

### III. Aufstrebende Volkswirtschaften

#### Schwerpunkte

Die Unsicherheiten über die Wirtschaftsaussichten der aufstrebenden Volkswirtschaften haben im Berichtszeitraum zugenommen. Wenngleich das Wachstum in diesen Regionen im letzten Jahr wiederum deutlich über dem in der übrigen Welt lag, haben die potenziellen Folgewirkungen der Turbulenzen an den wichtigsten Finanzmärkten das Risiko einer konjunkturellen Abkühlung in den aufstrebenden Volkswirtschaften erhöht. Dementsprechend schwächten sich vielerorts die Aktienmärkte in den ersten Monaten 2008 ab, nachdem sie während fast des ganzen Jahres 2007 beträchtliche Kurszuwächse verzeichnet hatten. Dies deutet auf niedrigere Wachstumserwartungen hin. Gleichzeitig verstärkten erneute kräftige Preisschübe bei Öl und Nahrungsmitteln den Inflationsdruck. Wie in den fortgeschrittenen Industrieländern stellen diese gegenläufigen Entwicklungen die Geldpolitik auch hier vor ein erhebliches Dilemma. Erschwerend kommt hinzu, dass sich viele Länder nach wie vor gegen eine Aufwertung ihrer Währung wehren. Überdies hat sich infolge des Rückgangs der US-Zinsen das Zinsgefälle gegenüber dem Dollar ausgeweitet, was zusätzliche Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften bewirkt und somit die Straffung der Geldpolitik angesichts steigender Inflation schwieriger gestaltet hat.

Auch die Entwicklungen in den fortgeschrittenen Industrieländern könnten die aufstrebenden Volkswirtschaften vor bedeutende Herausforderungen stellen. Erstens würde ein ausgeprägter Wirtschaftsabschwung in den USA die aufstrebenden Volkswirtschaften belasten. Obwohl sich diese bisher als erstaunlich widerstandsfähig erwiesen haben, sind sie dennoch in erheblichem Maße von der Auslandsnachfrage abhängig. Zweitens könnten restriktivere Konditionen an den globalen Finanzmärkten jene Volkswirtschaften in Schwierigkeiten bringen, die ein hohes Leistungsbilanzdefizit verzeichnen bzw. ausländische Bankkredite aufnehmen müssen.

#### Makroökonomische Entwicklungen

Robustes  
Wachstum ...

2007 betrug das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt 7,7% und lag damit über der ohnehin hohen durchschnittlichen Wachstumsrate von 7% im Zeitraum 2003–06 (Tabelle III.1). Die aktuellen Projektionen verheißen ein Wachstum von rund 6,7% im Jahr 2008, ungeachtet der laut Consensus-Prognosen erwarteten deutlichen konjunkturellen Abkühlung in den Industrieländern.

... mit Abwärts-  
risiken

In Fortsetzung des Entwicklungsmusters der letzten Jahre war die Inlandsnachfrage weiterhin die Triebfeder für das Wirtschaftswachstum in allen

Wirtschaftswachstum, Inflation und Leistungsbilanzsaldo									
	Reales BIP <sup>1</sup>			Verbraucherpreise <sup>1</sup>			Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>		
	2003–06	2007	2008	2003–06	2007	2008	2003–06	2007	2008
Aufstrebende Volkswirtschaften insgesamt	7,0	7,7	6,7	5,4	5,5	7,0	439	788	803
Asien	8,4	9,2	7,9	3,3	4,2	5,8	238	522	457
China	10,5	11,9	10,0	2,1	4,8	6,3	131	372	348
Indien <sup>3</sup>	8,9	8,7	7,7	5,5	4,6	6,0	-2	-15	-23
Sonstiges Asien <sup>4</sup>	5,2	5,8	4,9	3,7	3,0	5,0	109	166	132
Lateinamerika	4,5	5,6	4,5	6,3	6,1	6,6	32	27	-10
Brasilien	3,4	5,4	4,8	6,4	4,5	5,1	11	3	-22
Mexiko	3,4	3,2	2,6	4,1	3,8	4,2	-6	-7	-11
Sonstiges Lateinamerika <sup>5</sup>	6,9	7,9	5,9	8,1	10,0	10,6	27	31	23
Europa	6,1	5,6	4,6	7,3	5,6	7,1	-64	-119	-146
Polen	4,8	6,5	5,3	1,9	2,4	4,2	-8	-16	-24
Türkei	7,5	4,5	4,0	14,0	8,8	9,7	-20	-38	-45
Sonstiges Europa <sup>6</sup>	5,7	5,9	4,8	5,0	5,0	6,7	-37	-65	-78
Russland	7,1	8,1	7,3	11,7	9,0	12,3	69	80	81
Afrika <sup>7</sup>	5,9	6,3	6,3	7,1	6,3	7,5	11	2	22
Südafrika	4,6	5,1	4,1	3,8	7,1	8,5	-9	-21	-21
Naher Osten <sup>7</sup>	6,1	5,8	6,1	6,6	10,4	11,5	151	275	398
<i>Nachrichtlich: G7</i>	2,4	2,3	1,4	2,1	2,1	3,0	-478	-457	-433

Daten für 2008 geschätzt, hauptsächlich auf Basis von im Mai veröffentlichten Consensus-Prognosen, mit Ausnahme Russlands und der aufstrebenden europäischen Länder. Prognosen für Afrika und den Nahen Osten: IWF.

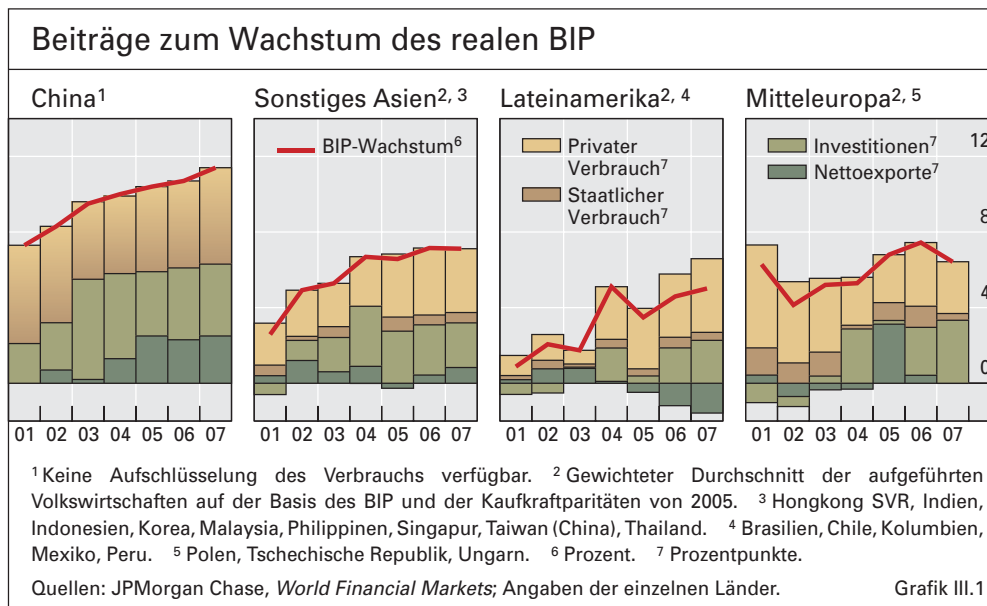
<sup>1</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. Aggregierte Daten: gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. Periodendurchschnitt; Inflation in Lateinamerika: Periodenende. <sup>2</sup> Mrd. US-Dollar. Aggregierte Daten: Summe der aufgeführten Volkswirtschaften. <sup>3</sup> Daten für das im April beginnende Haushaltsjahr; Inflationenwerte beziehen sich auf Großhandelspreise. <sup>4</sup> Hongkong SVR, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. <sup>5</sup> Argentinien, Chile, Kolumbien, Peru, Venezuela. <sup>6</sup> Albanien, Bosnien und Herzegowina, Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Mazedonien (EJR), Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. <sup>7</sup> Ländergruppen gemäß *World Economic Outlook* des IWF.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.1

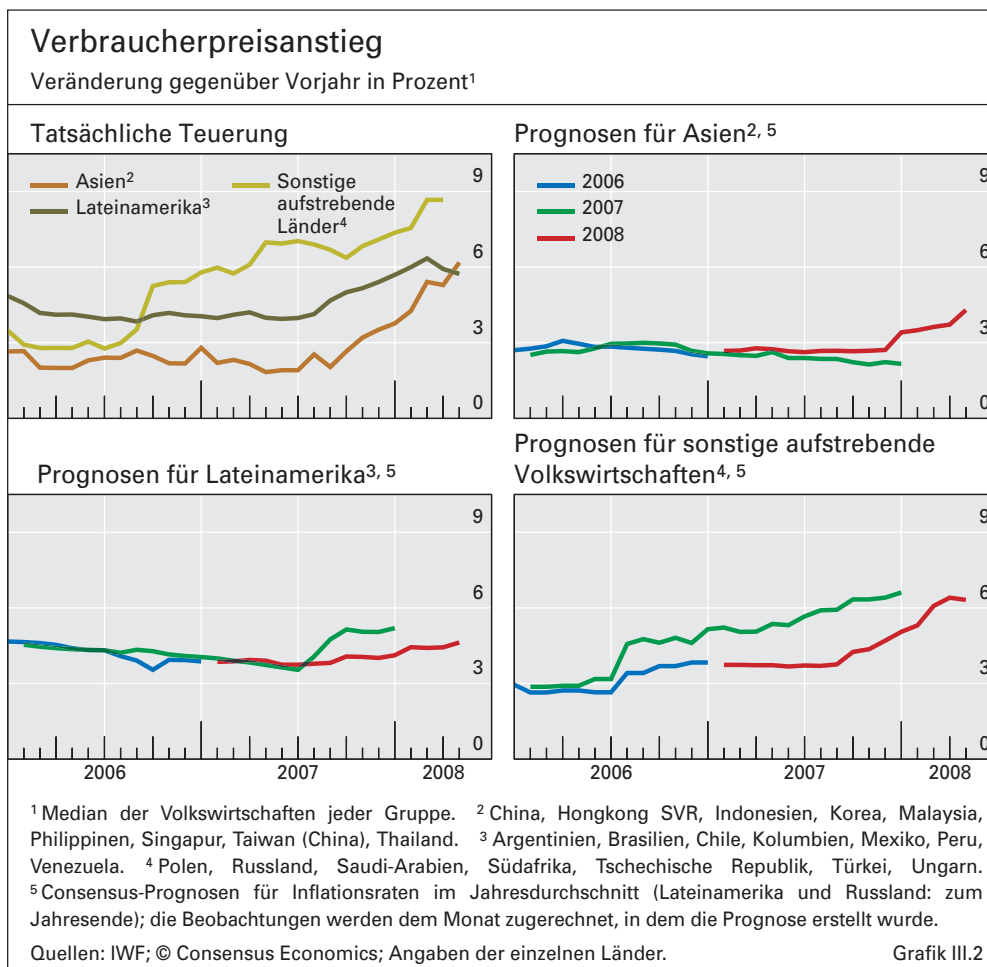
aufstrebenden Regionen, worin sich ein starker privater Verbrauch und eine rege Investitionstätigkeit widerspiegeln (Grafik III.1). Auch die Nettoexporte haben zum Wachstum in China und anderen aufstrebenden Ländern Asiens beigetragen, während sie das Wachstum in Lateinamerika dämpften. Ein entscheidender Aspekt, der im vorliegenden Kapitel ausführlicher behandelt wird, ist, inwiefern das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften auch dann noch durch eine robuste Inlandsnachfrage gestützt wird, wenn sich die US-Wirtschaft abschwächt. Kurz: Das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften ist Abwärtsrisiken ausgesetzt.

Bei kräftigem Wachstum stieg im vergangenen Jahr die Inflation gemessen an den Verbraucherpreisen in allen bedeutenden aufstrebenden Regionen drastisch an (Grafik III.2). Die Inflationszunahme, besonders augenfällig in der zweiten Jahreshälfte 2007, war in Asien am stärksten (wo sich die Jahres-teuerungsrate im Zeitraum Ende 2006 bis April 2008 von unter 3% auf über 6% erhöhte), gefolgt von Lateinamerika (mit einem Anstieg von 4,1% auf 5,7%). In 15 der 17 größten aufstrebenden Volkswirtschaften, die entsprechende Zielwerte veröffentlichen, hat die Teuerungsrate in jüngster Zeit die offiziellen

Inflation steigt über Zielvorgaben hinaus



bzw. informellen Zielvorgaben für das Jahr 2008 überschritten; in China und Indien lag der Preisanstieg sogar deutlich oberhalb des informellen Zielwerts. In Korea und Mexiko verharrte die Teuerungsrate zuletzt oberhalb bzw. in der Nähe des vorgegebenen Inflationsziels. Ein kräftiger Teuerungsanstieg wurde auch in zahlreichen anderen Ländern, u.a. in Chile, Indonesien, auf den



Philippinen, in Russland, Südafrika, Thailand und der Tschechischen Republik, verzeichnet. In Brasilien lag die Inflation zwar im Zielkorridor, doch ein starker Anstieg der (tatsächlichen und prognostizierten) Gesamtinflationsrate weckte Befürchtungen, dass der Mittelwert des Zielkorridors Ende 2008 überschritten werden könnte.

