständen ist in den aufstrebenden Volkswirtschaften sehr unterschiedlich. In Mexiko sowie in Mittel- und Osteuropa bestehen in dieser Hinsicht offenbar weniger Bedenken, und zwar aus mindestens drei Gründen. Erstens ist das Volumen der an den Privatsektor vergebenen Kredite gemessen am nominalen BIP in diesen Volkswirtschaften immer noch gering. 2003 beispielsweise beliefen sich die Bankkredite an den privaten Sektor in Mexiko auf etwa 16% des BIP und in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn auf 33–42%. Im Vergleich hierzu liegt die Quote in Chile bei 64%, in Thailand bei 90% und in Korea bei 112%. Das jeweilige Verhältnis zwischen Schulden und Einkommen der privaten Haushalte ist ebenfalls niedriger (Grafik III.5). Zweitens sind die Banken in vielen dieser Länder heute solider als noch vor einigen Jahren, als der Finanzsektor infolge von Krisen schrumpfte. Drittens wird ein beträchtlicher Teil der Kredite durch Auslandsbanken vergeben, die über ein wirksames Risikomanagement verfügen. So hielten Auslandsbanken (d.h. Banken, die zu 50% oder mehr in Auslandsbesitz sind) im Jahr 2002 in Mexiko über 80% der Gesamtforderungen des Bankensektors und in Polen, der Tschechischen Republik und Ungarn zwischen 67% und 90%. Demgegenüber betrug dieser Anteil in Thailand 6% und in Korea 32%.

Große Bedenken hinsichtlich der Anfälligkeit der privaten Haushalte hat dagegen der kräftige Anstieg der Kreditkartenschulden in Thailand und Korea hervorgerufen. In Thailand erhöhte sich die Anzahl der von Banken ausgegebenen Kreditkarten 2003 gegenüber dem Vorjahr um 23% auf 4,2 Mio., während die ausstehenden Kreditkartenschulden im selben Zeitraum um 33% zunahmen (auf nahezu \$ 2 Mrd. bzw. 1,3% des BIP von 2003). Zusätzlich befinden sich mehrere Millionen Kreditkarten im Umlauf, die von Nichtbanken ausgegeben wurden. Noch sind die notleidenden Kreditkartenschulden

Kreditvergabe an private Haushalte wird voraussichtlich weiter zunehmen

Rasches Kreditwachstum kann Risiken schaffen ...

... z.B. hohe Verschuldung der privaten Haushalte ...

... die in Korea und Thailand Anlass zur Sorge gibt

offenbar niedrig (3–4% der Gesamtschulden). Trotzdem verfügte die Bank of Thailand mit Wirkung vom April 2004 vorbeugend eine Reihe von Maßnahmen zur Beschränkung der Kreditkartenausgabe.

Nachwirkungen des
Kreditkartenbooms
in Korea

Während sich Thailand noch inmitten eines Kreditkartenbooms befindet, bekommt Korea bereits dessen Nachwirkungen zu spüren. Nachdem die Kreditkartenschulden mehrere Jahre lang kräftig angestiegen waren, hatten die koreanischen Konsumenten erste Schwierigkeiten, diese Schulden zu bedienen. Dies galt insbesondere für Barvorschüsse, die jeweils am Monatsende vollständig zurückgezahlt werden mussten. Um die Schulden auf die eine Kreditkarte bedienen zu können, belasteten viele Konsumenten ihre anderen Kreditkarten, wodurch sich ihre Finanzlage verschlechterte und die Risiken ihrer Kreditgeber weiter zunahmen. Die durchschnittliche Ausfallquote (der Anteil der seit mindestens einem Monat überfälligen Zahlungen an den Gesamtforderungen) bei koreanischen Kreditkarten erhöhte sich von rund 6% Ende 2002 auf 14% ein Jahr später. 2003 wiesen die acht inländischen Kreditkartenunternehmen Nettoverluste von nahezu 1,7% des BIP von 2003 aus, nachdem sie im Vorjahr noch Gewinne erzielt hatten. Überdies fielen ihre Eigenkapitalquoten trotz beträchtlicher Kapitalaufstockungen im gleichen Zeitraum in den negativen Bereich, und zwar von 13% auf –5,5%.

Sind die Immobilienmärkte überhitzt?

Überhitzung einiger
Immobilienmärkte
in Asien

Eine Überhitzung der Immobilienmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften ist kein generelles, sondern ein auf bestimmte Länder und Landesteile beschränktes Phänomen. Die Immobilienpreise in Shanghai z.B. wiesen drei Jahre in Folge zweistellige Zuwachsraten auf (2003: +18% gegenüber dem Vorjahr), während der Preisanstieg in anderen Ballungszentren Chinas moderat ausfiel. In Korea stiegen die Immobilienpreise in Seoul 2002 kräftig an, bevor sie sich aufgrund von Maßnahmen zur Eindämmung der Spekulation an den Immobilienmärkten etwas stabilisierten. Ab Februar 2003 gingen die Preise erneut in die Höhe, haben sich aber offenbar nun stabilisiert, nachdem die Regierung im Oktober 2003 zusätzliche Maßnahmen gegen die Spekulation ankündigte. In Thailand sind die Immobilienpreise seit 2001 angestiegen, und die verfügbaren Indikatoren deuten auf eine kräftige Belebung des Immobiliengeschäfts in letzter Zeit hin. Im vierten Quartal 2003 legte ein Index für den Wert von Grundstücksgeschäften im Vorjahresvergleich um 142% zu, ein Indikator für die Bautätigkeit um fast 55%. Die Mieten für Wohnimmobilien sind allerdings zurückgegangen, da günstigere Finanzierungsbedingungen das Angebot von Wohnraum erhöht haben, und die Leerstände von Mietobjekten sind gestiegen, weil Mieter sich veranlasst sahen, selbst Wohneigentum zu erwerben. In Mexiko wurde ein ähnlicher Rückgang der Mieten verzeichnet. In einer Reihe von Ländern in Mittel- und Osteuropa waren die Immobilienpreise sehr volatil. In Ungarn z.B. erreichte der Anstieg 2000 einen Spitzenwert von 55%, verlangsamte sich dann aber im Jahr 2003 auf 9%.

Wirtschaftspolitische Reaktionen und offene Fragen

Gezielte
regulatorische
Beschränkungen
begrenzen
Anfälligkeiten

Den Anfälligkeiten, die möglicherweise aus dem hohen Wachstum der Kredite an private Haushalte entstehen, könnte auf zwei Arten entgegengewirkt werden:

werden. Eine Möglichkeit ist es, gezielte regulatorische Beschränkungen einzuführen, um das Wachstum bestimmter Märkte zu dämpfen oder die Preisvolatilität zu begrenzen. In Korea schlug ein Regierungsausschuss im Oktober 2003 beispielsweise vor, für Eigentümer von drei oder mehr Wohnimmobilien die Kapitalgewinnsteuern auf Immobilienverkäufe massiv zu erhöhen, um Spekulationen am Immobilienmarkt einzudämmen. Um die Anfälligkeit des Finanzsektors zu verringern, haben sowohl Korea als auch Thailand Beleihungsobergrenzen für die Hypothekenkreditvergabe eingeführt – eine Maßnahme, die auf Luxusimmobilien abzielt. Zu den im Kreditkartensektor ergriffenen Maßnahmen zählten die Beschränkung bzw. Bestrafung aggressiver Kundenwerbung, das Verbot der Neuausgabe von Kreditkarten, die Einführung von (einkommensabhängigen) Kreditlimits und die Festsetzung von Tilgungsmodalitäten für Kreditkartenschulden. Außerdem wurde den im Kreditkartengeschäft tätigen Instituten mehrmals eine Erhöhung der Rückstellungen für potenzielle Verluste vorgeschrieben.

