

### III. Anstehende Themen in den aufstrebenden Volkswirtschaften

#### Schwerpunkte

Die Wirtschaftsexpansion, die seit 2002 in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu beobachten ist, hat sich im Berichtszeitraum weiter gefestigt. In vielen Ländern war das lebhafte Wachstum von steigenden Exporten und großen Leistungsbilanzüberschüssen begleitet. Dadurch konnten die Auslandsschulden deutlich gesenkt und die Währungsreserven erneut kräftig erhöht werden. Die Haushaltslage verbesserte sich ebenfalls, und die Bilanzen wurden gestärkt. Das weiterhin hohe Verbraucher- und Anlegervertrauen spiegelte teilweise diese Faktoren wider. Anders als zuvor erwies sich die Inlandsnachfrage gegenüber den höheren Ölpreisen als bemerkenswert widerstandsfähig, selbst in den ölimportierenden Ländern.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften profitieren im gegenwärtigen Konjunkturzyklus von ungewöhnlich günstigen externen Rahmenbedingungen: einer starken globalen Nachfrage, beträchtlichen Verbesserungen der Terms of Trade in vielen Ländern und einer wesentlich erleichterten Auslandsfinanzierung. In diesem Zusammenhang lautet eine wichtige Frage, ob diese günstigen Bedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften ausreichend genutzt werden, um die Haushaltslage dauerhaft zu verbessern. Eine weitere Frage betrifft die Ungleichgewichte, die die Inflationsrisiken erhöhen oder zu untragbaren Preissteigerungen bei den Vermögenswerten führen könnten. Auch wenn die Inflation bisher in vielen Ländern unter Kontrolle gehalten wurde, sind die Aussichten angesichts volatiler Rohstoffpreise und sehr niedriger oder sogar negativer kurzfristiger Realzinssätze unsicher. Die plötzlichen Turbulenzen an den Finanzmärkten im Mai 2006 haben diese Unsicherheit noch verstärkt. In zahlreichen Ländern besteht eine der wichtigsten Herausforderungen für die Währungsbehörden darin, grundlegende Fehler, die die Wirtschafts- und Finanzstabilität gefährden könnten, zu vermeiden.

#### Gesamtwirtschaftlicher Überblick

Im vergangenen Jahr verzeichneten alle Regionen ein kräftiges Wachstum (Tabelle III.1). Darüber hinaus zeigen die korrigierten BIP-Zahlen für China, dass die bisherigen Wachstumsraten des Landes stark unterschätzt worden sind. In Indien beschleunigte sich das Wachstum, Korea hat das Kreditkartendebakel von 2003 überwunden, und in den meisten Ländern Südostasiens hielt sich die hohe Wachstumsrate. Auch Lateinamerika blieb trotz einer leichten Verlangsamung auf Expansionskurs, und in Brasilien und Mexiko erholte sich die Industrieproduktion zum Jahresbeginn 2006. In Argentinien, Chile, Kolumbien und Peru setzte sich das überdurchschnittlich hohe Wachstum fort,

Wirtschaftswachstum und Leistungsbilanzsaldo							
	Reales BIP <sup>1</sup>				Leistungsbilanzsaldo <sup>2</sup>		
	Durchschnitt 2002–04	2005	2006		Durchschnitt 2002–04	2005	2006
			Erstes Quartal	Jahres- prognose			
Asien	7,6	8,0	8,7	7,7	158	252	220
China	9,7	9,9	10,3	9,6	50	161	137
Hongkong SVR	4,5	7,3	8,2	5,3	14	22	23
Indien <sup>3</sup>	6,6	8,3	9,3	7,5	2	-16	-19
Korea	4,9	4,0	6,2	5,2	15	17	7
Sonstige <sup>4</sup>	5,1	5,0	5,6	4,8	76	70	73
Lateinamerika <sup>5</sup>	2,5	4,3	5,5	4,6	9	39	31
Argentinien	1,9	9,2	9,7	7,7	7	5	4
Brasilien	2,5	2,2	3,4	3,5	3	14	9
Mexiko	2,1	3,0	5,5	4,0	-10	-6	-7
Mitteleuropa <sup>6</sup>	3,5	4,0	5,4	4,8	-19	-16	-17
Russland	6,4	6,4	6,3	6,2	41	84	90
Türkei	7,5	7,4	2,6	5,3	-8	-23	-28
Afrika <sup>7</sup>	4,6	5,2	...	5,7	-3	15	24
Naher Osten <sup>7</sup>	5,4	5,9	...	5,7	64	196	241
Insgesamt <sup>8</sup>	6,1	6,7	7,6	6,7	242	549	560
<i>Nachrichtlich: G7</i>	<i>2,1</i>	<i>2,6</i>	<i>2,8</i>	<i>2,8</i>	<i>-376</i>	<i>-614</i>	<i>-710</i>

Anmerkung: Daten von 2006 basieren auf im Mai veröffentlichten Consensus-Prognosen sowie auf Angaben von JPMorgan Chase und dem IWF.