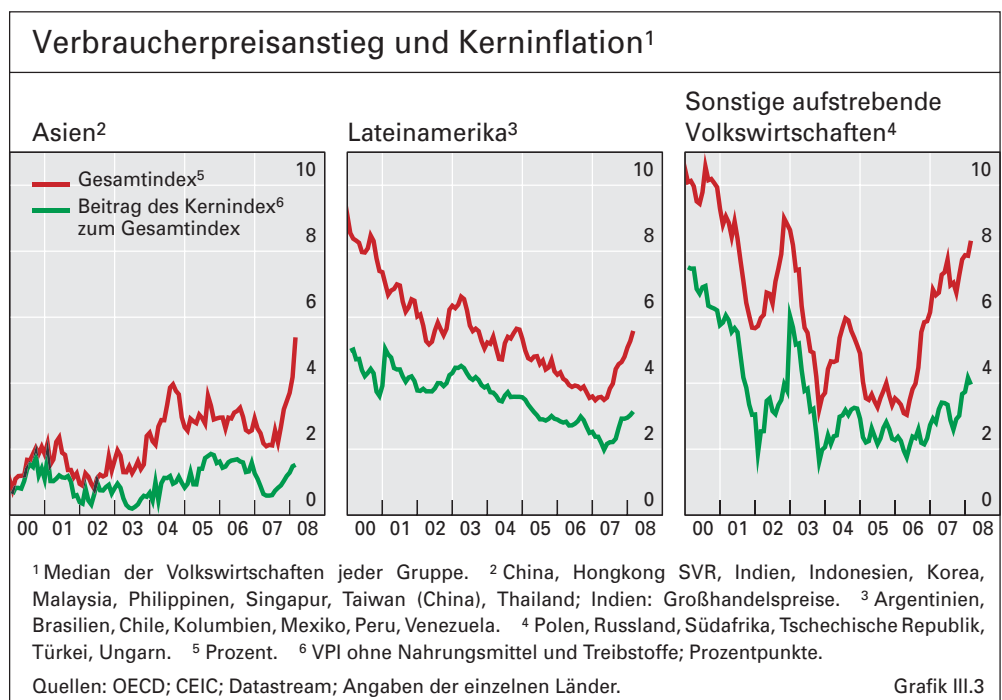
Die Inflationsprognosen für 2008 wurden im Laufe des Jahres 2007 in Asien, Lateinamerika und anderen aufstrebenden Regionen heraufgesetzt (Grafik III.2), womit eine ausgedehnte Phase allgemein stabiler Prognosen zu Ende ging. Diese nach oben revidierten Prognosen sind wahrscheinlich Ausdruck einer Wechselwirkung zwischen höheren Lohnzuwächsen, der Erwartung weiterer Preissteigerungen für Nahrungsmittel und Energie und dem Nachfragedruck.

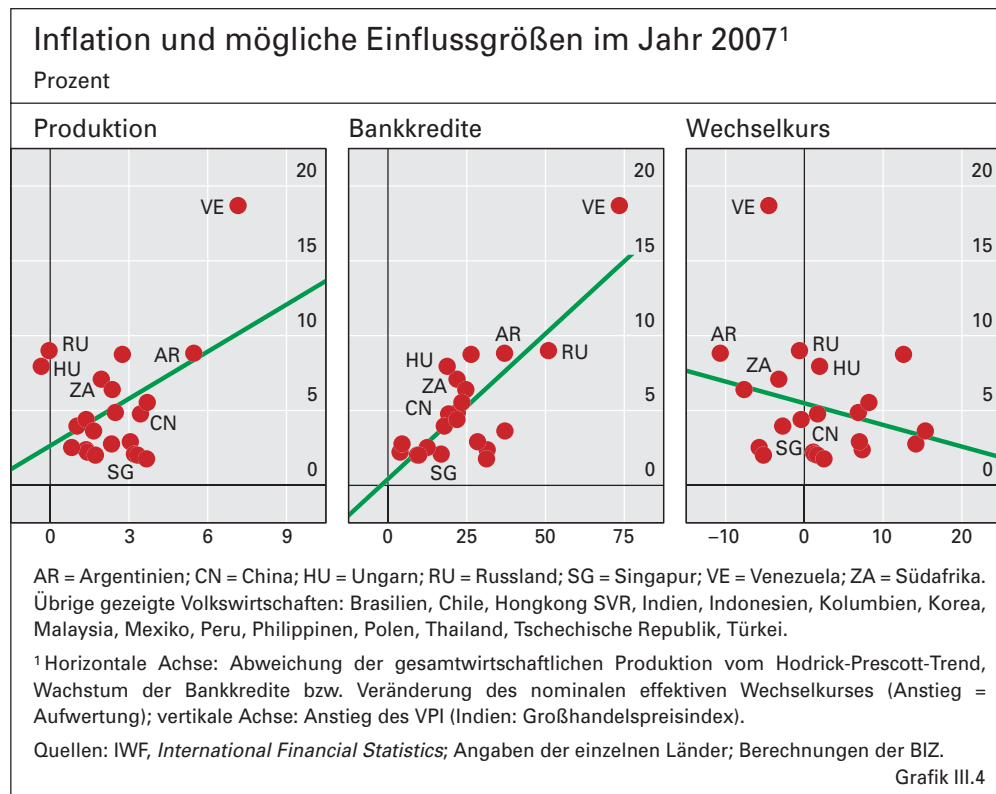
Mangels international vergleichbarer Daten sind Trends bei der Lohnentwicklung in aufstrebenden Volkswirtschaften schwer abzuschätzen. Gewisse Zeichen deuten jedoch darauf hin, dass in einigen der größten aufstrebenden Volkswirtschaften das Lohnniveau inzwischen schneller steigt. In China etwa bewegt sich die Steigerungsrate der Löhne gegenüber dem Vorjahr im zweistelligen Bereich und nahm von durchschnittlich 14,4% im Zeitraum 2001–06 auf 17,7% im dritten Quartal 2007 zu. Dies ist nicht nur darauf zurückzuführen, dass sich der Nachfragedruck in höheren Lohnforderungen äußert, sondern zeigt auch strukturelle Veränderungen wie steigende Mindestlöhne und neue arbeitsrechtliche Rahmenbedingungen, die die vertraglichen Rechte der Arbeitnehmer stärken. Eine Reihe von Erhebungen im privaten Sektor Indiens deuten auf Gehaltszuwächse in zweistelliger Höhe in den letzten Jahren hin, und beträchtliche Gehaltsanpassungen für Staatsangestellte sind ebenfalls im Gespräch.

Es könnte durchaus zu erwarten sein, dass der Aufwärtstrend der Inflation anhält. Zum einen gibt es keine eindeutigen Anzeichen für ein Abklingen der

Höhere Inflationsprognosen ...

... möglicherweise als Folge von Lohnzuwächsen ...





... der Erwartung anhaltender Inflation ...

Preisschübe bei Nahrungsmitteln und Energie (s. unten), die in zahlreichen Ländern einen Großteil des Verbraucherpreisanstiegs ausmachen. Zum anderen hat der zugrundeliegende Inflationsdruck, gemessen an der Kerninflation, ebenfalls zugenommen (Grafik III.3). Die Kerninflation, bei der Nahrungsmittel- und Energiepreise unberücksichtigt bleiben, hat sich – beginnend etwa in der zweiten Jahreshälfte 2007 – in allen aufstrebenden Regionen erhöht, wobei der Medianwert ihres Beitrags zur Gesamtinflation Anfang 2008 2,5 Prozentpunkte betrug, verglichen mit einer Gesamtinflation von 6,3%.

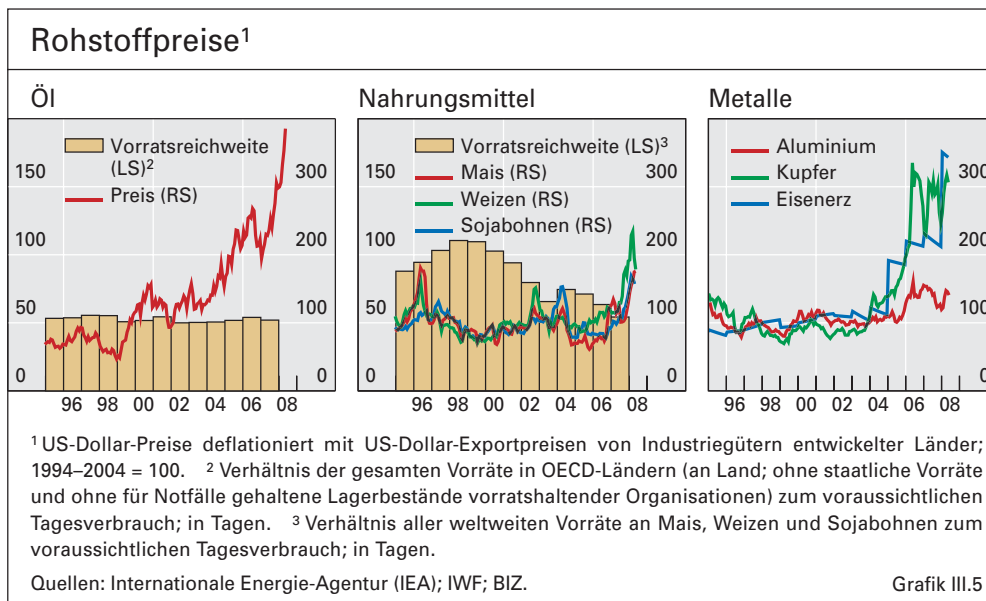
... und des Nachfragedrucks

Mehrere Indikatoren legen nahe, dass auch der Nachfragedruck eine wichtige Rolle bei der Teuerungsentwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften gespielt hat. Einfache Korrelationen sind zwar mit Vorsicht zu interpretieren, doch lässt sich die Tendenz feststellen, dass die Teuerungsrate in den Ländern höher war, in denen die reale Produktion die Trendschätzung übertraf (Grafik III.4 links) oder die ein stärkeres BIP-Wachstum aufwiesen (nicht dargestellt). Ebenso war die Inflation in Ländern mit raschem Kreditwachstum bzw. geringerer Währungsaufwertung tendenziell höher (Grafik III.4 Mitte und rechts). Wie nachstehend aufgezeigt, wurden diese Tendenzen offenbar durch eine lockere Geldpolitik und umfangreiche Interventionen an den Devisenmärkten gefördert.

### Entwicklung der Rohstoffpreise

Steigende Rohstoffpreise ...

Die Preise von Rohstoffen tendieren seit Anfang dieses Jahrzehnts nach oben, wobei in den letzten zwei Jahren ein besonders kräftiger Anstieg zu beobachten war. Der nominale Ölpreis in US-Dollar erholte sich von seinem



vorübergehenden Tiefstand im Jahr 2006 und verzeichnete 2007 eine Steigerung um 47%; bis Anfang Mai 2008 legte er weitere 29% zu. Die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe wie Getreide und Ölsaaten (sowie Reis, der allerdings nicht in großen Mengen international gehandelt wird) sind seit Mitte 2006 rasant gestiegen. Die Entwicklung der Metallpreise verlief uneinheitlicher, jedoch war eine ausgeprägte Verteuerung von Kupfer und Eisenerz zu beobachten (Grafik III.5).

Der im gegenwärtigen Jahrzehnt anhaltende Preisauftrieb bei einigen wichtigen Rohstoffen ist das Ergebnis fortwährenden Nachfragewachstums, das nicht durch entsprechende Angebotsausweitung kompensiert wurde. Auf der Nachfrageseite haben die weltweit relativ lockeren monetären Rahmenbedingungen das robuste globale Wirtschaftswachstum gefördert. Dieser Einfluss wurde durch die Abwertung des US-Dollars in den letzten Jahren noch verstärkt, indem sie zum Anstieg der in Dollar gemessenen Rohstoffpreise beitrug. Einer kürzlich vorgelegten Schätzung des IWF zufolge führt eine nominale effektive Abwertung um 1% nach einem Jahr zu einer Erhöhung des Ölpreises in US-Dollar um mehr als 1%. Eine weitere wichtige Ursache für die lebhaftere Nachfrage nach Rohstoffen ist die äußerst rasche Industrialisierung von Ländern außerhalb der OECD, insbesondere Chinas und jüngst auch Indiens. Auf der Angebotsseite spielten eine Reihe von Beschränkungen, etwa Verzögerungen bei der Ausweitung der Produktionskapazitäten und gestiegene Produktionskosten, ebenfalls eine Rolle.

Einige dieser Effekte lassen sich anhand der Entwicklungen an den Märkten für Öl und Nahrungsmittelrohstoffe verdeutlichen. Die weltweite Ölnachfrage verzeichnet in diesem Jahrzehnt ein durchschnittliches Jahreswachstum von rund 1,6%; die Nachfrage Chinas jedoch ist jährlich im Durchschnitt um 6,7% gewachsen. Damit übertrifft der Anteil Chinas an der weltweiten Ölnachfrage inzwischen das Nachfragevolumen Japans und Koreas zusammengenommen und nähert sich dem Anteil sämtlicher OECD-Länder des Pazifikraums an (Tabelle III.2). Die Ölnachfrage in aufstrebenden Volkswirtschaften wird

... infolge  
starker weltweiter  
Nachfrage

Ölnachfrage  
gestützt durch  
Subventionen ...

Weltweite Ölnachfrage <sup>1</sup>						
	Welt	Nordamerika <sup>2</sup>	OECD Europa <sup>3</sup>	OECD Pazifik <sup>4</sup>	China	Übrige Welt
1991–2000	1,4	1,4 (30,5)	0,9 (20,2)	1,8 (11,6)	7,6 (6,3)	0,5 (31,3)
2001–07	1,6	1,3 (29,8)	-0,2 (17,8)	-1,1 (9,6)	6,7 (8,8)	2,8 (34,0)

<sup>1</sup> Durchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent; Zahlen in Klammern: Anteil an der weltweiten Ölnachfrage am Periodenende. <sup>2</sup> Kanada, Mexiko, USA. <sup>3</sup> Belgien, Dänemark, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Island, Italien, Luxemburg, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Schweden, Schweiz, Slowakei, Spanien, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn, Vereinigtes Königreich. <sup>4</sup> Australien, Japan, Korea, Neuseeland.

Quellen: Internationale Energie-Agentur (IEA); OECD. Tabelle III.2

gestützt durch staatliche Subventionen, die die Bevölkerung gegen höhere Preise abschirmen und die Entwicklung bestimmter Zweige der verarbeitenden Industrie (wie z.B. des Automobilsektors) fördern. In einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften, darunter China, Indien, Indonesien und Malaysia, sowie in Lateinamerika und im Nahen Osten wird der Energieverbrauch nach wie vor auf Verbraucherebene subventioniert.