Der Einsatz gezielter regulatorischer Beschränkungen dürfte aufgrund von Marktunvollkommenheiten gerechtfertigt sein. So gelten beispielsweise die Immobilienmärkte in einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften als anfällig für Spekulation. Auch in mehreren fortgeschrittenen Industrieländern gelten noch Beschränkungen, und vor einigen Jahrzehnten waren sie weit verbreitet.

Ein zweiter Ansatz gegen Anfälligkeiten aufgrund des hohen Kreditwachstums baut auf die Marktdisziplin. Sie dürfte das Überleben gut geführter Unternehmen begünstigen. Bei einer wirksamen Marktdisziplin ist der Zugang zu Krediten für weniger kreditwürdige Privatpersonen schwieriger. Außerdem muss ein Kreditgeber, der übermäßige Risiken eingeht, mit höheren Refinanzierungskosten (oder Bonitätsherabstufungen) rechnen, oder er erleidet so große Verluste, dass er zur Geschäftsaufgabe gezwungen ist. Mit Blick auf die jüngsten Entwicklungen scheint es jedoch vier Faktoren zu geben, die die Marktdisziplin untergraben können.

Erstens fehlt es den Kreditgebern in den aufstrebenden Volkswirtschaften zumeist an angemessenen Informationen zur Beurteilung der Kreditwürdigkeit von Schuldern. Beispielsweise existieren zwar Mechanismen, um Daten über Kreditausfälle und andere einschlägige Informationen über Kreditnehmer zu sammeln; diese Daten sind jedoch bisweilen unvollständig oder werden aus Wettbewerbsgründen nicht an andere Finanzinstitute weitergegeben. Eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften haben deshalb damit begonnen, Kreditauskunftsstellen einzurichten oder deren Effektivität zu erhöhen, um diese Probleme in den Griff zu bekommen. Zweitens ist die Vergabe von Verbraucherkrediten, darunter das Kreditkartengeschäft, sehr lukrativ. Es bestehen für die Kreditgeber also große Anreize, Marktanteile aggressiv auszubauen. Das Wachstum des Kreditkartengeschäfts in den aufstrebenden Volkswirtschaften ist auch durch Finanzinnovationen angetrieben worden, die den Zugang zu kostengünstigen Finanzierungen erleichtert haben. Hierzu zählt etwa die Verbriefung von inländischen Kreditkartenforderungen an den internationalen Finanzmärkten. Drittens lassen die Kreditgeber in einigen Ländern anscheinend das Risiko, dass sich Kreditnehmer übernehmen könnten, viel zu

Marktdisziplin kann das Finanzsystem stärken ...

... wird jedoch von verschiedenen Faktoren untergraben

sehr außer Acht. Kreditkartenunternehmen beispielsweise haben Privatpersonen Kreditkarten angeboten, ohne vorher deren Kredithistorie zu überprüfen, und nicht alle diese Kunden verfügten überhaupt über Einkommensquellen zur Bedienung ihrer Schulden. Viertens schließlich haben Regierungen zeitweise gezögert, die Schließung von Finanzinstituten, die schlechte Kreditvergabeentscheidungen getroffen hatten, zuzulassen, weil sie Bedenken wegen der Folgen für das Finanzsystem oder für die Kreditnehmer hatten. Hier kommt die Frage des „moral hazard“ ins Spiel.

Wirtschaftsboom in China und Indien

Ursprünge des jüngsten Aufschwungs in China

2003
Investitionsboom
in China

Das robuste Wachstum in China spielte eine wichtige Rolle für die Erholung der aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2003. Obgleich die Wirtschaft im ersten Halbjahr durch den SARS-Virus gebremst wurde, nahm die Industrieproduktion 2003 um 16% zu, verglichen mit 13% im Vorjahr. Der Anstieg ging vor allem auf die Anlageinvestitionen zurück, und zwar insbesondere in der Stahl-, Aluminium- und Zementindustrie sowie im Bausektor. Die Investitionen in neue Vorhaben nahmen mit 10% leicht zu; bei bereits laufenden Projekten betrug der Anstieg über 50%. In diesem Jahr scheint das Investitionswachstum noch zuzulegen. So stiegen die nominalen Investitionsausgaben von privaten und staatseigenen Unternehmen im ersten Quartal 2004 um 40% und mehr gegenüber dem Vorjahresquartal.

Lebhafter Konsum

Auch der Konsum stützte das Wachstum. Eine verstärkte Bankkreditvergabe und höhere Einkommen der privaten Haushalte begünstigten die Ausgaben für Pkws und andere hochwertige Konsumgüter. Außerdem unterstützte die Fiskalpolitik nach wie vor das Wachstum. Im Jahr 2003 wurde das Haushaltsdefizit dank der gegen Ende des Jahres steigenden Einnahmen auf 2,5% des BIP reduziert, während die Staatsausgaben für Hilfsmaßnahmen im Zusammenhang mit SARS die Nachfrage in der ersten Jahreshälfte begünstigt hatten. 2004 dürfte weniger stark auf fiskalpolitische Impulse gesetzt werden, nachdem die Regierung bekannt gab, die Emission von Sonderanleihen zur Ankurbelung der Infrastrukturausgaben zu drosseln.

Anstieg der Exporte
und Importe

Die Exporte nahmen kräftig zu (um fast 35% im Jahr 2003), angeregt durch die rasch steigende Nachfrage in den USA. Vorgezogene Lieferungen durch die Exporteure im Vorfeld der Senkung der Umsatzsteuernachlässe ab Januar 2004 bewirkten vorübergehend eine besondere Dynamik. Da der Boom bei den Investitionen und Ausfuhren zu einem Großteil von der Verarbeitung von Grundstoffen abhing, war er von einem noch stärkeren Anstieg der Einfuhren (40%), insbesondere von Rohstoffen, Erzen, Werkzeugmaschinen und Ausrüstungen, begleitet (Tabelle III.5). Der Anteil Chinas am weltweiten Verbrauch dieser Güter hat stark zugenommen: Im vergangenen Jahr betrug er beispielsweise bei Kohle 42%, bei Eisenerz 34%, bei Kupfer 20% und bei Erdöl 7%. Infolgedessen verringerte sich der Handelsbilanzüberschuss 2003 auf \$ 25 Mrd. und drehte im ersten Quartal 2004 in ein Defizit. Obwohl sich der Außenbeitrag kaum direkt auf das Wachstum 2003 auswirkte, übertrug sich die

Außenhandel Chinas						
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent						
	Export			Import		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Insgesamt	6,7	22,4	34,7	8,2	21,2	39,9
Darunter:						
Grundstoffe	4,1	7,5	22,3	-2,0	7,6	47,8
Rohstoffe	-6,0	5,0	14,3	10,6	2,7	50,1
Mineralische Brennstoffe	8,6	-1,7	32,9	-15,1	10,2	51,6
Chemische Produkte	11,2	14,0	35,8	6,4	21,5	25,5
Fertigprodukte	7,3	23,7	35,8	10,9	24,4	38,3
Industriegüter	3,1	20,7	30,3	2,8	15,6	31,8
Maschinen und Transportmittel	15,1	33,6	47,9	16,3	28,2	40,8

Quellen: CEIC; nationale Angaben.