<sup>1</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. Regionale Daten: gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>2</sup> Mrd. US-Dollar. Regionale Daten: Summe der betreffenden Volkswirtschaften. <sup>3</sup> Jahresdaten beziehen sich auf das jeweils im April beginnende Haushaltsjahr. <sup>4</sup> Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. <sup>5</sup> Aufgeführte Volkswirtschaften sowie Chile, Kolumbien, Peru und Venezuela. <sup>6</sup> Polen, Tschechische Republik, Ungarn. <sup>7</sup> Nach IWF-Abgrenzung. <sup>8</sup> Aufgeführte Volkswirtschaften. BIP-Wachstum im 1. Quartal 2006: ohne Afrika und Naher Osten.

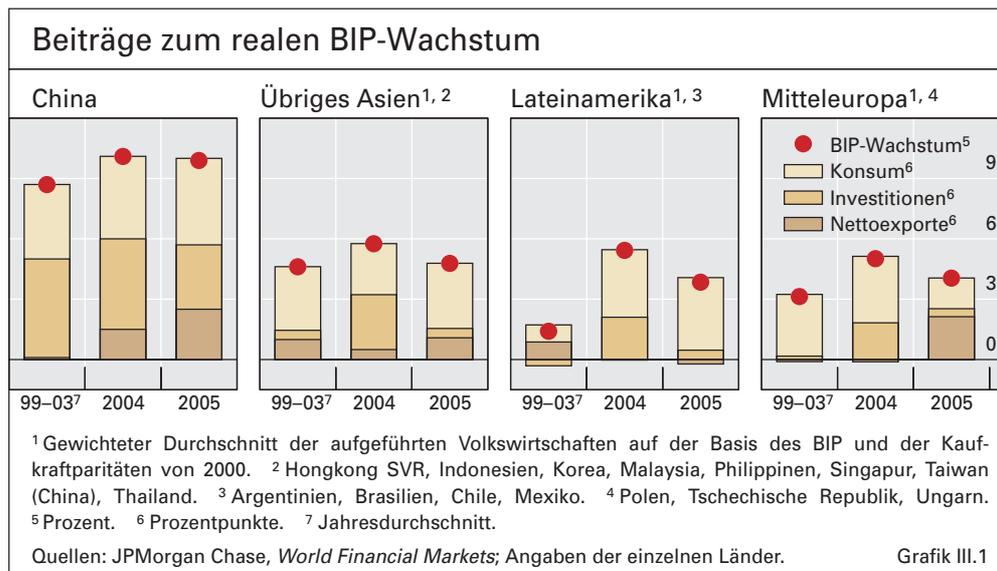
Quellen: IWF; © Consensus Economics; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.1

und auch Mittel- und Osteuropa verzeichneten eine erneut starke Expansion der Wirtschaft. Allerdings hatten die Türkei und Ungarn mit höherer Marktvolatilität nach den Finanzturbulenzen zu kämpfen, die Anfang 2006 in Island begonnen hatten. Im Nahen Osten und in Afrika war das Wachstum aufgrund der gestiegenen Rohstoffpreise, insbesondere beim Öl, größtenteils kräftig.

#### Entwicklung der Nachfrage

Die Auslandsnachfrage spielte in einer Reihe von Ländern nach wie vor eine wichtige Rolle (Grafik III.1). Allgemein hielt sich die Nachfrage nach Exporten der aufstrebenden Volkswirtschaften auf ihrem äußerst hohen Niveau, und in den rohstoffexportierenden Ländern kam den verbesserten Terms of Trade besondere Bedeutung zu. Die Exportleistung der asiatischen Volkswirtschaften profitierte insbesondere von dem Ende der Abschwächung in der Elektronikbranche, die 2004 durch hohe Lagerbestände ausgelöst worden war. Im Gegensatz zu früheren Abschwungphasen gelang es den Unternehmen dieses Mal verhältnismäßig schnell, ihre überschüssigen Lagerbestände abzubauen. Überdies erwies sich die Abschwächung der globalen Nachfrage nach Hoch-

Anhaltend hohe  
Auslandsnachfrage ...