... doch Angebotsengpässe

Und während die Nachfrage steigt, treiben Angebotsengpässe in einigen Ländern – trotz einer Angebotsausweitung seitens der OPEC – die Ölpreise noch weiter in die Höhe. Gemäß aktuellen Investitionsplänen beabsichtigt Saudi-Arabien, seine Förderkapazität von 10,5 Mio. Barrel/Tag im Jahr 2005 auf 12,5 Mio. Barrel/Tag im Jahr 2009 auszudehnen. Demgegenüber wird das Ölangebot von Ländern, die nicht der OPEC angehören, durch die hohen Kosten der Kapazitätserweiterung beschränkt. Für die vier größten privaten Ölgesellschaften außerhalb der OPEC sind die Kosten der Erschließung neuer Ölquellen im Zeitraum 2003–06 um 45% bis 70% gestiegen. Damit liegen die Kosten einer Erhöhung der Förderkapazität für diese Gesellschaften weit über denen in Saudi-Arabien und den USA. Insgesamt sind die Kapazitätsreserven der Ölindustrie von etwa 5 Mio. Barrel/Tag im Jahr 2000 auf einen Tiefstand von 1 Mio. Barrel/Tag im Jahr 2005 gefallen, bevor sie sich 2007 auf 2,2 Mio. Barrel/Tag verbesserten. Studien deuten darauf hin, dass geringe Kapazitätsreserven zu höheren Ölpreisen beitragen, da sie den Spielraum für eine Förderungsausweitung einschränken, mit der steigendem Nachfrage- oder Lieferausfällen begegnet werden kann. Bei geringen Kapazitätsreserven sind auch höhere Lagerbestände erforderlich, um Preisschwankungen zu glätten – die weltweiten Lagerbestände an Öl sind jedoch seit den frühen 1990er Jahren weitgehend unverändert geblieben (Grafik III.5 links). Alle diese angebotsseitigen Auswirkungen auf die Preisentwicklung sind durch geopolitische Spannungen und niedrigere durchschnittliche Lagerbestände in einigen großen ölverbrauchenden Ländern noch verschärft worden.

Nahrungsmittel-nachfrage durch dynamisches Wachstum gefördert

Im Falle der Nahrungsmittelrohstoffe spielte das kräftige BIP-Wachstum aufstrebender Volkswirtschaften in den letzten Jahren eine bedeutende Rolle bei der Ausweitung der Nachfrage. Verstärkt wurde dies durch den strukturellen Wandel, indem das steigende Pro-Kopf-Einkommen (insbesondere in China)

die Nachfrage nach Getreide, vornehmlich zur Verfütterung in der Viehzucht, erhöht hat. Laut Schätzungen der Welternährungsorganisation (Food and Agriculture Organization, FAO) ist der Getreideverbrauch in den Entwicklungsländern im Zeitraum 1962–2003 pro Kopf um 20% gestiegen, während sich der Fleischkonsum verdreifacht hat. Der Nachfrageeffekt, der sich bei den Getreidepreisen bemerkbar macht, wird noch dadurch vergrößert, dass die Viehwirtschaft einigen Schätzungen zufolge die zwei- bis fünffache Menge an Getreide benötigt, um ebenso viele Kalorien zu erzeugen, wie sie der unmittelbare Getreideverzehr abdeckt. Im Jahr 2002 wurde etwa ein Drittel der weltweiten Getreideproduktion als Viehfutter verwendet. Staatliche Maßnahmen haben die Nachfrage nach landwirtschaftlichen Erzeugnissen zusätzlich angekurbelt. Besonders Subventionen zugunsten der Produktion von Biotreibstoffen haben die Nachfrage nach Mais und Sojabohnen erhöht, was wiederum die Preise anderer pflanzlicher Erzeugnisse steigen ließ, weil deren Produktion zurückgefahren wurde.

Auf der Angebotsseite hat die Urbanisierung die landwirtschaftlichen Anbauflächen in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften reduziert. Auch haben höhere Preise für Erdöl und Erdgas die Düngemittelpreise und Transportkosten gesteigert. In den fortgeschrittenen Industrieländern begrenzen staatliche Maßnahmen, einschließlich preispolitisch motivierter Beschränkungen für landwirtschaftliche Nutzflächen, weiterhin die Anpassung der Produktion an die größere Nachfrage. Schließlich haben auch geringere Vorratsbestände zum Preisdruck beigetragen (Grafik III.5 Mitte). Besonders deutlich sind die Angebotsengpässe im Fall von Weizen, für dessen Wachstum im Zeitraum 2006/07 ungünstige Bedingungen herrschten. Inzwischen hat sich die Lage jedoch wieder verbessert.

Nahrungsmittelangebot durch staatliche Maßnahmen eingeschränkt

Werden die Rohstoffpreise wohl hoch bleiben? Kurzfristig dürfte das schwächere Wachstum in den USA tendenziell für eine Korrektur einiger der jüngsten Preisspitzen bei Rohstoffen sorgen oder zumindest weitere Preiserhöhungen dämpfen. Die Rohstoffpreise werden jedoch in dem Maße gestützt, wie sich das kräftige Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften – insbesondere in China – behaupten kann. Die jüngsten Zinssenkungen in den USA begünstigten ebenfalls hohe Rohstoffpreise, und dieser Effekt wird sich noch verstärken, wenn die weltweit straffen Kreditbedingungen früher oder später erwartungsgemäß wieder lockerer werden. Es ist davon auszugehen, dass sich einige der bereits angeführten strukturellen Nachfragefaktoren – etwa der fortgesetzte wirtschaftliche Wandlungsprozess in China und Indien – mittelfristig als dauerhaft erweisen. Auch die oben angeführten Angebotsfaktoren und -beschränkungen (z.B. höhere Kosten in der landwirtschaftlichen Produktion und der Ölförderung) dürften noch einige Zeit die Preisbildung bei Rohstoffen beeinflussen.

Strukturelle Faktoren stützen Rohstoffpreise

## Leistungsbilanzen und Kapitalströme

2007 konnten die aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt erneut einen Leistungsbilanzüberschuss sowie private Nettokapitalzuflüsse verzeichnen. So erhöhte sich der Leistungsbilanzüberschuss der aufstrebenden Volkswirt-



Leistungsbilanz-  
überschüsse, außer  
in Mittel- und  
Osteuropa sowie  
Südafrika

schaften Asiens auf etwa 6½% des regionalen BIP, wohingegen sich der Überschuss in Lateinamerika geringfügig auf rund ¾% des BIP verringerte. Der Überschuss der ölexportierenden Länder des Nahen Ostens verharrte bei etwa 20% des BIP, während der Überschuss Russlands auf unter 6% des BIP zurückging. Im Gegensatz hierzu weiteten sich die Defizite in Mittel- und Osteuropa sowie in Südafrika auf 6½% bzw. 7¼% des BIP aus. Die wichtigsten aufstrebenden Regionen mit Leistungsbilanzüberschüssen waren somit auch 2007 Asien (mit einem Überschuss von \$ 520 Mrd.), der Nahe Osten (\$ 275 Mrd.) und Russland (\$ 80 Mrd.). Die Hauptregionen mit einem Defizit waren Mittel- und Osteuropa sowie Südafrika, deren Defizite zusammengekommen \$ 140 Mrd. betragen (Tabelle III.1).

Gedämpfte  
Auswirkungen der  
Turbulenzen

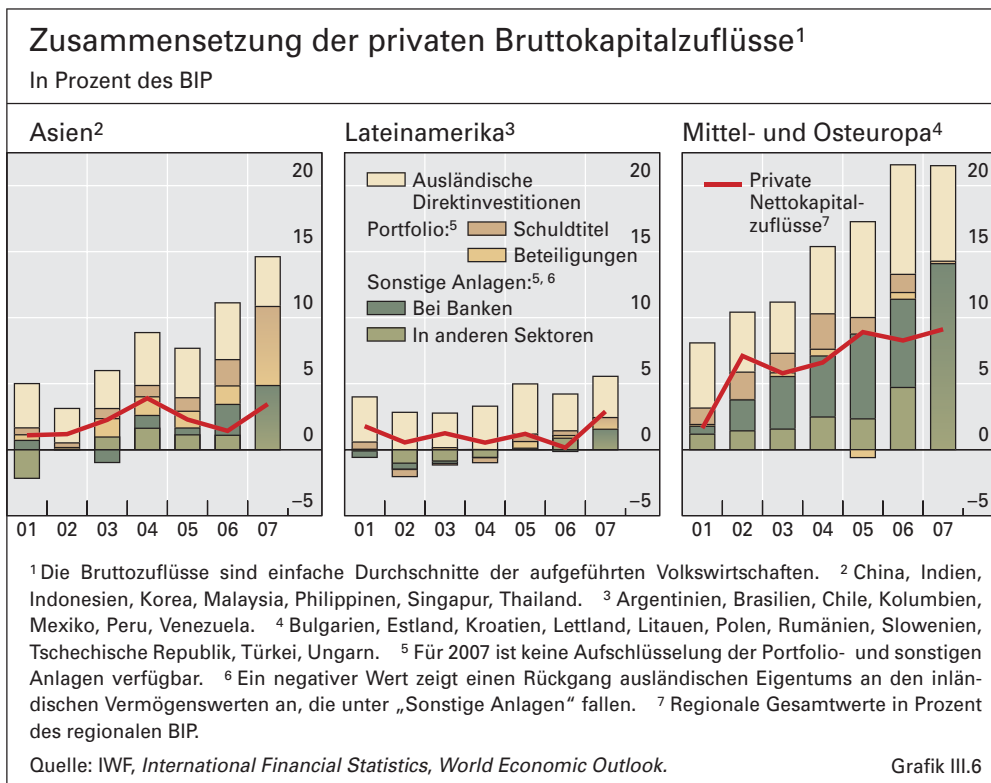
Die Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen in den fortgeschrittenen Industrieländern und der sich abschwächenden US-Konjunktur auf die Leistungsbilanzen der aufstrebenden Volkswirtschaften wurden bisher durch die starke Nachfrage aus anderen Regionen gedämpft. Die lebhaftere Importnachfrage aus Europa und dem Nahen Osten begünstigte wachsende Überschüsse in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens. Die Exporte Lateinamerikas, Russlands und des Nahen Ostens profitierten von den anhaltend hohen Rohstoffpreisen. In Mittel- und Osteuropa kurbelte die robuste Expansion des Konsums und der Investitionen – teilweise im Zusammenhang mit dem soliden Wachstum im Euro-Raum – die Importe und den Aufbau von Kapazitäten zur künftigen Ausweitung der Exporte an.

Höhere  
private Netto-  
kapitalzuflüsse ...

Auch auf die Zuflüsse privaten Kapitals in den aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich die weltweiten Finanzmarkturbulenzen bisher nicht nennenswert ausgewirkt. Für das ganze Jahr 2007 stiegen die privaten *Nettokapitalzuflüsse* (d.h. Bruttozuflüsse abzüglich Bruttoabflüssen von privaten ausländischen Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen und sonstigen Anlagen) in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens um über 2 Prozentpunkte (auf 3½% des regionalen BIP), in Lateinamerika um knapp 2¾ Prozentpunkte (auf 2,9%) und in Mittel- und Osteuropa um ¾ Prozentpunkte (auf 9%) (Grafik III.6). Damit blieben die potenziellen makroökonomischen Spannungen durch Kapitalzuflüsse in Mittel- und Osteuropa hoch, in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und in Lateinamerika hingegen verhaltener.

... und weiterhin  
lebhaftere  
private Brutto-  
kapitalzuflüsse

Die Trends bei den privaten Nettokapitalströmen erfassen jedoch nicht alle Informationen, die für die Analyse der Wirtschafts- und Finanzstabilität relevant sind. Daher sind auch Umfang und Zusammensetzung der privaten *Bruttokapitalzuflüsse* zu betrachten. Diese Zuflüsse sind 2007 erneut gestiegen, wenngleich der Zuwachs moderater war als in den Jahren zuvor. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens lagen die privaten Bruttokapitalzuflüsse 2007 durchschnittlich bei fast 15% des BIP (Grafik III.6 links). Damit wurde in etwa das Niveau erreicht, das vor der Krise von 1997/98 verzeichnet worden war, obwohl die Region inzwischen einen hohen Leistungsbilanzüberschuss aufweist. In Lateinamerika erhöhten sich die privaten Bruttokapitalzuflüsse von rund 1% des BIP im Jahr 2002 auf durchschnittlich knapp 6% im Jahr 2007 (Grafik III.6 Mitte), womit sie sich den historischen Spitzenwerten der frühen 1990er Jahre näherten. In Mittel- und Osteuropa haben die durch den Beitritt zur Europäischen Union eröffneten Möglichkeiten den privaten



Bruttokapitalzuflüssen kräftigen Schub verliehen; sie erreichen im Durchschnitt fast 20% des BIP (Grafik III.6 rechts), ein Rekordniveau für aufstrebende Volkswirtschaften in der jüngeren Vergangenheit. Infolgedessen erhält diese Region nunmehr rund 28% der privaten Bruttokapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften (Mitte der 1990er Jahre: etwa 10%), auf Lateinamerika entfallen ungefähr 11% (25%), auf Asien knapp 50% (63%), auf andere aufstrebende Volkswirtschaften rund 11% (2%).

Die Zusammensetzung der privaten Bruttokapitalzuflüsse in den aufstrebenden Volkswirtschaften unterlag in den vergangenen fünf Jahren einem Wandel und ähnelt nun eher der Zusammensetzung Mitte der 1990er Jahre. Der Anteil der ausländischen Direktinvestitionen an den Bruttozuflüssen ist im Durchschnitt aller aufstrebenden Volkswirtschaften von 90% 2002 auf rund 40% 2007 gefallen, während sich der Anteil der Portfolioinvestitionen auf etwa 20% verdoppelte. Die wachstumsstärkste Kategorie waren jedoch die sonstigen Anlagen bei Banken und im privaten Nichtbankensektor. Hier ist der Anteil an den privaten Bruttokapitalzuflüssen von nahezu null im Jahr 2002 auf über 40% im Jahr 2007 gestiegen.

Für ein besseres Verständnis dieser sonstigen Anlagen empfiehlt sich ein Blick auf die standortbezogene BIZ-Bankenstatistik. Die grenzüberschreitenden Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften werden für das Jahr 2007 auf \$ 2,6 Bio. geschätzt (Tabelle III.3), was einem Anstieg von \$ 1,6 Bio. im Verlauf der letzten fünf Jahre entspricht. Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens sowie Mittel- und Osteuropas vereinten zwar den Großteil dieser Zuflüsse auf sich, doch deren Bedeutung im Verhältnis zum BIP war in Mittel- und Osteuropa viel größer: Das Verhältnis der grenzüberschreitenden Forderungen zum BIP stieg

Rückläufige ausländische Direktinvestitionen und boomende Bankmittelzuflüsse

Zunahme der grenzüberschreitenden Forderungen von Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften

Grenzüberschreitende und inländische Kreditvergabe in aufstrebenden Volkswirtschaften						
	Grenzüberschreitende Forderungen der BIZ-Berichtsbanken an aufstrebende Volkswirtschaften <sup>1</sup>				Inländische Kreditvergabe an den privaten Sektor <sup>2</sup>	
	Mrd. US-Dollar		In Prozent des BIP			
	2002	2007	2002	2007	2002	2007
Aufstrebende Volkswirtschaften <sup>3</sup>	1 043	2 631	16,6	19,1	50,9	66,4
Forderungen an Banken	647	1 604	10,3	11,6	.	.
Asien <sup>4</sup>	604	1 374	18,6	20,6	97,9	95,2
Forderungen an Banken	486	1 010	14,9	15,1	.	.
Lateinamerika <sup>5</sup>	233	350	15,1	11,1	32,2	39,5
Forderungen an Banken	77	137	5,0	4,3	.	.
Mittel- und Osteuropa <sup>6</sup>	121	599	16,5	32,2	25,7	54,7
Forderungen an Banken	49	299	6,7	16,1	.	.