Tabelle III.5

positive Entwicklung der Exporterlöse über höhere Unternehmensgewinne und verfügbare Einkommen der privaten Haushalte auf die Inlandsnachfrage.

Regionale und globale Auswirkungen

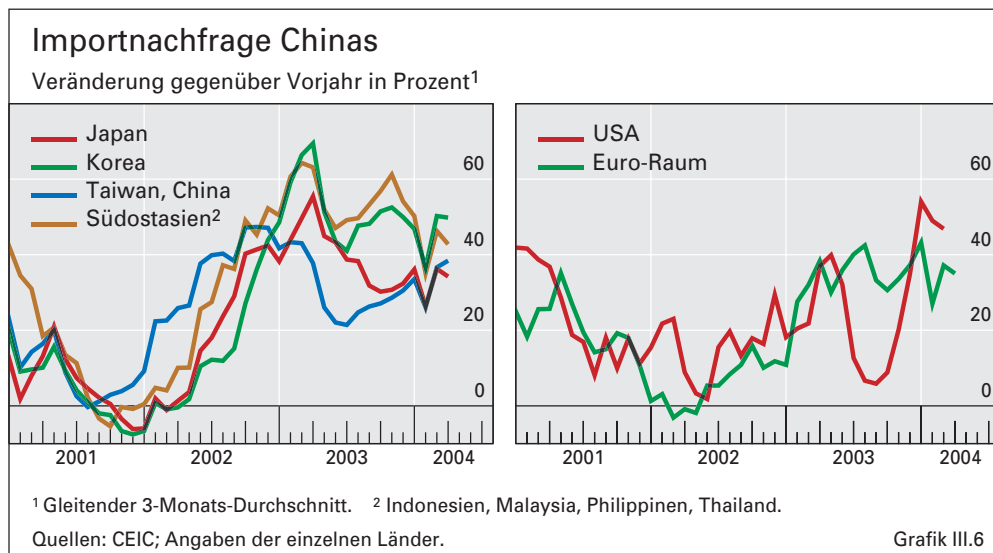
In dem schnellen Wachstum Chinas kommt zum Ausdruck, dass sich das Land in den letzten Jahren zu einem führenden globalen Anbieter von Fertigprodukten entwickelt hat. Sein Anteil an der weltweiten Industrieproduktion stieg im vergangenen Jahr auf 7%, wobei ein wachsender Teil der Wertschöpfung auf Exporte entfiel. Die niedrigen Arbeitskosten und die Produktivitätssteigerungen haben die Wettbewerbsfähigkeit Chinas gestärkt, sodass sich der Anteil des Landes an den weltweiten Warenexporten in den letzten drei Jahren verdoppelte und 2003 fast 8% betrug. Gleichzeitig förderte die größere vertikale Verflechtung des Produktionsprozesses die Importe aus Nachbarländern sowie den innerasiatischen Handel.

China in der verarbeitenden Industrie Teil der Weltspitze ...

Der jüngste Boom Chinas hatte international sehr unterschiedliche Auswirkungen. Die Länder, deren Wirtschaft eng mit den für den Export produzierenden Verarbeitungsindustrien in China verflochten ist, haben erheblich profitiert. So nahmen z.B. die chinesischen Importe aus Japan, Korea und Taiwan im letzten Jahr um 30–50% zu (Grafik III.6 links). In Japan trugen die Exporte nach China zu höheren Investitionsausgaben bei, während in Hongkong die Handels- und Fremdenverkehrsströme aus China eine wesentliche Rolle bei der kontinuierlichen Erholung von der Deflation spielten. Die Importe Chinas aus anderen aufstrebenden Volkswirtschaften in Ostasien nahmen 2003 ebenfalls kräftig zu, sodass der Beitrag Chinas zum Exportwachstum in diesen Ländern deutlich höher ausfiel. Dennoch hat China durch den Ausbau seines Marktanteils in den Industrieländern auf lange Sicht auch den Wettbewerbsdruck erhöht, insbesondere in Wirtschaftszweigen mit geringer Wertschöpfung, in denen andere ostasiatische Länder zuvor Wettbewerbsvorteile besessen hatten.

... mit Auswirkungen auf die Handelspartner ...

Die starke Nachfrage der chinesischen Wirtschaft wirkte sich auch für andere Regionen günstig aus. So stiegen z.B. die nominalen Importe Chinas



... selbst in Lateinamerika

aus Brasilien infolge der Nachfrage nach Grundstoffen 2003 um 80%. Die Importe Chinas aus den USA und dem Euro-Raum nahmen im vergangenen Jahr ebenfalls beträchtlich zu (Grafik III.6 rechts), die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen waren hier jedoch gering, da China lediglich einen Anteil von 3–4% der betreffenden Exportmärkte ausmacht. Infolge der steigenden Importnachfrage vergrößerte sich das chinesische Außenhandelsdefizit gegenüber den übrigen Volkswirtschaften Asiens von 2000 bis 2003 deutlich um rund \$ 30 Mrd. Allerdings nahmen die chinesischen Exporte in die USA im letzten Jahr um 22% zu, sodass der bilaterale Außenhandelsüberschuss Chinas auf über \$ 100 Mrd. stieg, was zu einem wachsenden protektionistischen Druck in den USA führte (Kapitel II und V).

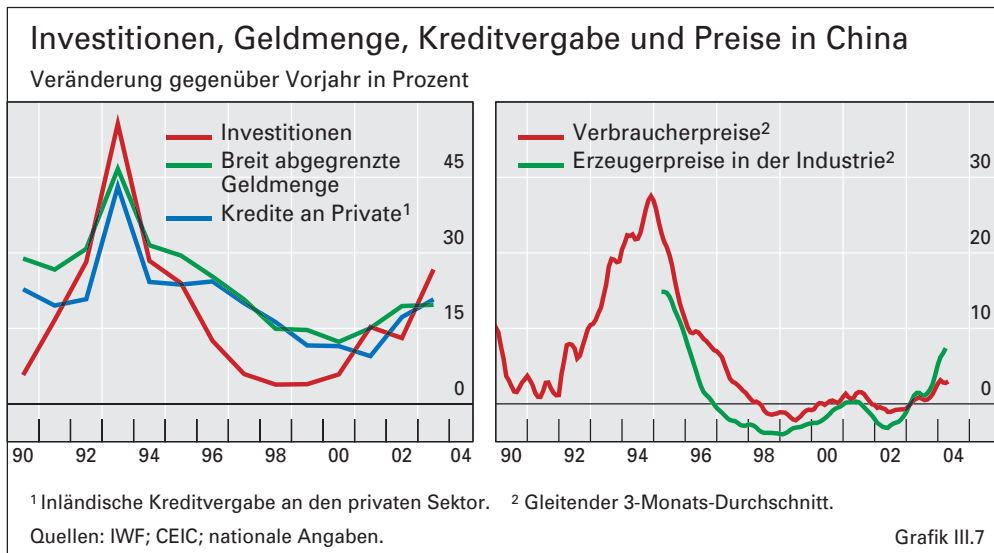
Nachhaltigkeit des gegenwärtigen Aufschwungs