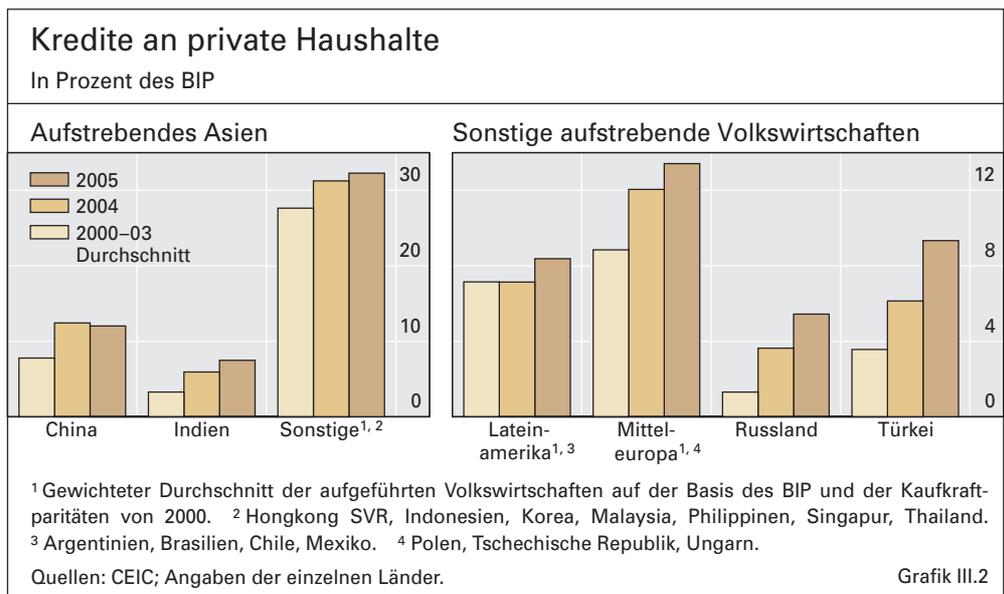
technologieprodukten als nur vorübergehend. In ihrer Gesamtheit spiegeln sich diese Entwicklungen vielerorts in hohen Exportzahlen und beträchtlichen Leistungsbilanzüberschüssen wider.

Dennoch war der Wachstumsbeitrag der Auslandsnachfrage in den verschiedenen Volkswirtschaften unterschiedlich groß. In China nahm er im vergangenen Jahr besonders stark zu, und auch in der SVR Hongkong, in Korea und in Singapur war er nach wie vor hoch. Ähnliches galt für mehrere Volkswirtschaften Mitteleuropas, vor allem Polen und die Tschechische Republik, die ihre Handelsbilanzen deutlich verbessern konnten. Im Gegensatz dazu nahm der Wachstumsbeitrag der Nettoauslandsnachfrage in manchen ölimportierenden Ländern Asiens und in Lateinamerika ab.

In sämtlichen Regionen wurde das Wachstum durch die hohen Ausgaben der privaten Haushalte gestützt. Zu dem lebhaften privaten Verbrauch kamen in zahlreichen Ländern höhere Ausgaben für den Wohnbau hinzu. Dabei waren zwei Faktoren von Bedeutung:

Erstens wurden die Ausgaben der privaten Haushalte und das Konsumklima durch steigende Einkommen, sinkende Arbeitslosigkeit und hohe Preise für Vermögenswerte gestärkt. In China z.B. wurden die Ausgaben der privaten Haushalte 2005 durch einen kräftigen Zuwachs des realen Pro-Kopf-Einkommens sowohl in den Städten als auch in ländlichen Regionen (9½% bzw. 6%) unterstützt. In Indien und Korea spielten die Erholung der Einkommen in der Landwirtschaft bzw. verbesserte Vermögenspositionen der privaten Haushalte eine ähnliche Rolle. In Hongkong war der Aufschwung mit einem Wiederanstieg der Vermögenspreise verbunden. In Lateinamerika wurden ähnliche Einkommens- und Vermögenseffekte durch deutliche Verbesserungen der Terms of Trade begünstigt (s. weiter unten). In Argentinien und Chile erhielt der private Verbrauch im letzten Jahr durch die stark gestiegenen Reallöhne Auftrieb. Das Gleiche galt für mehrere Volkswirtschaften Mittel- und Osteuropas. In der Tschechischen Republik erholte sich die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern infolge der hohen Einkommen der privaten Haushalte. Auch in der Türkei nahmen bei rückläufiger Inflation

... aber auch hohe Ausgaben der privaten Haushalte ...



und sinkenden Zinssätzen die privaten Ausgaben für langlebige Konsumgüter erneut zu.