<sup>1</sup> Auslandspositionen der berichtenden Banken gegenüber den einzelnen Ländern auf Basis des Sitzlandes; ausstehende Beträge. BIP-Daten: WEO-Schätzungen des IWF. <sup>2</sup> Nachstehend aufgeführte Volkswirtschaften ohne Israel, Kolumbien, Peru und Venezuela. <sup>3</sup> Nachstehend aufgeführte Volkswirtschaften sowie Israel, Russland, Saudi-Arabien und Südafrika. <sup>4</sup> China, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. <sup>5</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. <sup>6</sup> Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder; standortbezogene Bankgeschäftsstatistik der BIZ. Tabelle III.3

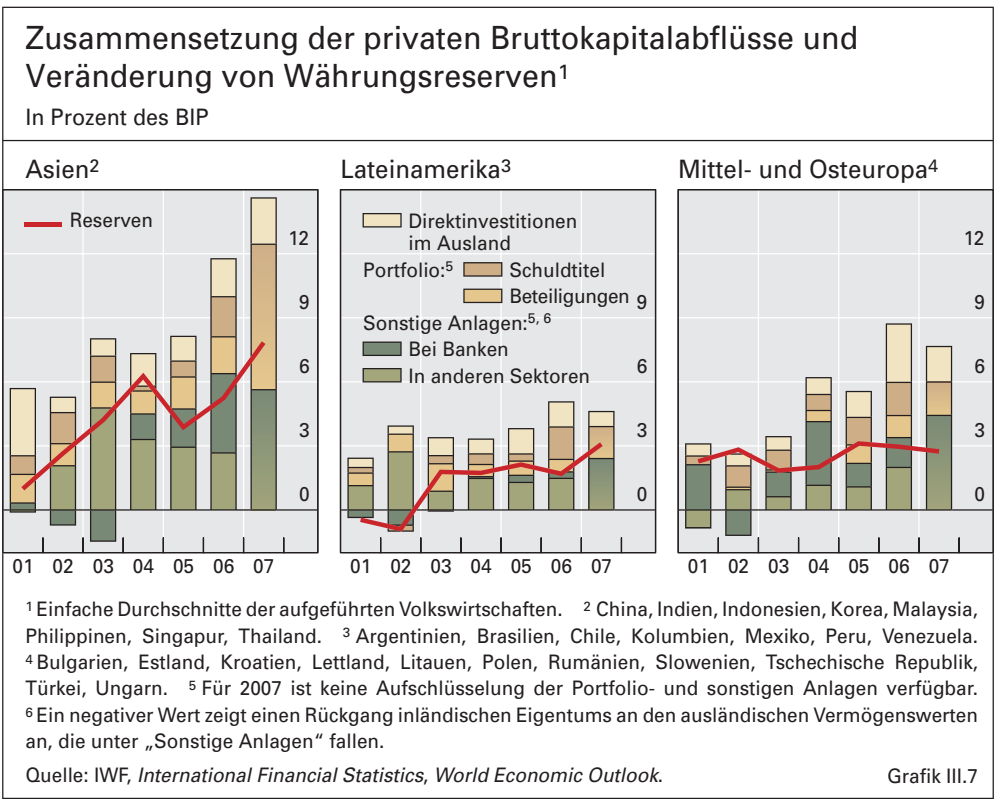
dort auf 32%. Damit sind diese Länder erheblichen Risiken aus einer möglichen Umkehr der über Banken fließenden Kapitalströme ausgesetzt.

Sprunghafter Anstieg privater Bruttokapitalabflüsse ...

Gleichzeitig mit dem Anstieg der privaten Bruttokapitalzuflüsse übertrafen die *Bruttoabflüsse* 2007 frühere Rekordwerte, wobei sie sich im Durchschnitt zwischen etwa 4½% des BIP in Lateinamerika und über 14% des BIP in Asien bewegten (Grafik III.7). Diese sprunghafte Ausweitung der privaten Bruttokapitalabflüsse ist hauptsächlich auf den Erwerb ausländischer Schuldtitel zurückzuführen, besonders durch Käufer aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, aber auch auf Direktinvestitionen im Ausland, bei denen 2007 in allen drei Regionen ein deutlicher Anstieg zu beobachten war. Zudem verteilen sich die privaten Kapitalabflüsse nunmehr gleichmäßiger auf die verschiedenen Anlagekategorien. Der Anteil der Direktinvestitionen im Ausland an den Bruttokapitalabflüssen erhöhte sich 2007 auf 25% im Durchschnitt aller aufstrebenden Volkswirtschaften, verglichen mit weniger als 20% im Jahr 2002. Der Anteil der Portfolioinvestitionen stieg auf über 40% (2002: 30%), und der Anteil sonstiger Anlagen sank auf 35% (mehr als 50%).

... besonders in Asien

Die auf den Erwerb von Schuldtiteln zurückzuführenden privaten Bruttokapitalabflüsse der aufstrebenden Volkswirtschaften sind seit 2002 im Durchschnitt um fast 1% des BIP pro Jahr gewachsen. Private Anleger aus Asien, insbesondere aus China, waren für rund drei Viertel dieser Abflüsse verantwortlich. Dabei fällt auf, dass ein großer Teil dieser „privaten“ Anleger eigentlich als staatlich kontrolliert einzustufen sind. Zu dieser Investorengruppe zählen beispielsweise in China große Geschäftsbanken, die in den offiziellen Statistiken als Anleger aus dem Privatsektor ausgewiesen werden, auch wenn der Staat Mehrheitseigentümer ist.



Für eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften sind auch staatliche Vermögensfonds als große institutionelle Anleger im Ausland tätig, und ihre Bedeutung hat in letzter Zeit zugenommen. Allerdings ist über einige dieser Vermögensfonds (besonders die größten) recht wenig bekannt; Schätzungen hinsichtlich ihres Wachstums und Gesamtumfangs differieren stark. Darüber hinaus ist nicht klar, ob diese Fonds in offiziellen Statistiken als staatliche oder private Anleger klassifiziert werden. Im Jahr 2007 und Anfang 2008 machten staatliche Vermögensfonds aus China, Singapur und verschiedenen Ländern des Nahen Ostens Investitionszusagen von insgesamt rund \$ 80 Mrd., um in Bedrängnis geratenen Finanzinstituten in Europa und den USA neues Eigenkapital zuzuführen. Wären sämtliche Aktiva der staatlichen Vermögensfonds aufstrebender Volkswirtschaften – geschätzt auf fast \$ 2 Bio. im Jahr 2007 – im Ausland angelegt, würden sie nahezu 25% der gesamten Auslandsanlagen des öffentlichen und des privaten Sektors (bzw. 40% der Auslandsanlagen des privaten Sektors allein) aller aufstrebenden Volkswirtschaften ausmachen.

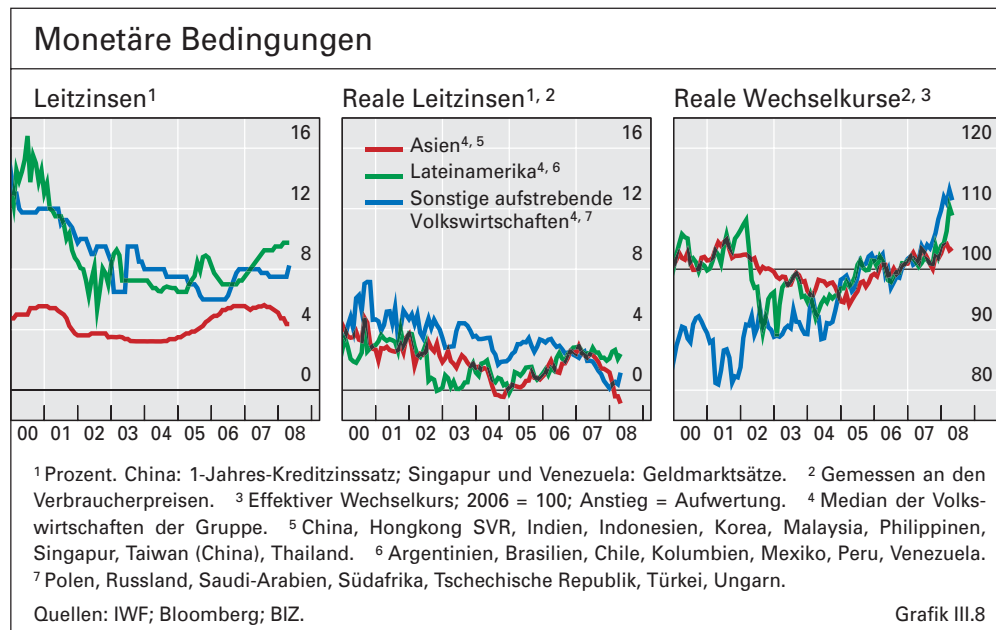
Große Bedeutung staatlicher Vermögensfonds

Zum Anstieg der (theoretisch) *privaten* Kapitalabflüsse für den Erwerb von Schuldtiteln kommen zusätzlich noch beträchtliche Abflüsse *öffentlicher* Kapitals in Form von wachsenden Währungsreserven. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens sind die Währungsreserven in den letzten Jahren um durchschnittlich 4–6% des BIP jährlich gewachsen (Grafik III.7 links), in Lateinamerika sowie Mittel- und Osteuropa um 2–3% des BIP (Mitte und rechts).

Anstieg der Währungsreserven

### Reaktionen der öffentlichen Entscheidungsträger

Angesichts der gegensätzlichen Risiken eines weltweiten Abschwungs und steigender Inflation sowie des unwillkommenen Drucks, den umfangreiche



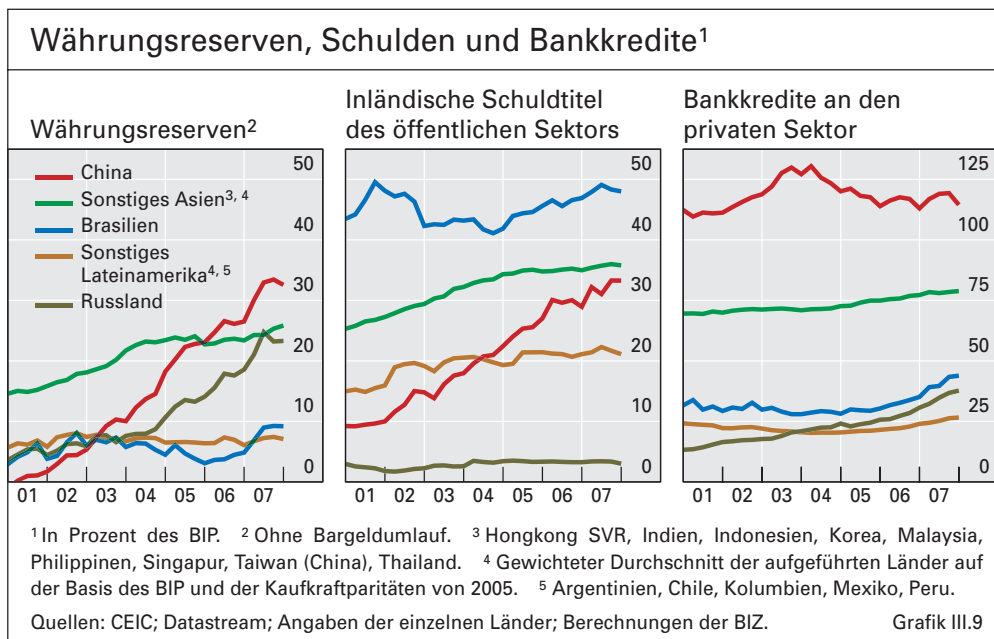
Fremdwährungszuflüsse auf den Wechselkurs ausüben, haben sich die öffentlichen Entscheidungsträger in den aufstrebenden Volkswirtschaften verschiedener Steuerungsinstrumente bedient: Zinsanpassungen, Interventionen an den Devisenmärkten, Steuerung des Kapitalverkehrs, fiskalpolitischer Anpassungen und Verschärfung der Aufsicht. Diese Maßnahmen sind jedoch häufig mit schwierigen Trade-offs behaftet.

Moderater Anstieg  
der Leitzinssätze ...

Entsprechend diesen gegensätzlichen Risiken begegneten die Währungsbehörden der aufstrebenden Volkswirtschaften dem wachsenden Inflationsdruck mit recht unterschiedlichen Maßnahmen. Von Mitte 2007 bis Anfang 2008 stieg der Median der Leitzinssätze bzw. der kurzfristigen Interbanksätze in Lateinamerika um 50 Basispunkte. Die Zinsen erhöhten sich auch in Mitteleuropa, Südafrika und Russland, während sie in der Türkei zurückgingen. In Asien sanken die Zinsen insgesamt (Grafik III.8 links) infolge niedrigerer Leitzins- oder Kurzfristsätze in Hongkong SVR, Indonesien und auf den Philippinen. Obwohl die People's Bank of China 2007 die Zinssätze für Kredite und Bankeinlagen mit einer Laufzeit von einem Jahr anhub, blieben die kurzfristigen Interbanksätze auf relativ niedrigem Niveau. Der erhöhte Inflationsdruck hat jedoch kürzlich zu einem Zinsanstieg in einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften geführt.

... und damit  
Rückgang der  
realen Zinsen

Da die nominalen Leitzinssätze nur begrenzt anziehen, sanken die realen Leitzins- oder Kurzfristsätze in Asien in den Bereich um null; auch in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften gingen sie zurück (Grafik III.8 Mitte). Die in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften geübte Zurückhaltung bei der Leitzinsanhebung war zum Teil auf die Sorge zurückzuführen, dass eine energischere Zinspolitik die Kapitalzuflüsse und somit auch den Aufwertungsdruck auf die Währung verstärken könnte. Dennoch kam es in zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften zu einer realen Währungsaufwertung, die der Lockerung der monetären Rahmenbedingungen durch niedrige reale Zinssätze entgegenwirkte (Grafik III.8 rechts).