Gefahr von Überinvestitionen nach wie vor hoch

Der rasante Anstieg der Anlageinvestitionen im vergangenen Jahr könnte eine besondere Gefahrenquelle darstellen. Mit 0,45 ist die chinesische Investitionsquote eine der höchsten weltweit. Dies erhöht nicht nur das Risiko einer Überhitzung der Wirtschaft auf kurze Sicht; sollte sich diese Entwicklung fortsetzen, könnte sie mittelfristig auch zu Überinvestitionen und geringen Kapitalrenditen führen. Ein großer Teil des Investitionswachstums konzentrierte sich zudem auf staatseigene Unternehmen, bei denen die Renditen niedriger sind als im privaten Sektor. Das könnte einen Anstieg der Überkapazitäten und eine Stärkung der langfristigen deflationären Kräfte in der Wirtschaft bedeuten. Außerdem könnte sich, sofern die gegenwärtigen Investitionsquoten nicht tragfähig sind, die Inlandsnachfrage in Zukunft abschwächen, sodass China für die Aufrechterhaltung seines hohen Wachstums stärker vom Export abhängig würde.

Risiken auch durch Kreditwachstum ...

Es könnte auch zu Schwächen im Finanzsektor kommen, denn die Investitionen wurden durch ein starkes Wachstum der Bankkredite finanziert (Grafik III.7 links). Zudem haben sich die Kredite an den Immobiliensektor stark ausgeweitet (2003 um 45%), vor allem infolge von Krediten an Bauträger. Diese Kreditvergabe war mit einem steilen Anstieg der Immobilienpreise in den



großen Ballungszentren wie z.B. Shanghai verbunden. Als Reaktion darauf wurden im vergangenen Jahr Richtlinien für die Banken erlassen, die Kredite an den Immobiliensektor sowie die Kredite an Privatpersonen für den Bau von Zweit- oder Luxuswohnungen zu begrenzen. Ein großer Liquiditätsüberhang war für die Banken zudem ein Anlass, die Vergabe von Verbraucherkrediten auszuweiten, bei denen in der Regel nur unzulängliche Kriterien für die Bonitätsprüfung gelten. Diese Entwicklungen könnten in Zukunft höhere Ausfallquoten bedeuten und zu einem Anstieg der notleidenden Kredite im Bankensystem führen. Diese wurden für 2003 auf 15% des Gesamtkreditvolumens geschätzt.

Ein weiteres potenzielles Risiko ist eine hohe Inflation. Das derzeitige Wachstum ist sehr ressourcenintensiv, was zu einer allgemeinen Knappheit an Metallen, Elektrizität und anderen Grundstoffen in der chinesischen Volkswirtschaft geführt hat. Beispielsweise entfiel der Anstieg der weltweiten Nachfrage nach Stahl im vergangenen Jahr zu 90% auf China, und der chinesische Stahlverbrauch lag über dem im Inland vorhandenen Angebot. Auch zur Deckung des Bedarfs an Nickel und Kupfer reichte das Angebot am inländischen Markt bei weitem nicht aus.

Diese Entwicklungen setzten der Deflation ein Ende und führten zu einem Anziehen der Verbraucherpreisinflation (Grafik III.7 rechts). Bei den Erzeugerpreisen in der Industrie war die Inflation noch höher: Die Preise für Stahl und andere Metalle hatten bis März 2004 um 25–80% zugelegt. In der Vergangenheit waren die Erzeugerpreise in der Regel langsamer gestiegen als die Verbraucherpreise, zum einen wegen der beträchtlichen Produktivitätsfortschritte und zum anderen, weil die schwache Nachfrage die Unternehmen daran hinderte, die gestiegenen Kosten zu überwälzen. Im vergangenen Jahr änderte sich das offensichtlich, als die Unternehmen die wachsenden Inflationserwartungen zum Anlass nahmen, die gestiegenen Kosten in höherem Maße an ihre Kunden weiterzugeben. Erwähnenswert ist auch, dass die Preiszyklen in China traditionell eng mit den Investitions- und Geldmengenwachstumszyklen zusammenhängen (Grafik III.7 links). Der sprung-

... Überhitzung und Inflation

Wachsender Inflationsdruck ...

hafte Anstieg der Investitionen und der Kreditvergabe Anfang der neunziger Jahre führte zu hohen Teuerungsraten, während die nachfolgende Straffung der Geldpolitik eine längere Deflation nach sich zog. Auch das Wirtschaftswachstum schwächte sich auf ein tragfähigeres Maß ab.

... löste
Maßnahmen zur
Abkühlung der
Konjunktur aus

Mit Blick auf diese Risiken wurden vor kurzem Reformen zur Stärkung des Bankensystems durchgeführt sowie eine Reihe von Maßnahmen zur Abkühlung der Konjunktur ergriffen. Im Dezember 2003 wurden zwei der vier großen staatlichen Geschäftsbanken rekapitalisiert; hierfür wurden \$ 45 Mrd. an Währungsreserven verwendet. Zur Stärkung der Corporate Governance sollen diese beiden Banken künftig an der Börse notiert und Aktien am Markt für Privatanleger begeben werden. Ähnliche Maßnahmen sind für die im Staatsbesitz verbleibenden Geschäftsbanken geplant.

Die Zentralbank begann im September 2003 außerdem die Geldpolitik zu straffen, indem sie mehrmals die Mindestreserveanforderungen an hob und die behördlichen Kontrollmaßnahmen verschärfte, um die Mittelvergabe für Investitionen in einigen Sektoren zu beschränken. Die Regierung korrigierte ihre Prognose für das BIP-Wachstum 2004 nach unten (auf 7%), womit sie ihre Absicht signalisierte, ein langsames und ausgewogeneres Wirtschaftswachstum anzustreben. Gleichzeitig kündigte sie eine schrittweise Einstellung von öffentlichen Bauvorhaben in Verbindung mit Maßnahmen zur Steigerung der Einkommen im ländlichen Bereich an.

Noch keine
Wirkung sichtbar

Dennoch deuten die Zahlen für das erste Quartal 2004 auf eine Beschleunigung des Wachstums hin. Die Ausweitung der Bankkredite (über 20% im März) und die Inflation blieben ebenfalls hoch. Die Investitionsnachfrage steigt weiter, worin sich zum Teil die bereits geplanten Projekte sowie ein starker Rückgang der Realzinsen widerspiegeln. Es könnte daher eine weitere Straffung der Geldpolitik erforderlich sein, um eine Überhitzung der Wirtschaft zu verhindern.