Bedenken bezüglich des Aufwertungsdrucks führten auch zu umfangreichen und länger anhaltenden Interventionen an den Devisenmärkten, was sich in wachsenden Währungsreserven widerspiegelte. Die Währungsreserven der aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen 2007 um über \$ 1 Bio. zu (verglichen mit \$ 620 Mrd. im Jahr 2006) und betrug am Jahresende mehr als \$ 4 Bio. Auch in den ersten Monaten von 2008 setzte sich ihr starkes Wachstum fort. Viele aufstrebende Volkswirtschaften, darunter Brasilien, China, Indien und Russland, verzeichneten einen beträchtlichen Anstieg ihrer Währungsreserven (Grafik III.9 links und Kapitel V).

Umfangreiche Interventionen am Devisenmarkt ...

Die Anhäufung von Währungsreserven bedeutet ceteris paribus tendenziell eine Ausweitung der Geldbasis und eine Lockerung der monetären Rahmenbedingungen. Um eine derartige Lockerung zu verhindern, ergreifen die Zentralbanken Maßnahmen, die die monetären Auswirkungen von Devisenmarktinterventionen begrenzen oder „sterilisieren“ sollen. Zu diesem Zweck begeben viele aufstrebende Volkswirtschaften Schuldtitel unterschiedlicher Laufzeiten (zum Teil, insbesondere in China und Indien, werden auch die Mindestreserveanforderungen für Banken angehoben). Nur selten jedoch erfolgt eine vollständige Sterilisierung, und so tritt in der Regel dennoch eine gewisse Lockerung der monetären Bedingungen und der Kreditkonditionen ein. In einigen aufstrebenden Volkswirtschaften haben sich die Bilanzen inländischer Geschäftsbanken sogar drastisch ausgeweitet, teilweise aufgrund höherer Reserveguthaben, die im Zusammenhang mit den bereits angesprochenen niedrigen Zinsen zu sehen sein dürften. Außerdem hat der Liquiditätsgrad der Bankbilanzen zugenommen, da die Banken größere Bestände an Staatspapieren halten. Diese Entwicklungen haben zu dem erheblichen Wachstum der Kreditvergabe der Banken an den privaten Sektor beigetragen, das mit der raschen Expansion des nominalen BIP Schritt hielt oder darüber hinausging (Grafik III.9 rechts). Beispielsweise ist die Kreditvergabe an den privaten Sektor im Zeitraum 2005–07 in

... mit Auswirkungen auf Bankbilanzen ...

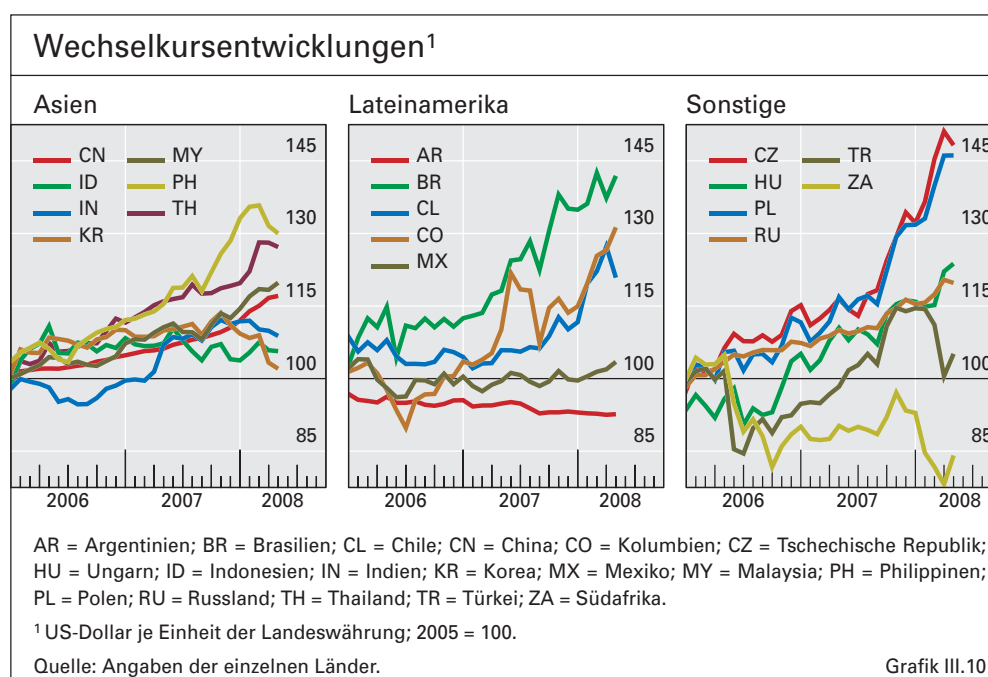
Lateinamerika jährlich um 29% gestiegen, in Indien um 25% und in China um 17%.

... und Quelle von Zinsänderungs- und Fremdwährungsrisiken für Zentralbanken

Diese massive Ausweitung der Währungsreserven hat aber nicht nur in den Portfolios von Geschäftsbanken Spuren hinterlassen. Sie hat auch die Anfälligkeit der Zentralbanken (oder Staaten) für Verluste infolge von Veränderungen der Zinsdifferenzen gegenüber dem Ausland einerseits und Wechselkursschwankungen andererseits erhöht. Der starke Rückgang der US-Tagesgeldsätze seit der zweiten Jahreshälfte 2007 hat das Gefälle zwischen inländischen und US-Sätzen vergrößert. Dies hat zur Folge, dass vielen Zentralbanken fortwährend Verluste aus ihren Beständen an Währungsreserven entstehen, die durch die Emission inländischer Wertpapiere finanziert worden sind. Im April 2008 war der Median des Zinsgefälles in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens auf 1,1 Prozentpunkte gestiegen, in Lateinamerika auf 7,5 Prozentpunkte und in den übrigen aufstrebenden Volkswirtschaften auf 6,6 Prozentpunkte. Überdies hat die kräftige Abwertung des US-Dollars gegenüber den Währungen vieler aufstrebender Volkswirtschaften zu Bewertungsverlusten bei den Währungsreserven geführt. Selbst unter der Annahme einer gewissen Diversifikation der Währungsreserven, etwa durch Berücksichtigung des stärker werdenden Euro, dürften seit August 2007 erhebliche Bewertungseffekte eingetreten sein. Solche Verluste aus Währungsreserven können die Bemühungen, die Geldpolitik angesichts steigender Inflation zu straffen, zusätzlich erschweren.

Größere Wechselkursflexibilität

Eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften haben auf den von umfangreichen Kapitalzuflüssen ausgehenden Druck reagiert, indem sie größere Wechselkursschwankungen zuließen (Grafik III.10). Diese Vorgehensweise hat zu einer Dämpfung der Inflation beigetragen. In einigen Fällen hat sie offenbar auch kurzfristige, spekulativ motivierte Zuflüsse gebremst (z.B. in Polen, Südafrika und der Türkei), da die Marktteilnehmer unter diesen Bedingungen mit



Fremdwährungsrisiken konfrontiert sind, die in beide Richtungen wirken. Im Gegensatz dazu ging die Aufwertung in anderen Ländern (u.a. in Indonesien, der Slowakei und der Tschechischen Republik) anscheinend mit zusätzlichen Kapitalzuflüssen einher, vermutlich weil ein weiteres Ansteigen des Wechselkurses erwartet wurde.

Mehrere Länder haben Maßnahmen zur Steuerung des Kapitalverkehrs ergriffen, um dem Druck der Kapitalzuflüsse entgegenzuwirken. In manchen Ländern sind die Kapitalausfuhrkontrollen gelockert worden. China, Indien und Russland beispielsweise haben 2007 die Vorschriften über Anlagen Gebietsansässiger in ausländischen Wertpapieren weiter liberalisiert. Die jüngste starke Zunahme bei den Anlagen des chinesischen privaten Sektors in ausländischen Schuldtiteln scheint zum Teil mit dieser Entwicklung zusammenzuhängen. In einigen wenigen Fällen haben sich Länder dazu entschlossen, gezielte Kontrollen der Kapitalzuflüsse wieder einzuführen (z.B. Brasilien und Kolumbien). Angesichts der mikroökonomischen Verzerrungen, die durch derartige Kapitalverkehrskontrollen verursacht werden, zögerten jedoch die meisten Länder, zu solchen Maßnahmen zu greifen. Thailand hat sogar die 2006 eingeführten Kontrollen von Kapitalzuflüssen im März 2008 wieder aufgehoben.

Lockerung bei Kapitalabflüssen, gewisse Beschränkungen für Zuflüsse

Der expansive Druck umfangreicher Kapitalzuflüsse kann ferner auch auf dem Wege einer restriktiveren Fiskalpolitik bekämpft werden. Dieses Vorgehen kann jedoch zwei gegenläufige Auswirkungen auf den Wechselkurs hervorrufen. Einerseits lässt die Dämpfung der Gesamtnachfrage infolge der Haushaltskonsolidierung möglicherweise die Zinsen sinken, was die Kapitalzuflüsse bremsen würde. Andererseits ist es denkbar, dass in Ländern, deren Fundamentaldaten nicht sonderlich solide sind, eine straffere Fiskalpolitik ihre Länderrisikoprämien verringert; dadurch würde die Landeswährung gestärkt, und es würden zusätzliche Kapitalzuflüsse angezogen. Die jeweilige Bedeutung dieser Effekte könnte der Grund dafür sein, dass das Mittel der Haushaltskonsolidierung gegen den Aufwertungsdruck von Land zu Land in unterschiedlichem Maße eingesetzt wird. So gilt in Chile für die Erhöhung der öffentlichen Ausgaben eine fiskalpolitische Richtlinie, die neben der Vorgabe eines strukturellen Haushaltsüberschusses die Anlage aller Fondsüberschüsse (die bei hohen Kupferpreisen erheblich sein können) im Ausland vorsieht. Auf ähnliche Weise haben eine Reihe von ölexportierenden Ländern auf Ölstabilisierungsfonds zurückgegriffen, um die steigenden Öleinnahmen zu absorbieren. Abgesehen von Rohstoffexporteuren und einigen Ländern mit festem Wechselkursregime ist jedoch die fiskalpolitische Straffung als Maßnahme gegen steigende Kapitalzuflüsse wenig verbreitet. In Indonesien, Thailand, Lateinamerika und Mitteleuropa hat sich in den letzten Jahren das Wachstum der realen Staatsausgaben sogar erhöht.

Antizyklische Fiskalpolitik

Häufig wurden dagegen aufsichtsrechtliche Maßnahmen eingesetzt, um die Auswirkungen von Kapitalzuflüssen auf die Stabilität des Bankensektors zu steuern und darüber hinaus generell den Einfluss stark zunehmender Krediterschöpfung und steigender Preise von Vermögenswerten (insbesondere von Wohneigentum) auf das inländische Finanzsystem einzudämmen. Zum Ausgleich der Wirkung von Kapitalzuflüssen auf den Bankensektor bedienen

Aufsichtsrechtliche Maßnahmen zum Schutz der Finanzsysteme



sich mehrere Zentralbanken in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens aufsichtsrechtlicher Instrumente, wie z.B. niedrigerer Beleihungsquoten (China, Korea), höherer Anforderungen betreffend Eigenkapital und Rückstellungen (Indien) oder strengerer Kreditvergabekriterien (Korea). Länder in Mittel- und Osteuropa haben – teilweise erfolgreich – mit einer Palette von Maßnahmen den Folgen von Bankmittelzuflüssen entgegengewirkt, u.a. mit höheren Risikogewichten für Fremdwährungskredite, strengeren Liquiditätsanforderungen bei Fremdwährungsgeschäften, niedrigeren Obergrenzen für offene Fremdwährungspositionen sowie schärferen Meldevorschriften und strengerer Beaufsichtigung von Banken und anderen Finanzinstituten. Diese Maßnahmen wurden in einigen Fällen mit herkömmlicheren geldpolitischen Instrumenten wie der Anhebung und breiteren Anwendung von Mindestreserveanforderungen kombiniert.

### Risiken für das Wachstum in aufstrebenden Volkswirtschaften

Die Turbulenzen im globalen Finanzsystem und die Konjunkturabschwächung in den USA werden die wirtschaftlichen Aussichten der aufstrebenden Volkswirtschaften vermutlich trüben – es fragt sich jedoch, in welchem Ausmaß.

#### *So weit, so gut: Die bisherigen Erfahrungen*

Im Mai 2008 fielen die meisten Prognosen zu den kurzfristigen Wachstumsaussichten der aufstrebenden Volkswirtschaften noch optimistisch aus. Zwar sind in den letzten Monaten die entsprechenden Consensus-Prognosen für 2008 nach unten korrigiert worden, doch deuten sie nach wie vor darauf hin, dass diese Volkswirtschaften über recht große Widerstandsfähigkeit verfügen. Die Prognose für das US-Wachstum 2008 wurde seit September 2007 um rund 1 Prozentpunkt gesenkt, während der Median des prognostizierten Wachstums für die aufstrebenden Volkswirtschaften im gleichen Zeitraum lediglich um 0,2 Prozentpunkte zurückging (Grafik III.11 links). Mit 6,7% liegt die Wachstumsprognose 2008 für die aufstrebenden Volkswirtschaften nur geringfügig unter dem Durchschnitt der Jahre 2003–06. Nach Region betrachtet sind die Wachstumsprognosen für Asien und andere aufstrebende Volkswirtschaften herabgesetzt worden, für Lateinamerika sind sie stabil geblieben.

Jedoch geben die Consensus-Prognosen in der Tendenz keine Hinweise auf zyklische Wendepunkte, und dies gilt erst recht für deutlich ausgeprägte Abschwungphasen (z.B. in Krisenzeiten). Sollte die globale Entwicklung einen kräftigen Abschwung in den aufstrebenden Volkswirtschaften verursachen, ist es deshalb möglich, dass die Consensus-Prognosen diesen nicht vorhersagen.

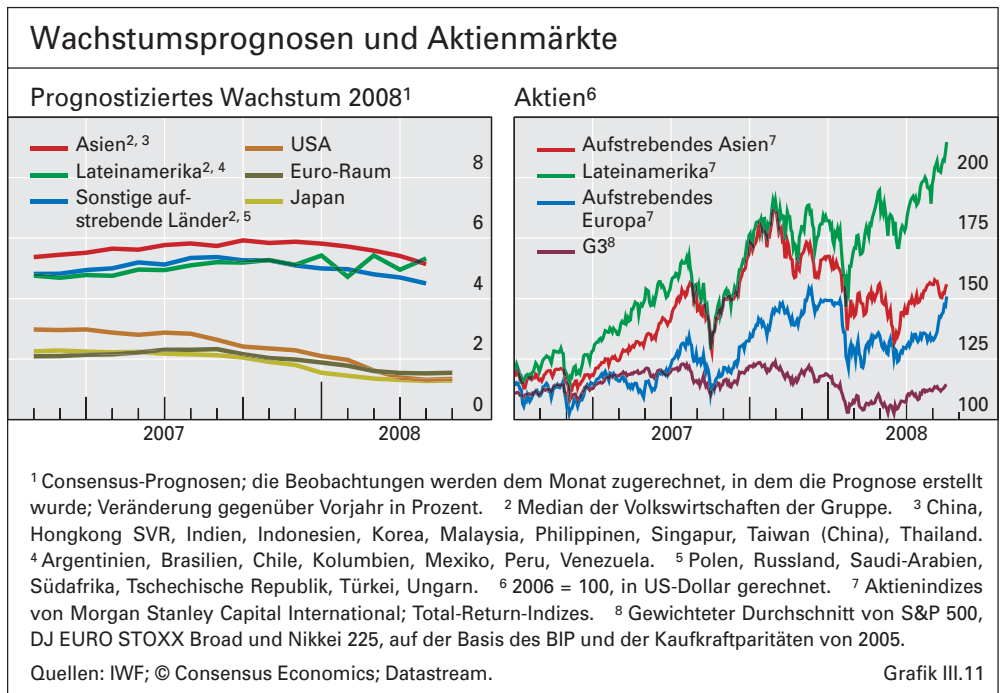
Die Aktienmärkte senden hinsichtlich der Aussichten aufstrebender Volkswirtschaften uneinheitliche Signale aus. Gegen Ende 2007 bzw. Anfang 2008 zeigten sich die Aktienmärkte in schwächerer Verfassung, auch wenn die hohen Rohstoffpreise einzelne Regionen, z.B. Lateinamerika, stützten (Grafik III.11 rechts).

Die Erfahrungen anlässlich des US-Abschwungs von 2001 machen deutlich, dass die Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum der aufstrebenden Volkswirtschaften erheblich sein könnten. Damals, beim Zusammenbruch des

Prognosen  
eines robusten  
Wachstums ...

... aber mit Vorsicht  
zu interpretieren

Uneinheitliche  
Signale der  
Aktienkurse



Hochtechnologiebooms, fiel das Wachstum in den USA auf 2 Prozentpunkte unter den Durchschnitt. Gleichzeitig ging das US-Importwachstum auf 15 Prozentpunkte unter den Durchschnitt zurück. Die Ausfuhren der aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere der ostasiatischen Volkswirtschaften, deren Exporte auf den Hochtechnologiesektor konzentriert sind, waren stark betroffen (Grafik III.12 oben). Während des Abschwungs im Jahr 2001 ging eine um 1 Prozentpunkt unter dem Durchschnitt liegende Wachstumsrate in den USA mit einer Wachstumsrate von 0,6 Prozentpunkten unter dem Durchschnitt in China einher; in anderen asiatischen Volkswirtschaften unterschritt die Rate ihren Durchschnitt noch deutlicher. In Lateinamerika betrugen die entsprechenden Abweichungen nach unten zwischen 0,7 und 1,8 Prozentpunkten.

2001 unterdurchschnittliches Wachstum in aufstrebenden Volkswirtschaften

Die Erfahrungen der laufenden Phase scheinen sich bisher jedoch nicht mit denen aus dem Jahr 2001 zu decken. Damals war die Konjunkturerwicklung der aufstrebenden Volkswirtschaften anscheinend eng an diejenige der USA gekoppelt. Im Gegensatz dazu ist angesichts der jüngsten Abkühlung der US-Wirtschaft bislang offenbar ein deutlich geringerer Rückgang des Wachstums in den aufstrebenden Volkswirtschaften festzustellen. Zwar ist das Wachstum in diesen Ländern schwächer geworden, doch sind die Raten trotz des stockenden Wachstums der US-Wirtschaft über dem Durchschnitt geblieben (Grafik III.12 links unten).

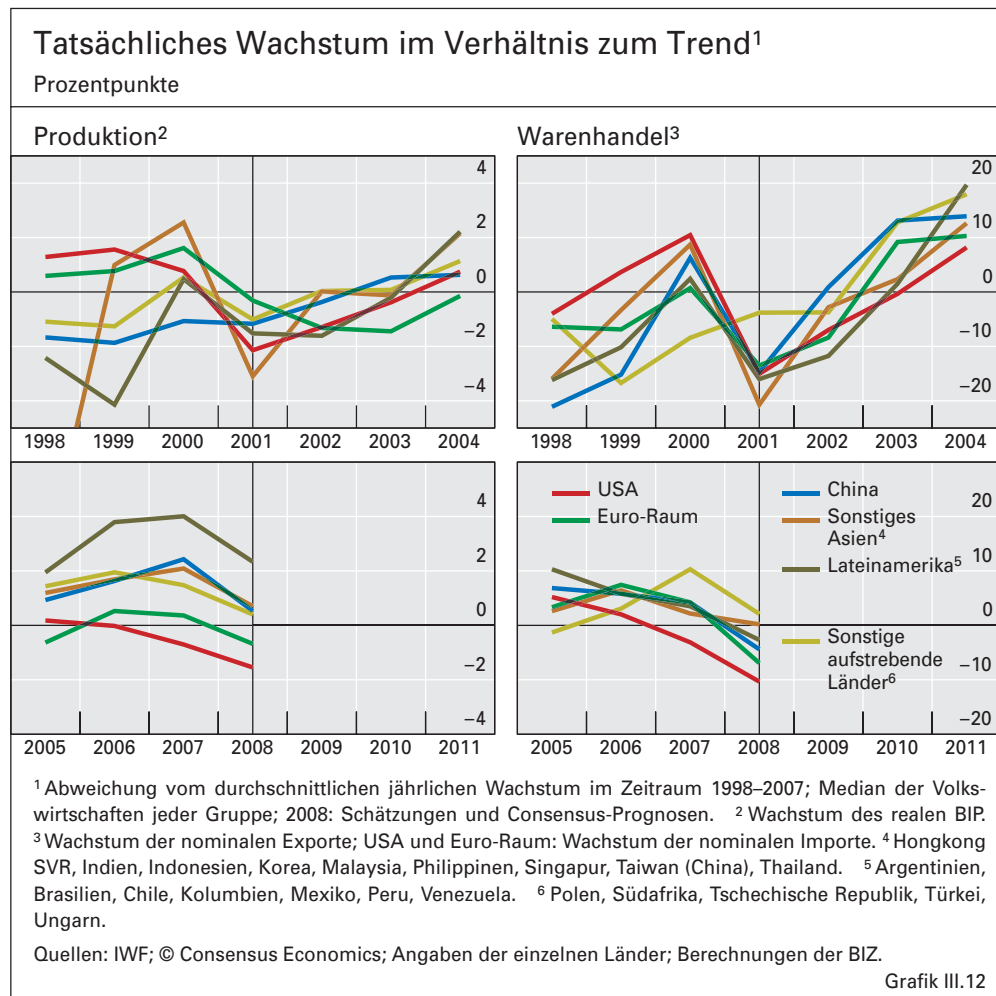
Wachstumsraten derzeit über dem Durchschnitt ...

Für die unterschiedliche Wachstumsentwicklung in diesen beiden Perioden gibt es zwei Erklärungen. Erstens stiegen 2007 im Gegensatz zu 2001 die Ausfuhren der aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor überdurchschnittlich (Grafik III.12 rechts unten), und dies sogar angesichts eines unterdurchschnittlichen US-Importwachstums. Wie weiter unten erörtert, bleibt jedoch die Gefahr schwerwiegenderer Konsequenzen bestehen.

... gestützt durch robuste Exporte ...

Zweitens waren die aufstrebenden Volkswirtschaften in der jüngsten Zeit in der Lage, den Folgen einer nachlassenden Exportnachfrage durch eine im

... und die Inlandsnachfrage



Vergleich zu 2001 kräftigere Belebung ihrer Inlandsnachfrage entgegenzuwirken (Grafik III.1). Die privaten Konsumausgaben in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und Lateinamerikas sind stärker angestiegen als 2001. War der auf Investitionen entfallende Beitrag zum Wirtschaftswachstum im Jahr 2001 noch negativ, so war er 2007 für Asien, Lateinamerika und Mitteleuropa deutlich positiv. Somit geht von der Inlandsnachfrage in den meisten aufstrebenden Regionen offensichtlich eine gewisse Wachstumsdynamik aus. Das mag zum Teil erklären, warum der Einfluss der Konjunktur in den fortgeschrittenen Industrieländern auf die aufstrebenden Volkswirtschaften trotz zunehmender Globalisierung gesunken ist, wie Forschungsergebnisse belegen.

Drei erkennbare Risiken

Obwohl die Prognosen für die aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor ein robustes Wachstum für 2008 unterstellen, ist dieser Ausblick mit Risiken behaftet (s. unten). Erstens könnten die Ausfuhren der aufstrebenden Volkswirtschaften künftig zurückgehen, und zwar möglicherweise stärker als von den jüngsten Consensus-Prognosen vorhergesagt. Zweitens könnten die aufstrebenden Volkswirtschaften nur begrenzt in der Lage sein, eine Abschwächung bei den Ausfuhren durch eine Belebung der Inlandsnachfrage zu kompensieren. Drittens dürften aufstrebende Volkswirtschaften mit großen Leistungsbilanzdefiziten und hohen kurzfristigen Verbindlichkeiten

sowie solche, die in beträchtlichem Maße ausländische Bankkredite in Anspruch nehmen, anfällig gegenüber einer Umkehr der Kapitalströme sein.

### Widerstandsfähigkeit des Exportwachstums

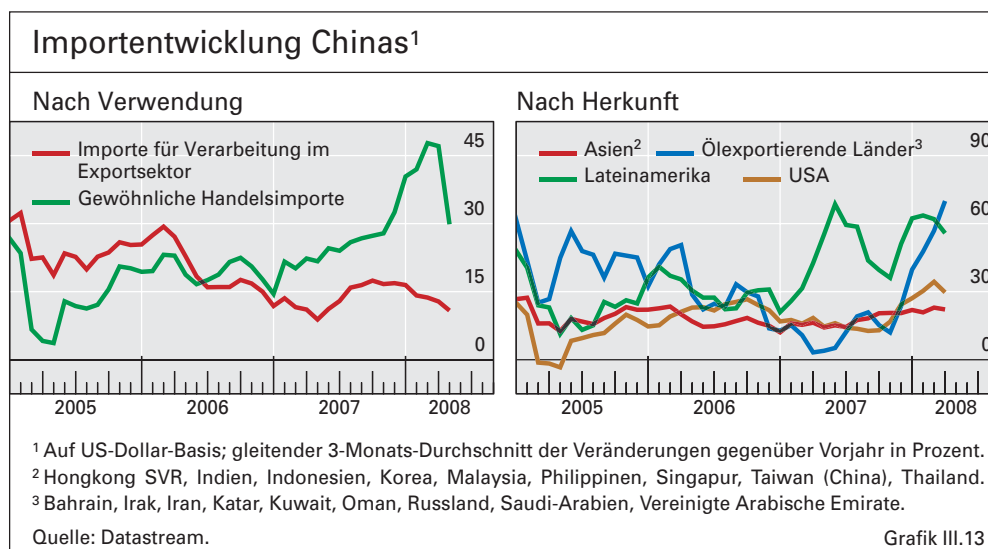
Wenn sich der konjunkturelle Abschwung in den USA noch verstärkt, könnte dies die Ausfuhren aufstrebender Volkswirtschaften aus mindestens drei Gründen erheblich beeinträchtigen.

Exporte der aufstrebenden Volkswirtschaften anfällig ...

Erstens ist der US-Markt für die Exporte der aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor wichtig. Beispielsweise ist der Anteil der USA an den Exporten aufstrebender asiatischer Volkswirtschaften (ohne China) zwar geschrumpft, bleibt jedoch – mit Werten im Jahr 2007 zwischen 10% für Singapur und 18% für Malaysia – so bedeutend, dass ein Einbruch der US-Nachfrage stark zu spüren wäre. Der Anteil der USA an den chinesischen Exporten liegt bei etwa 20%. Ein Abschwung in den USA könnte nicht nur die direkte Nachfrage nach chinesischen Exportgütern dämpfen, sondern auch die chinesischen Einfuhren aus anderen aufstrebenden Volkswirtschaften, sofern es sich um Zwischenerzeugnisse und Rohstoffe handelt, die bei der Herstellung chinesischer Exportgüter verwendet werden. China könnte die kontraktive Wirkung eines US-Abschwungs ausgleichen, indem es seine Inlandsnachfrage belebt (s. unten). Allerdings wurden im letztjährigen *BIZ-Jahresbericht* Bedenken geäußert, dass China zur Deckung seiner Inlandsnachfrage tendenziell relativ wenig aus anderen aufstrebenden Volkswirtschaften (insbesondere aus dem aufstrebenden Asien) importiere. Für die anderen aufstrebenden Volkswirtschaften wäre China also keine große Stütze.

Die jüngsten Entwicklungen entkräften diese Bedenken etwas, können sie jedoch nicht gänzlich zerstreuen. Beispielsweise hat sich von September 2007 bis Februar 2008 das Wachstum der chinesischen Importe insgesamt (in US-Dollar gerechnet) von 16% auf 35% erhöht, was auf einen steilen Anstieg des Wachstums von Importen zurückgeht, die eher für den chinesischen Inlandmarkt bestimmt sind. Gleichzeitig ging das Wachstum von Importgütern, die für die Verarbeitung im Exportsektor vorgesehen sind, zurück

... und nur beschränkte Stützung durch China



(Grafik III.13 links). Im genannten Zeitraum zog das Wachstum der chinesischen Importe aus Asien zwar an, jedoch war die Steigerung hier viel geringer als bei den Importen aus ölexportierenden Ländern oder aus Lateinamerika (Grafik III.13 rechts). Da sich diese Zahlen auf Importwerte in US-Dollar beziehen, sollten sie mit Vorsicht interpretiert werden. Sie deuten jedoch darauf hin, dass die Exporteure im aufstrebenden Asien vom Wachstum der chinesischen Importe von Gütern, die nicht im Exportsektor verarbeitet werden, relativ wenig profitieren dürften. Allgemeiner betrachtet besteht die Gefahr, dass sich das Wachstum der chinesischen Importe insgesamt deutlich verlangsamt, falls sich die US-Wirtschaft weiter abschwächt – mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Handelspartner Chinas. Eine merkliche Verringerung der chinesischen Importdynamik im März unterstreicht dieses Risiko.