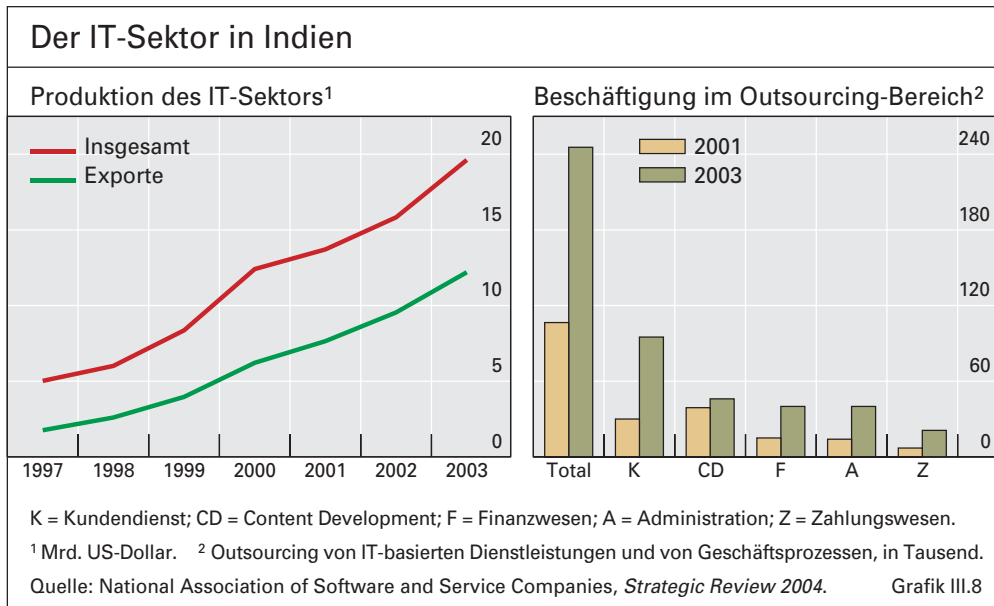
Beschleunigtes Wachstum in Indien

Indien 2003 mit
zweithöchster
Wachstumsrate in
Asien

Die indische Wirtschaft wuchs im vergangenen Jahr um mehr als 8% und belegte damit hinter China den zweiten Platz in Asien. Maßgeblich hierfür waren der kräftige Aufschwung in der Landwirtschaft infolge des sehr günstigen Monsuns und eine anhaltende Erholung der Industrieproduktion, die in der Vergangenheit nachgehinkt war. Der Dienstleistungssektor, der über 55% des BIP ausmacht, wuchs um 8%. Auf der Nachfrageseite kurbelten höhere Einkommen im ländlichen Bereich, niedrige Zinssätze und steigende Aktienkurse die Konsum- und Investitionsausgaben an. Den Prognosen zufolge bleibt das Wachstum in den nächsten beiden Jahren lebhaft.

Gute Voraus-
setzungen für
weiterhin kräftiges
Wachstum

Der jüngste Optimismus hat mehrere Ursachen. Ein größerer Wettbewerb aus dem Ausland veranlasste viele Unternehmen zu rentabilitätssteigernden Umstrukturierungen. Die Reingewinne der großen Unternehmen wuchsen in den letzten beiden Quartalen 2003 aufs Jahr hochgerechnet um 30%. Es wurden Maßnahmen ergriffen, um die Privatisierung zu beschleunigen, die Importzölle zu senken und die Wirtschaft stärker für ausländische Investoren zu öffnen. Der Leistungsbilanzsaldo ist seit 2001 positiv, und die Nettozuflüsse von Direkt- und Portfolioinvestitionen haben sich seit 2002 mehr als verdoppelt,



wenngleich sie immer noch deutlich geringer sind als in China. Darüber hinaus wurde die Kaufkraft der privaten Haushalte in den beiden letzten Jahren durch gestiegene Einkommen und leichteren Zugang zu Bankkrediten gestärkt, was wiederum den Verbrauch von Gebrauchsgütern und die Investitionen in Wohneigentum in die Höhe trieb.

Auch das Wachstum der Software-Industrie und anderer Dienstleistungsbranchen beeinflusst die Zukunftsaussichten Indiens sehr positiv. Dank seiner Kostenvorteile, seines großen Angebots an hoch qualifizierten Arbeitskräften und der Kosteneinsparungen in den Industrieländern wächst Indiens Anteil am weltweiten Software-Geschäft und Offshore-Outsourcing. So wuchs die IT- und Software-Branche in den letzten fünf Jahren rasant; ihr Anteil am BIP stieg auf 4%, und sie leistete einen beachtlichen Exportbeitrag (Grafik III.8 links). Die Outsourcing-Erträge stiegen im Jahr 2003 Schätzungen zufolge um mehr als 50% auf \$ 4 Mrd. Das Potenzial für zukünftiges Wachstum ist groß, denn gemäß den Prognosen wird der weltweite Outsourcing-Bedarf im kommenden Jahrzehnt noch beträchtlich zunehmen.

Vor allem in den USA, dem wichtigsten Markt für das indische Outsourcing-Geschäft, sind Bedenken aufgekommen, dass dadurch die Beschäftigungsaussichten im Inland beeinträchtigt werden könnten. Daher haben einige US-Bundesstaaten Beschränkungen für die Verlagerung von Arbeitsplätzen an Niedrigkostenstandorte erlassen (und ähnliche Bestimmungen stehen auch auf nationaler Ebene zur Entscheidung an). Doch obwohl sich das Beschäftigungswachstum in diesem Bereich in den letzten zwei Jahren in Indien teilweise mehr als verdoppelt hat (Grafik III.8 rechts), ist es, verglichen mit der Zahl der Arbeitsplatzverluste in den USA, immer noch gering. Selbst wenn die Auslagerung von Tätigkeiten in den USA in den nächsten Jahren rasant zunehmen würde, läge ihr entsprechender Anteil an der US-Gesamtbeschäftigung im Jahr 2010 manchen Schätzungen zufolge wahrscheinlich immer noch unter 1%. In den Industrieländern kann Outsourcing zudem infolge von Kostensenkungen zu beträchtlichen Gewinnen

Günstige Zukunftsaussichten dank Wachstum von Software-Industrie und Outsourcing

Outsourcing nach Indien bisher nur kleiner Teil der globalen Beschäftigung

führen und dazu beitragen, die Auswirkungen eines künftigen Arbeitskräftemangels abzufedern.

Nach wie vor beträchtliche Herausforderungen

Dennoch gilt es auch einige Herausforderungen zu bewältigen, wenn das hohe Wachstum in Indien gehalten werden soll. Da das Potenzialwachstum auf etwa 6% geschätzt wird, muss zur Aufrechterhaltung der gegenwärtigen, höheren Wachstumsrate entweder die derzeitige Investitionsquote (24% des BIP) erhöht oder die Produktivität wesentlich gesteigert werden. Für beides wäre eine weitere Öffnung der Wirtschaft für ausländische Investitionen förderlich. Auch die indische Infrastruktur ist verbesserungsbedürftig, und die Privatisierung von staatseigenen Unternehmen muss beschleunigt werden. Hinzu kommt, dass das Haushaltsdefizit mit über 9% gemessen am BIP nach wie vor sehr groß ist. Dies hat zu hohen Realzinsen und einer Verdrängung rentablerer privater Investitionen beigetragen.