Risiken bei schwächerem Wachstum in Europa

Die Exporte aufstrebender Volkswirtschaften werden daneben auch durch die im Vergleich zu 2001 bislang größere Widerstandsfähigkeit der EU-Importe und des EU-Wachstums gestützt. Eine wesentliche Verschlechterung der Wachstumsaussichten in Europa könnte jedoch die aufstrebenden Volkswirtschaften beeinträchtigen (Kapitel II).

Exporteure von Endprodukten gefährdet

Zweitens könnte die US-Nachfrage gerade in denjenigen Sektoren schrumpfen, welche Exportschwerpunkte der aufstrebenden Volkswirtschaften darstellen, wie dies bei den asiatischen IT-Exporten während der US-Rezession 2001 der Fall war. Zwar konzentriert sich die Abschwächung bisher auf den Markt für Wohnimmobilien, doch könnte eine sinkende US-Nachfrage die Importe von Endprodukten aus aufstrebenden Volkswirtschaften reduzieren. Ein Rückgang der gewerblichen Anlageinvestitionen in den USA im ersten Quartal 2008 bekräftigt diese Einschätzung. Bisher sind die Gesamtdaten allerdings günstig: Der Wert sämtlicher US-Importe wie auch der Importe aus aufstrebenden Volkswirtschaften ist bis zum ersten Quartal 2008 gestiegen. Jedoch ist das Wachstum der US-Einfuhren in einigen Sektoren zurückgegangen, die zu den wichtigsten Exportsektoren aufstrebender Volkswirtschaften gehören. Beispielsweise hat das Importwachstum bei bestimmten IT-Erzeugnissen abgenommen, die für eine Reihe von ostasiatischen Volkswirtschaften (z.B. Korea, Malaysia und Singapur) von Bedeutung sind. Darüber hinaus hat sich das Wachstum der Nachfrage nach Konsumgütern wie Spielzeug sowie nach bestimmten schweren Motorfahrzeugen vermindert, was die Hersteller einiger aufstrebender Volkswirtschaften, etwa China und Mexiko, zu spüren bekommen. Wie bereits oben erwähnt, könnte ein deutlicherer Konjunkturabschwung in den USA in Verbindung mit schwächerem Wachstum in anderen fortgeschrittenen Industrieländern auch zu niedrigeren Rohstoffpreisen führen und das Wachstum der rohstoffexportierenden Länder in Lateinamerika, Afrika und im Nahen Osten dämpfen.

Dollarabwertung als weiteres Risiko

Drittens könnte die Dollarabwertung die kontraktive Wirkung eines Abschwungs in den USA auf die Nettoausfuhren der aufstrebenden Volkswirtschaften verstärken. Während 2001 die Aufwertung des Dollars gegenüber den Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften die Auswirkungen des US-Abschwungs auf diese Volkswirtschaften abschwächte, hat der Dollar seit Juli 2007 im Verhältnis zu den Währungen vieler aufstrebender Volkswirtschaften

beträchtlich an Wert verloren – und diese Entwicklung könnte sehr wohl anhalten. Zudem sind einige Währungen aufstrebender Volkswirtschaften in effektiver Betrachtung stabil geblieben oder haben abgewertet (Grafik V.2 in Kapitel V), was darauf hindeutet, dass in Zukunft eine Aufwertung gerechtfertigt sein könnte.

### *Widerstandsfähigkeit der Inlandsnachfrage*

Ungeachtet der bereits erwähnten zunehmenden Bedeutung der Inlandsnachfrage für das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften birgt das weltwirtschaftliche Umfeld noch immer gewisse Risiken, weil eine Ausweitung der Konsum- oder Investitionsausgaben zum Ausgleich eines potenziellen Abschwungs durch eine Reihe von Faktoren behindert werden könnte.

Ein Risiko besteht darin, dass eine geringere Exportnachfrage über niedrigere zukünftige Erträge und Einkommen die Konsum- und Investitionsausgaben senken könnte. Im Falle der privaten Haushalte wird die Belastung der Einkommen durch den Teuerungsanstieg noch vergrößert, insbesondere in rohstoffimportierenden Ländern. Darüber hinaus deuten Erfahrungen der jüngsten Zeit darauf hin, dass es für die aufstrebenden Volkswirtschaften schwierig sein könnte, ein schwächeres BIP-Wachstum durch ein höheres Investitionswachstum wettzumachen. In einigen Ländern mit hohen Investitionsausgaben, vor allem in China, bestehen Bedenken hinsichtlich Überinvestitionen. In anderen aufstrebenden Volkswirtschaften lag das Investitionswachstum auch in Expansionsphasen im Allgemeinen nicht über dem BIP-Wachstum. Seit Ende der 1990er Jahre hat sich das Verhältnis von Investitionen zum BIP im aufstrebenden Asien (ohne China und Indien) nur leicht erhöht (zuletzt im Durchschnitt etwa 24%, verglichen mit über 40% in China). Auch in Lateinamerika war nur ein leichter Anstieg dieses Verhältnisses zu verzeichnen (im Durchschnitt rund 20%).

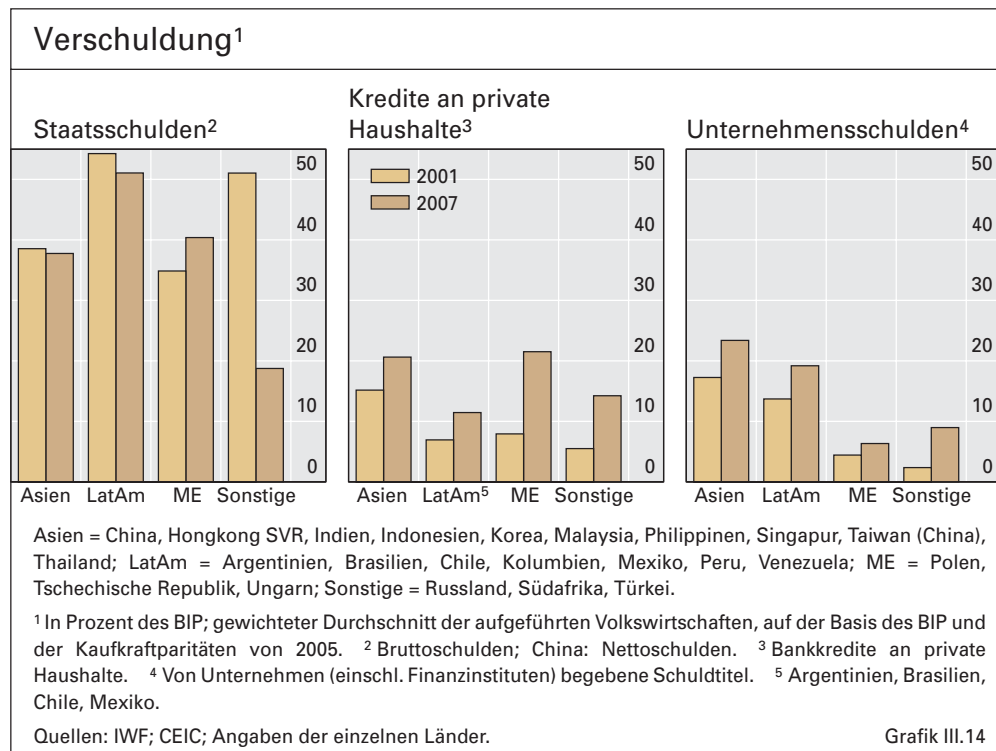
Ein weiteres Risiko liegt darin, dass restriktivere Finanzierungsbedingungen die Ausgaben insgesamt beeinträchtigen könnten. Während die Staatsverschuldung, ausgedrückt in Prozent des BIP, in diesem Jahrzehnt im Allgemeinen gefallen ist (Grafik III.14 links) und sich die Haushaltssalden der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften verbessert haben, würde sich die öffentliche Finanzlage im Falle eines Abschwungs verschlechtern. Zudem ist der Median der Staatsschuldenquote der aufstrebenden Volkswirtschaften mit einem Wert von rund 38% des BIP immer noch hoch. Auch haben steigende Ölpreise in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften, die Energie subventionieren, negative Auswirkungen auf die öffentlichen Finanzen. Dies könnte den Spielraum für eine antizyklische Fiskalpolitik im Falle eines konjunkturellen Einbruchs einschränken. In diesem Umfeld bleiben die Renditenaufschläge auf Staatstitel derzeit deutlich unter den in der Vergangenheit bei Finanzmarkt-turbulenzen festgestellten Werten, sind jedoch erheblich größer als im ersten Halbjahr 2007 (Kapitel VI). Dies deutet auf das Risiko hin, dass finanzielle Beschränkungen für die öffentliche Hand wirksam werden könnten.

Die Verschuldung der privaten Haushalte und der Unternehmen hat seit 2001 zugenommen (Grafik III.14 Mitte und rechts). Der Schuldenstand scheint bisher zwar längerfristig tragbar zu sein, doch könnten härtere Finanzierungs-

Möglicherweise niedrigere Inlandsnachfrage infolge geringerer Exporte

Teilweise eingeschränkter Spielraum für fiskalpolitische Impulse ...

... und zunehmende Verschuldung des privaten Sektors als mögliches Problem



bedingungen den Spielraum für eine Erhöhung des Verbrauchs oder der Investitionen einengen. Die niedrigen Verschuldungsquoten einiger Länder sind im Übrigen darauf zurückzuführen, dass der Finanzsektor wenig entwickelt und der Zugang der privaten Haushalte zu Krediten beschränkt ist, womit sich die Möglichkeiten, die Ausgaben über Kreditaufnahme zu steigern, ohnehin in Grenzen halten. In anderen Ländern, wo sich der Zugang der privaten Haushalte zu Krediten verbessert hat, stellt das starke Kreditwachstum der letzten Jahre ein Risiko dar (s. unten). Im Unternehmenssektor sind in einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften die Renditenaufschläge auf Unternehmensestitel in jüngster Zeit kräftiger gestiegen als die Spreads für Staatstitel – ein Hinweis darauf, dass manche Kreditnehmer sich nach vielen Jahren „leichter“ Kreditaufnahme allmählich mit restriktiveren Finanzierungsbedingungen konfrontiert sehen.

#### *Anfälligkeit gegenüber einer Umkehr der Kapitalströme*

Gewisse Anfälligkeit gegenüber einer Umkehr der Kapitalströme

Trotz etwas verschärfter Bedingungen bei der Auslandsfinanzierung scheinen die aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt heute – dank verbesserter Fundamentaldaten, umfangreicher Währungsreserven und großer Leistungsbilanzüberschüsse – gegenüber einer Umkehr der Kapitalströme weniger anfällig zu sein als in der Vergangenheit. Dennoch gibt es in diesem Zusammenhang zwei Schwachstellen, auf die im Folgenden eingegangen wird. Erstens könnte es für aufstrebende Volkswirtschaften mit einem großen Leistungsbilanzdefizit und einem hohen Anteil kurzfristiger Auslandsverbindlichkeiten schwierig werden, sich im Ausland Mittel zu beschaffen, sollten die Finanzierungsbedingungen weltweit noch restriktiver werden. Zweitens sind aufstrebende Volkswirtschaften, die in großem Umfang von ausländischen

Bankkrediten abhängen, anfällig für einen Abzug dieser Mittel, zu dem es wegen der Probleme der Banken sowohl in den fortgeschrittenen Industrieländern als auch im Inland kommen könnte (Kapitel VII).

Wenn sich die globalen Finanzierungsbedingungen weiter verschärfen, dürfte die Beschaffung von Auslandsfinanzierungen besonders für die Länder im Baltikum und in Südosteuropa schwierig werden. Sie weisen sehr große Leistungsbilanzdefizite auf, die nur etwa zur Hälfte durch ausländische Direktinvestitionen – normalerweise die stabilste Art der Auslandsfinanzierung – gedeckt sind (Tabelle III.4). Darüber hinaus sind sie durch einen hohen Anteil kurzfristiger Auslandsverbindlichkeiten belastet (durchschnittlich 120% der Währungsreserven). Ferner entfallen in diesen Ländern im Durchschnitt 76% des inländischen Kreditvolumens auf ausländische Darlehen. Auch Südafrika ist mit einem Leistungsbilanzdefizit von über 7% des BIP und einer hohen Abhängigkeit von Portfoliozuflüssen relativ anfällig.

Zweitens stellt sich angesichts der Turbulenzen, in denen sich die Banken in den fortgeschrittenen Industrieländern nun wiederfinden, die Frage, ob die Zuflüsse von Bankmitteln nachhaltig sind. In der Vergangenheit kam es immer wieder zu Situationen, in denen sich die Zuflüsse von Bankmitteln abrupt umkehrten – wie Anfang der 1980er Jahre in Lateinamerika und 1997/98 im aufstrebenden Asien. Der Umfang im Ausland refinanzierter Inlandskredite ist derzeit zwar in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften relativ hoch, aber erheblich geringer als früher. Dies lässt sich zum Teil damit erklären, dass sich die Tochtergesellschaften ausländischer Banken zunehmend vor Ort

Mögliche Umkehr  
der Bank-  
mittelzuflüsse ...

Ausgewählte Indikatoren für Anfälligkeit gegenüber äußeren Einflüssen im Jahr 2007						
	Leistungs- bilanz- saldo <sup>1</sup>	Nettozufluss Direkt- investi- tionen <sup>1</sup>	Nettozufluss Portfolio- investi- tionen <sup>1</sup>	Nettozufluss sonstige Anlagen <sup>1, 2</sup>	Kurzfristige Auslands- schulden <sup>3</sup>	Forderungen auslän- discher Banken <sup>4</sup>
China	11,1	1,7	0,4	0,6	8,0	4,1
Indien	-1,8	1,1	2,9	5,3	29,3	21,1
Sonstiges aufstrebendes Asien <sup>5, 6</sup>	8,6	1,7	-1,7	1,4	44,3	72,8
Brasilien	0,3	2,1	2,9	1,0	34,5	11,6
Kolumbien	-3,8	5,0	0,2	1,3	49,3	17,7
Mexiko	-0,8	2,0	0,7	-0,4	38,4	27,2
Sonstiges Lateinamerika <sup>6, 7</sup>	4,1	2,0	-2,0	-0,3	56,4	32,1
Mitteleuropa <sup>6, 8</sup>	-4,4	2,3	-1,3	6,2	61,6	55,0
Sonstiges aufstrebendes Europa <sup>6, 9</sup>	-14,6	7,6	-0,9	11,8	119,2	75,8
Russland	5,9	0,3	-0,2	7,0	20,5	55,0
Naher Osten <sup>6, 10</sup>	14,9	0,9	-3,8	-1,8	52,6	61,4
Südafrika	-7,3	0,9	4,2	2,6	55,1	14,8

<sup>1</sup> In Prozent des BIP. <sup>2</sup> Bei Banken und in anderen Sektoren. <sup>3</sup> In Prozent der Währungsreserven. <sup>4</sup> Auslandspositionen der berichtenden Banken gegenüber den einzelnen Ländern auf Basis des Sitzlandes; ausstehende Beträge in Prozent des inländischen Kreditvolumens. <sup>5</sup> Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. <sup>6</sup> Einfache Durchschnitte der Anteile der aufgeführten Volkswirtschaften. <sup>7</sup> Argentinien, Chile, Peru, Venezuela. <sup>8</sup> Polen, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. <sup>9</sup> Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Rumänien, Türkei. <sup>10</sup> Israel und Saudi-Arabien.