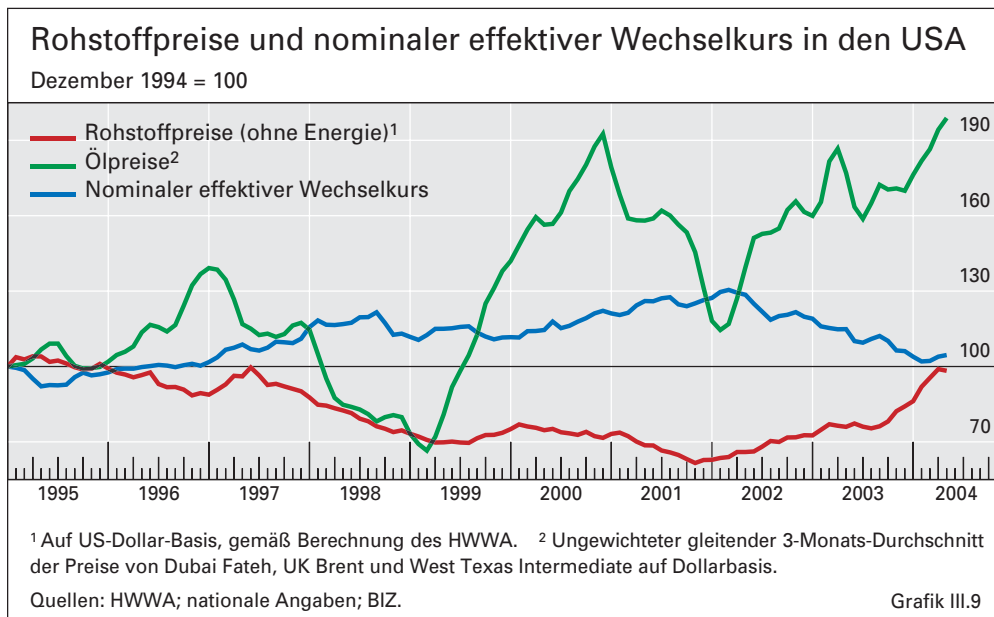
Rohstoffmärkte und Preise

Jüngste Entwicklungen und langfristige Trends

Sprunghafter Anstieg der Rohstoffpreise

Im vergangenen Jahr stiegen die Rohstoffpreise in US-Dollar gerechnet weiter an. Bis zum Frühjahr 2004 hatten sie sich gegenüber dem Ende 2001 verzeichneten Tiefstand um über 70% erhöht (Tabelle III.6). Der höhere Erdölpreis hat in den Industrieländern bereits auf die Energiepreise für Endverbraucher durchgeschlagen (Kapitel II). Der Anstieg der übrigen Rohstoffpreise zog eine Erhöhung der nachgelagerten Erzeugerpreise nach sich, hat sich auf die weltweiten Endverbraucherpreise jedoch nicht nennenswert ausgewirkt. Dennoch bewerten einige Analysten den Preisschub als generelleren Hinweis auf die Inflationserwartungen und als Anzeichen dafür, dass die Periode der niedrigen globalen Inflation bald zu Ende sein könnte. Andere interpretieren die höheren Rohstoffpreise (ohne Öl) als Zeichen der gestiegenen Nachfrage, sehen sie aufgrund ihres geringen Gewichts bei den Gesamtkosten jedoch nicht als zuverlässigen Vorlaufindikator für die zukünftige Inflation. Wird die Entwicklung der Rohstoffpreise aus einer längerfristigen Perspektive analysiert, so spricht einiges dafür, dass der Höchststand noch nicht erreicht ist. Auch stellt sich die Frage, wie sich dies auf die Wachstumsaussichten in rohstoff-exportierenden Ländern auswirken könnte. Insbesondere Länder in Afrika, die in hohem Maße von Erdöl- oder anderen Rohstoffexporten abhängig sind, werden eine einzigartige Chance haben, Terms-of-Trade-Gewinne in dauerhaft höheres Wachstum umzuwandeln.

Ausgewählte Rohstoffpreise, März 2004							
In US-Dollar gerechnet; Dezember 2001 = 100							
Insgesamt	Öl	Rohstoffe ohne Öl	Industriewerkstoffe	Nahrungsmittel	Baumwolle	Sojabohnen	Weizen
172	182	157	162	133	169	219	136
Wolle	Kohle	Eisenerz	Aluminium	Kupfer	Blei	Nickel	Zink
141	140	126	123	204	182	259	145
Quellen: IWF; Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA).						Tabelle III.6	

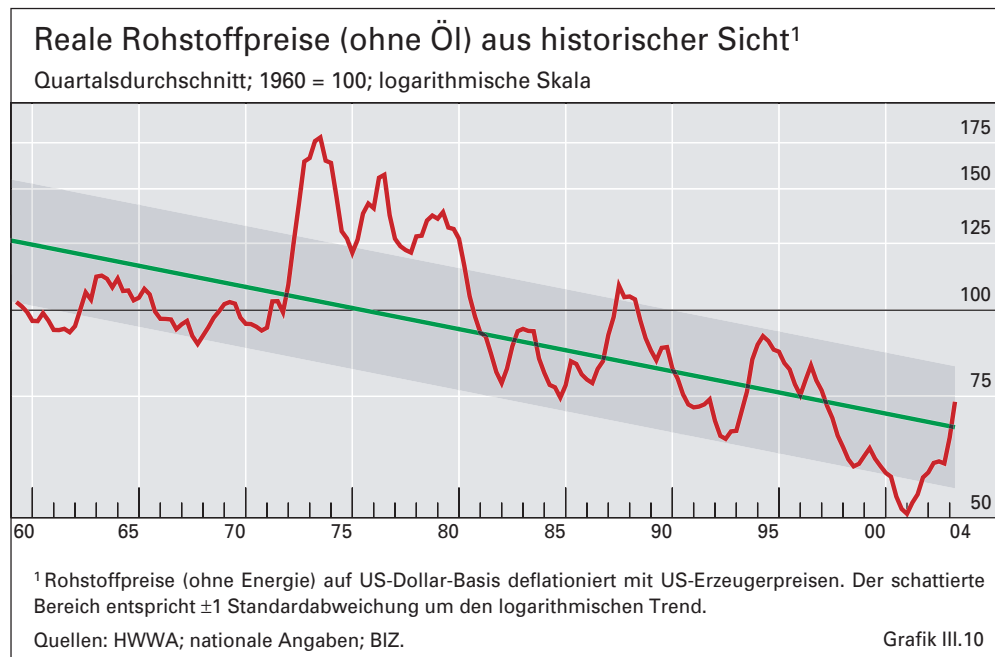


Entgegen den Erwartungen, die implizit in den Futures-Notierungen enthalten sind, ist der Rohölpreis seit Mitte 2003 sprunghaft gestiegen (Grafik III.9). Einer der Gründe war die unerwartete Ausweitung der Nachfrage (insbesondere in China, aber auch in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und in den USA). Hinzu kam, dass Verzögerungen bei der Wiederaufnahme der Ölexporte aus dem Irak und politische Unruhen in Nigeria und Venezuela das Angebot tendenziell reduzierten. Der unerwartete Nachfrageschub, verbunden mit anhaltender „Backwardation“ (der Preis am Spotmarkt liegt über dem Terminpreis), bewirkte einen historischen Tiefstand der Lagerbestände der Händler und dadurch eine erhöhte Preisvolatilität. Die Förderung im Irak läuft inzwischen zwar wieder auf Vorkriegsniveau, doch dürften die Ölpreise in US-Dollar gerechnet angesichts der prognostizierten weltweiten Konjunkturerholung und erhöhter Besorgnis wegen möglicher Terroranschläge auf Ölförderungsanlagen in diesem Jahr hoch bleiben oder sogar noch weiter ansteigen. Die Auswirkungen des OPEC-Beschlusses, ab 1. April das Ölangebot zu verknappen, sind ungewiss, da die meisten OPEC-Länder nach wie vor mehr Erdöl fördern als vereinbart und Saudi-Arabien seither dazu aufgerufen hat, das Angebot zu erhöhen.

Dabei ist jedoch zu unterstreichen, dass sich die Ölpreise kaum mit Genauigkeit vorhersagen lassen, da sowohl das Angebot als auch die Nachfrage höchst ungewiss und große Schwankungen der Nettonachfrage möglich sind. Die für die nächsten fünf Jahre prognostizierte Angebotszunahme beispielsweise setzt voraus, dass bedeutende Investitionen in die Förderkapazität und die Pipelines getätigt werden. Auf der Nachfrageseite sollten der allmählich wachsende Anteil der Dienstleistungen am BIP sowie die höhere Energieeffizienz dazu beitragen, den Erdölverbrauch zu dämpfen. Verlagert sich das globale BIP jedoch weiter zugunsten Chinas und Indiens (wo die Energieeffizienz immer noch relativ niedrig ist), könnten sowohl die Ölnachfrage als auch die Preise deutlicher steigen als derzeit erwartet. Immerhin steht China – trotz seines vergleichsweise geringen Anteils von

Höherer Ölpreis
aufgrund starker
Nachfrage ...

... doch
Ungewissheit über
mittelfristigen
Trend



nur 7% am globalen Erdölverbrauch – bei den Erdöl importierenden Ländern bereits an zweiter Stelle. Da der Anteil der OPEC an der weltweiten Fördermenge mittelfristig wahrscheinlich zunehmen wird (die Organisation kontrolliert über 60% aller Erdölreserven), kann zudem nicht ausgeschlossen werden, dass sich der seit 1980 verzeichnete Abwärtstrend des realen Erdölpreises umkehrt.

Preiserholung auch bei anderen Rohstoffen ...

Selbst nach der jüngsten Erholung ist der nominale Preis von Rohstoffen (ohne Öl) in Dollar gerechnet praktisch genauso hoch wie vor 40 Jahren. Das bedeutet, dass diese Preise in den letzten 40 Jahren real (d.h. deflationiert mit einem Index der Erzeugerpreise bzw. Ausfuhrwerte in den Industrieländern) pro Jahr um fast 1,5% zurückgegangen sind, was in etwa dem Trend der letzten 150 Jahre entspricht. Aus dieser längerfristigen Perspektive betrachtet, erreichten die realen Preise für Rohstoffe (ohne Öl) Ende 2001 einen historischen Tiefpunkt (Grafik III.10). Ein Grund für die jüngste Erholung könnte daher in der Tendenz dieser Preise liegen, allmählich – wenn auch langsam – zu ihrem langfristigen Trend zurückzukehren.

... zum Teil bedingt durch Dollarschwäche

Es spielten jedoch auch andere Faktoren eine Rolle. Seit dem Ende von Bretton Woods haben sich die realen Rohstoffpreise tendenziell entgegengesetzt zum effektiven Wert des US-Dollars entwickelt. Dies zeigte sich besonders in der ersten Hälfte der achtziger und der zweiten Hälfte der neunziger Jahre, als die Produzenten von Rohstoffen (ohne Öl) aufgrund der Dollaraufwertung und hoher Realzinsen gezwungen waren, das Angebot auszuweiten, um ihre Dollarschulden zu bedienen. Der daraus resultierende Abwärtsdruck auf die Preise wurde durch eine niedrigere Rohstoffnachfrage in Ländern, deren Währung gegenüber dem Dollar abwertete, noch verstärkt. Umgekehrt verursachte bei der jüngsten Dollarabwertung die gestiegene Nachfrage der Importeure in Verbindung mit einem niedrigeren Angebot einen Preisanstieg. Das ausgeprägte Wachstum in der – rohstoffintensiven – verarbeitenden Industrie in China und zuletzt auch in den USA spielte ebenfalls eine Rolle. Der

höhere Preis für Erdöl (in vielen Fällen ein wichtiger Produktionsfaktor) verstärkte den Aufwärtsdruck auf die Preise zusätzlich.

Wie sind die kurz- und mittelfristigen Aussichten für die Rohstoffpreise (ohne Öl)? Mit dem Übergreifen der konjunkturellen Erholung auf weitere Länder dürfte die Nachfrage zwar dieses Jahr weiter steigen, doch bestimmte angebotsseitige Faktoren könnten eine dämpfende Wirkung haben. So sanken beispielsweise 2003 die Lagerbestände bei einigen Metallen auf historische Tiefstände, und bei einigen Nahrungsmitteln trieben wetterbedingte Angebotsrückgänge die Preise ungewöhnlich stark nach oben. Verschärft wurde der plötzliche Preisanstieg offensichtlich durch spekulative Käufe von Anlegern, die sich mit Rohstoffen gegen den sinkenden Dollar absicherten. Mit zunehmender Anpassung von Angebot und Nachfrage könnten jedoch die meisten dieser Kräfte im späteren Verlauf des Jahres 2004 an Einfluss verlieren. Vor dem Hintergrund höherer Lagerbestände und von Gerüchten, dass China die Bankkreditvergabe straffen werde, gaben z.B. die Metallpreise im April nach.

Über das nächste Jahr hinaus ist die Entwicklung noch ungewisser. Einerseits lässt die Entwicklung Chinas zu einem bedeutenden Produzenten von Industriegütern und Verbraucher von Rohstoffen vermuten, dass der Preis für Rohstoffe (ohne Öl) im Verhältnis zum Preis für Industriegüter mittelfristig steigen könnte und sich dadurch der in der Vergangenheit beobachtete negative Trend möglicherweise umkehrt. Andererseits konnten in zahlreichen empirischen Analysen des Verhaltens dieser Rohstoffpreise in den letzten 150 Jahren keine Brüche in dem negativen Trend festgestellt werden. Zwar ist die kurzfristige Angebotselastizität für Rohstoffe eher niedrig, und Nachfrageschwankungen können beträchtliche kurzfristige Effekte auf die relativen Preise haben. Längerfristig jedoch reagieren sowohl Nachfrage als auch Angebot in der Regel auf solche Veränderungen, wodurch der Trend wiederhergestellt wird.

Potenzieller wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf

Aufgrund des langfristig rückläufigen Trends der Preise für Rohstoffe (ohne Öl) sind die Exporteure dieser Produkte mit einem anhaltenden Rückgang ihres verfügbaren Realeinkommens konfrontiert. Von noch größerer Bedeutung ist vielleicht, dass die kurzfristige Preisentwicklung in hohem Maße unvorhersehbar ist, weil die langfristigen Trends sowohl für Erdöl als auch für andere Rohstoffe durch Preisvolatilität gekennzeichnet sind. Tatsächlich besteht, wie in Grafik III.11 verdeutlicht, in den verschiedenen Ländern eine positive Korrelation zwischen dem Anteil der Grundstoffe an den Gesamtexporten und der Volatilität des BIP.