Quellen: IWF; standortbezogene Bankgeschäftsstatistik sowie Wertpapierstatistik der BIZ. Tabelle III.4



refinanzieren und nicht mehr wie früher von „reinen“ Auslandskrediten abhängig sind.

Mittel- und Osteuropa stellen, wie oben erwähnt, eine Ausnahme dar. Diese Region unterscheidet sich insofern deutlich von den meisten anderen aufstrebenden Volkswirtschaften, als sich das Auslandskreditvolumen im Gleichschritt mit der rasanten wirtschaftlichen und finanziellen Integration in den Euro-Raum entwickelt und das Bankensystem praktisch vollständig in ausländischem Eigentum steht (was auch für Mexiko gilt). Die meisten westeuropäischen Mutterbanken beabsichtigen offenbar, die Auslandsfinanzierung ihrer Tochtergesellschaften in Mittel- und Osteuropa aufrechtzuerhalten, wenngleich die Kreditvergabe an die Länder, in denen eine Überhitzung zu bestehen scheint, schrittweise abgebaut werden soll. Ferner beurteilen schwedische, österreichische und italienische Banken, die in der Region stark präsent sind, die Wachstumschancen in Mittel- und Osteuropa tendenziell aus einer langfristigen Perspektive und achten konsequent darauf, ihre Tochtergesellschaften zu schützen.

... bei  
Finanzierungs-  
problemen der  
Mutterbanken

Dennoch bergen potenzielle Probleme entweder am Heimatmarkt der Mutterbanken oder an den Märkten der aufstrebenden Volkswirtschaften die Gefahr, dass die Kapitalzuflüsse abnehmen oder sich sogar umkehren. Beispielsweise haben die in Mittel- und Osteuropa am stärksten vertretenen Banken bisher zwar keine größeren Verluste im Zusammenhang mit US-Subprime-Hypotheken oder strukturierten Produkten erlitten, sie beschaffen sich aber einen wesentlichen Teil ihrer Fremdwährungsmittel am internationalen Großkundenmarkt. So nehmen schwedische Banken Mittel in Euro auf und leiten diese an ihre Tochtergesellschaften in den baltischen Staaten weiter; österreichische und italienische Banken nehmen Schweizer Franken auf, um diese an ihre Töchter in Mittel- und Südosteuropa weiterzugeben. Sollten diese Großkundenmärkte austrocknen, könnten die wichtigsten Anbieter von Auslandsfinanzierungen für aufstrebende europäische Volkswirtschaften unter Finanzierungsdruck geraten. Alternative Quellen für Bankmittel gibt es in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas kaum. Darüber hinaus haben Banken in inländischem Eigentum nur begrenzte Möglichkeiten, sich im Ausland Mittel zu beschaffen, und selbst diejenigen, die es können (z.B. russische Banken), müssen seit August 2007 mit erheblich weniger Auslandsfinanzierungen auskommen. Auf lokaler Ebene bleibt in den meisten Ländern Mittel- und Osteuropas das Wachstum der Einlagenbasis bereits seit mehreren Jahren hinter dem Kreditwachstum zurück – was die Banken dort überhaupt erst dazu gebracht hat, sich nach Auslandsfinanzierungen umzusehen.

Große  
multinationale  
Banken in kleinen  
Ländern

Die Risiken im Zusammenhang mit den Bankmittelströmen in Mittel- und Osteuropa werden dadurch noch verstärkt, dass das Engagement einer Mutterbank im jeweiligen Land im Verhältnis zu ihrem weltweiten Kreditportfolio in der Regel sehr viel geringer ist als die relative Bedeutung dieser Mutterbank für das jeweilige Land. Veränderungen der Kreditvergabepraxis, die aus Sicht des Mutterinstituts eher unbedeutend sind, können somit große Auswirkungen auf die wirtschaftliche und finanzielle Stabilität des Aufnahmelandes haben (Kapitel VII im letztjährigen *BIZ-Jahresbericht*).

In einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften, ebenso wie in Mittel- und Osteuropa, könnten die Bankmittelzuflüsse auch auf andere Weise unter Druck geraten. Das Volumen der Bankkredite an den privaten Sektor hat in den letzten fünf Jahren rasant zugenommen – in Lateinamerika um insgesamt 7 Prozentpunkte des BIP, in Mittel- und Osteuropa um 30 Prozentpunkte. Dieses starke Kreditwachstum könnte die Institute bei der effektiven Prüfung und Überwachung der Kredite überfordert haben, z.B. mangels qualifizierter Mitarbeiter und wegen institutioneller Schwächen, die es den Banken schwer machen, Kreditrisiken oder risikobereinigte Renditen verlässlich zu ermitteln bzw. Sicherheiten einzufordern. Wenn dies der Fall war, werden die Banken ihre Rückstellungen aufstocken müssen, sobald erkannt wird, dass die Risiken unterschätzt worden sind. Dann könnten die Geschäftsleitungen der Banken zu dem Schluss kommen, dass die angestrebten Eigenkapitalrenditen (die in aufstrebenden Volkswirtschaften oft recht ehrgeizig sind) nicht erreicht werden können, und die Kreditexpansion könnte – möglicherweise sehr rasch – zurückgefahren werden.

Kreditrisiko  
möglicherweise  
unterschätzt

Geschäftsbanken mit Aktivitäten in aufstrebenden Volkswirtschaften sind auch Risiken aufgrund von Engagements am Immobilienmarkt ausgesetzt. Die Preise für Wohnimmobilien in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens (u.a. China, Hongkong SVR, Indien und Singapur) und insbesondere Europas sind in den letzten Jahren kräftig gestiegen. Wenn sich die Qualität der Aktiva der Banken deutlich verschlechtert, könnten interne Risikoprüfungen eine drastische Verringerung der Kreditvergabe erzwingen, um das Kapital der Bank zu schützen.

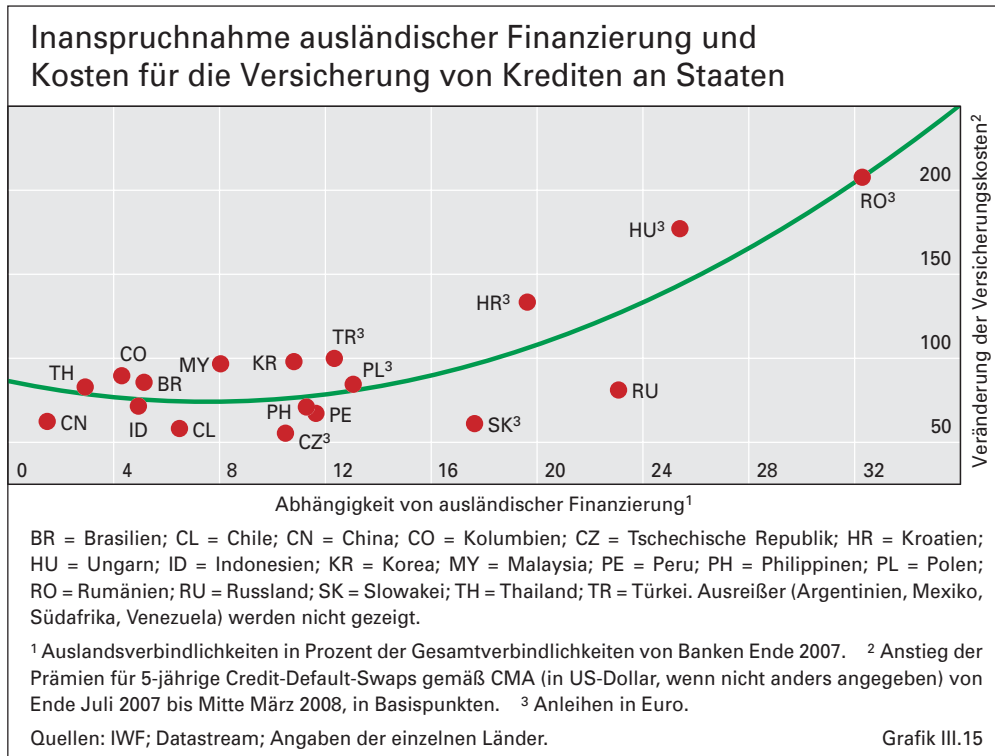
Risiken wegen  
steigender  
Wohnimmobilien-  
preise ...

Ein plötzliches Versiegen der Kapitalzuflüsse könnte zu größeren Wechselkurskorrekturen führen. Dies hätte in Ländern mit einem hohen Bestand an unbesicherten Fremdwährungsverbindlichkeiten möglicherweise bedeutende Bilanz- und Vermögenseffekte zur Folge. Am anfälligsten sind auch hier wieder die Länder Mittel- und Osteuropas, die sich stark im Ausland verschuldet haben und bei denen ein Großteil des jüngsten Kreditwachstums auf Fremdwährungskredite entfällt. Ein Hinweis auf dieses Risiko ist die positive Korrelation zwischen der Veränderung der Kosten der Versicherung gegen Kreditereignisse in aufstrebenden Volkswirtschaften (gemessen an den seit Ende Juli 2007 gestiegenen Prämien von Credit-Default-Swaps für Staatstitel) und dem Grad der Abhängigkeit von Auslandsfinanzierungen (gemessen am Anteil der Auslandsverbindlichkeiten an den Gesamtverbindlichkeiten des Bankensektors Ende 2007) (Grafik III.15).

... und Währungs-  
inkongruenzen

Es gibt noch immer keine klaren Anzeichen für ein verändertes Verhalten der Banken bei der Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften. Das Kreditwachstum entwickelte sich bis Anfang 2008 weiterhin relativ dynamisch, wenn auch mit schwächerer Tendenz. Ebenso wenig gibt es eindeutige Hinweise auf ein Versiegen der Bankmittelzuflüsse. In den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und Lateinamerikas gab es auch im ersten Quartal 2008 nur verhaltenen Druck zur Mittelbeschaffung im Ausland, zum Teil weil das inländische Kreditwachstum weitgehend durch eine wachsende inländische Einlagenbasis finanziert werden konnte. Wie widerstandsfähig die inländischen Bankensysteme trotz weltweiter Turbulenzen sind, zeigt sich an der

Noch kein  
allgemeiner  
Rückzug aus auf-  
strebenden Volks-  
wirtschaften ...



allgemeinen Stabilität der Interbankmärkte für die jeweiligen Währungen. Die für die Aufsicht relevanten Indikatoren wie Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung, Anteil der notleidenden Kredite und Rückstellungsquote sind zwar vergangenheitsorientiert, sie sind aber in allen drei wichtigen aufstrebenden Regionen zumeist ziemlich solide und stabil, womit sie für das jeweilige Bankensystem einen gewissen Puffer bieten.

... einige aufstrebende Volkswirtschaften jedoch betroffen

Jedoch war die Entwicklung nicht überall gleich. Einerseits deuten die Veränderungen bestimmter Marktindikatoren (z.B. der Renditenaufschläge auf Anleihen in Landeswährung in Ungarn sowie der Wechselkurse in Rumänien und Südafrika) darauf hin, dass die Marktteilnehmer beginnen, länderspezifischen Risiken mehr Beachtung zu schenken. Von den jüngsten Turbulenzen am stärksten betroffen waren die Länder mit den größten binnen- und außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten und/oder mangelnder Glaubwürdigkeit der Geld- und Fiskalpolitik. Ebenfalls stark betroffen waren Länder, die schon früher kräftige Kapitalzuflüsse in Verbindung mit rasant steigenden Aktivabewertungen sowie mit Risiken der wirtschaftlichen Überhitzung verzeichnet hatten. Dies gilt etwa für Rumänien, Russland, Südafrika und die Türkei.

In anderen aufstrebenden Volkswirtschaften weitere Zuflüsse möglich ...

Andererseits begünstigen die Rohstoffpreise und angebotsseitige Faktoren nach wie vor einige aufstrebende Volkswirtschaften. Darüber hinaus könnten verschiedene Angebotsfaktoren auch weitere Zuflüsse stützen. Zu diesen Faktoren zählen die Portfoliodiversifizierung institutioneller Anleger in Europa und Nordamerika, das Streben japanischer Privatanleger nach höheren Renditen und die Anlage von Überschüssen aus dem Ölgeschäft durch institutionelle oder staatliche Investoren aus dem Nahen Osten. Kurzfristig könnten zunehmende Bedenken hinsichtlich der Qualität der Aktiva in

fortgeschrittenen Industrieländern sogar zu Portfolioströmen in einige aufstrebende Volkswirtschaften führen – insbesondere in Länder mit großen Leistungsbilanzüberschüssen.

Gleichwohl dürfte eine von den USA ausgehende erhebliche Konjunkturabkühlung die meisten Arten von Kapitalzuflüssen in aufstrebenden Volkswirtschaften dämpfen. Der weltweite Absatz von Staats- und Unternehmensanleihen sowie die Mittelflüsse im Zusammenhang mit Carry-Trades, in die aufstrebende Volkswirtschaften involviert sind, sind bereits zurückgegangen (Kapitel V). Neben schwächeren Kapitalzuflüssen zöge ein Abschwung in den fortgeschrittenen Industrieländern auch einen Rückgang der Gastarbeiterüberweisungen nach sich. Stark davon betroffen wären die Länder Mittelamerikas sowie Mexiko, Indien und die Philippinen, deren Bedarf an Auslandsfinanzierungen im Vergleich zu den relativ komfortablen Bedingungen der letzten Jahre steigen würde.

... aber insgesamt wohl rückläufige Zuflüsse