Lässt sich dieses Problem durch geeignete wirtschaftspolitische Maßnahmen lösen? Gelegentlich wird argumentiert, ein System flexibler Wechselkurse könne als Stoßdämpfer wirken, da eine Währungsaufwertung (bzw. -abwertung) als Reaktion auf einen Anstieg (bzw. Rückgang) der Exportpreise die binnenwirtschaftlichen Folgen der Preisentwicklung abfedern würde. Die Erfahrung der rohstoffexportierenden Länder Afrikas, deren Währung an den Euro (in der Vergangenheit an den französischen Franc) gekoppelt ist, zeigt

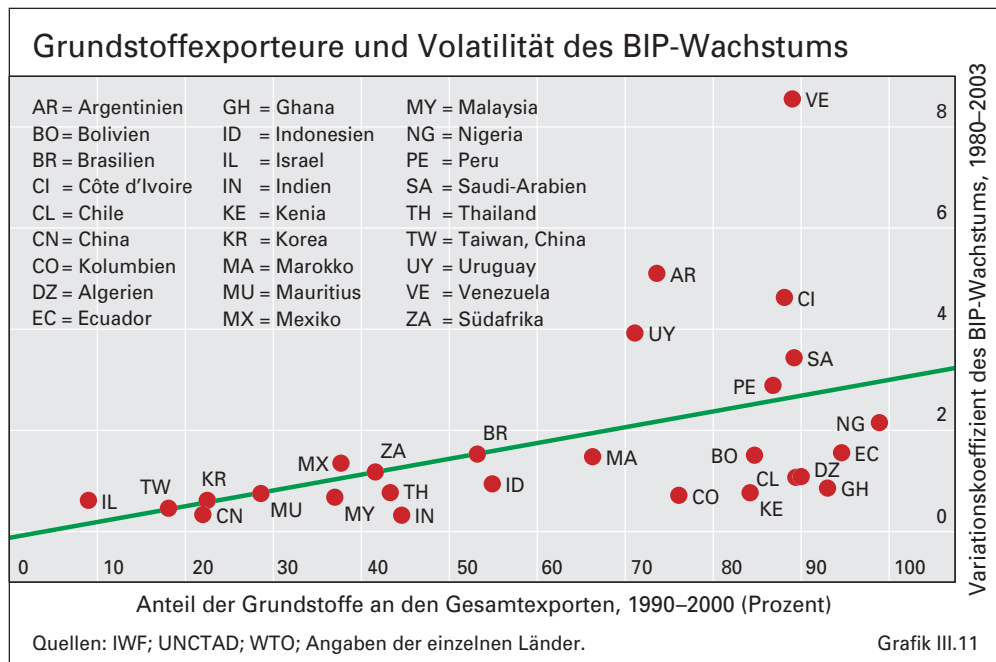
Trotz möglicher Verlangsamung des Preisanstiegs in diesem Jahr ...

... mittelfristig eventuell Abflachung des negativen Trends

Ungewisse Entwicklung der Rohstoffpreise (ohne Öl)

Preisvolatilität als Herausforderung

System flexibler Wechselkurse könnte als Stoßdämpfer wirken ...



denn auch, dass diese Länder infolge von Änderungen der Terms of Trade größeren Beeinträchtigungen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ausgesetzt waren als Länder mit flexiblen Wechselkursen.

... ist jedoch nur eine Teillösung

Dennoch sind mehrere Vorbehalte dagegen anzubringen, sich zur Abschwächung der Effekte von Rohstoffpreisentwicklungen auf einen flexiblen Wechselkurs zu verlassen. Ein flexibler Wechselkurs kann das Problem eines anhaltenden Rückgangs der realen Rohstoffpreise nicht lösen. Darüber hinaus gibt es für andere Sektoren mit Export- oder Importwettbewerb (z.B. die verarbeitende Industrie) kein „optimales“ Wechselkurssystem. Bei einem flexiblen Wechselkurs, bei dem die Währung in Reaktion auf höhere Rohstoffpreise aufwertet, werden die Gewinnspannen in der verarbeitenden Industrie durch niedrigere Preise unter Druck gesetzt. Umgekehrt haben feste Wechselkurse den Effekt, dass der Kostendruck für diese Unternehmen zunimmt, wenn die höheren Gewinne im Rohstoffsektor die Löhne hochtreiben. Schließlich, und dies hat vielleicht am meisten Gewicht, besteht ein Trade-off zwischen der Reduzierung von Schwankungen bei der Produktion einerseits und bei der Inflation andererseits. So verzeichneten die afrikanischen Rohstoffexportländer mit einem festen Wechselkurs niedrigere und stabilere Teuerungsraten als die Länder mit flexiblen Systemen.

Prozyklizität der Fiskalpolitik ...

Da die Erträge aus Rohstoffexporten häufig einen sehr hohen Anteil der öffentlichen Einnahmen ausmachen, sind gegebenenfalls fiskalpolitische Maßnahmen oder Regeln als ergänzendes Instrument zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung erforderlich. In vielen Rohstoffexportländern war nicht nur eine prozyklische Fiskalpolitik, sondern auch eine ausgeprägte Tendenz zur Defizitfinanzierung zu beobachten; auf vorübergehende Erhöhungen der Rohstoffpreise folgten häufig eine dauerhafte Erhöhung der Staatsausgaben und schließlich ein schwächerer Haushaltssaldo. In Nigeria beispielsweise kam es aufgrund der Preiserholung am Erdölmarkt in der Zeit von 1998 bis 2000 zu einem Haushaltsüberschuss von 6½% des BIP. Da jedoch die gestiegenen

Erdöleinnahmen mit einer beträchtlichen Erhöhung der Staatsausgaben einhergingen, verschlechterte sich der Haushaltssaldo gemessen am BIP in nur zwei Jahren um 12% und der Leistungsbilanzsaldo um mehr als 20%.

Unter solchen Umständen könnten die Staatsausgaben durch eine fiskalpolitische Regel von den Schwankungen der Einnahmen aus Rohstoffexporten abgekoppelt werden. Mehrere aufstrebende Volkswirtschaften sind dem Beispiel des staatlichen norwegischen Erdölfonds gefolgt, der allgemein als fortschrittlichstes und am besten durchdachtes System seiner Art gilt, und haben als ersten Schritt zur Verminderung der Prozyklizität ihrer Fiskalpolitik Ausgleichsfonds eingerichtet bzw. zu planen begonnen. So richtete Chile vor einigen Jahren einen Ausgleichsfonds für Kupfer ein, der inzwischen in die mittelfristige fiskalpolitische Strategie der Regierung integriert ist. Der algerische Ausgleichsfonds für Erdöl ist noch neueren Datums, hat jedoch bereits dazu beigetragen, den Haushaltssaldo in einer Situation schwankender Ölpreise zu stabilisieren. Da der Erdölpreis derzeit deutlich über dem in das System eingebetteten Referenzpreis liegt und starker politischer Druck ausgeübt wird, den sozialen Anforderungen entsprechend die Wohnbauinvestitionen zu erhöhen, könnte sich das Jahr 2004 allerdings als wichtiger Prüfstein für den Erfolg des Fonds bei der Stabilisierung der Fiskalpolitik erweisen.

... könnte sich durch fiskalpolitische Regel verringern