Zweitens verlieh die rasche Ausweitung der Kreditvergabe der Banken den Ausgaben der privaten Haushalte zusätzliche Dynamik. Dies zeigt sich in dem Verhältnis zwischen ausstehenden Krediten an private Haushalte und BIP, das in den letzten Jahren in vielen Ländern rasant zugenommen hat (Grafik III.2). Ein wichtiger Grund für diese Kreditexpansion waren die niedrigen Finanzierungskosten, die mit der weiterhin lockeren Geldpolitik verbunden waren (s. weiter unten). Eine Rolle spielten auch der Rückgang der Inflation, die weitere Deregulierung der Kreditmärkte, Steuernachlässe beim Kauf von Wohneigentum und weitreichende Innovationen im Finanzsektor, die immer mehr private Haushalte an die Hypothekenmärkte brachten.

... mit zusätzlicher Dynamik dank Bankkrediten

In Brasilien nahm die Kreditvergabe an die privaten Haushalte im vergangenen Jahr sprunghaft um 37% zu, nachdem den Banken als wirksamer Schutz gegen das Ausfallrisiko direkter Zugriff auf die Löhne ermöglicht worden war. In Saudi-Arabien trugen die schnell wachsende junge Bevölkerung sowie die Tatsache, dass Banken nun ihre Forderungen durch Lohnpfändung eintreiben können, zu einer ähnlich rasanten Kreditexpansion bei.

Im Gegensatz zu den kräftigen Ausgaben der privaten Haushalte blieben die gewerblichen Anlageinvestitionen – insbesondere die Investitionsausgaben des Unternehmenssektors – in den meisten Regionen auf relativ niedrigem Niveau (Tabelle III.2). Dies war vor allem in Asien der Fall, wo die gewerblichen Anlageinvestitionen in Relation zum BIP entweder weiter zurückgingen oder deutlich unter den vor den asiatischen Finanzkrisen 1997/98 verzeichneten Niveaus lagen. China bildete eine bedeutende Ausnahme von diesem Trend. Auch in Indien erholten sich die Gesamtinvestitionen angesichts robuster Unternehmensgewinne und steigender Aktienkurse.

Schwache gewerbliche Anlageinvestitionen in Asien ...

Dass die gewerblichen Anlageinvestitionen in mehreren Ländern Asiens trotz kräftiger Unternehmensgewinne und verbesserter Bilanzen gering waren, hat viele Beobachter überrascht. Es spricht allerdings Verschiedenes dafür,

... trotz kräftiger Gewinne

Anlageinvestitionen									
In Prozent des BIP									
	Investitionen in Wohneigentum <sup>1</sup>			Gewerbliche Anlageinvestitionen			Investitionen insgesamt		
	1996 <sup>2</sup>	2000	2005 <sup>3</sup>	1996 <sup>2</sup>	2000	2005 <sup>3</sup>	1996 <sup>2</sup>	2000	2005 <sup>3</sup>
Asien									
China	2,9	3,3	5,9	29,9	29,5	39,3	32,8	32,9	45,2
Hongkong SVR	15,1	11,8	7,6	15,7	14,6	13,2	30,8	26,4	20,8
Indien <sup>4</sup>	4,5	6,1	6,9	20,2	16,8	17,8	24,7	22,9	26,0
Korea	7,0	4,3	5,9	30,5	26,8	23,2	37,5	31,1	29,1
Sonstige <sup>5, 6</sup>	10,3	6,0	5,1	25,5	17,3	17,4	35,7	23,3	22,6
Lateinamerika									
Argentinien	5,0	4,7	4,5	13,1	11,5	17,0	18,1	16,2	21,5
Brasilien	9,0	8,7	7,0	10,2	10,6	13,0	19,3	19,3	20,0
Chile	9,3	7,1	7,5	17,1	13,7	14,9	26,4	20,7	22,4
Mexiko	3,8	4,7	4,8	14,1	16,7	14,5	17,8	21,4	19,3
Mittel- und Osteuropa <sup>5, 7</sup>	7,2	6,3	4,4	16,4	17,4	15,9	23,6	23,7	20,4
Südafrika	1,7	1,4	2,0	14,6	13,7	14,9	16,3	15,1	16,8

<sup>1</sup> Einschl. nicht aufgliederbarer Bautätigkeit. <sup>2</sup> Südafrika: 1998. <sup>3</sup> Oder zuletzt verfügbare Daten. <sup>4</sup> Für das im April beginnende Haushaltsjahr. <sup>5</sup> Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Länder auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>6</sup> Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. <sup>7</sup> Polen, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: CEIC; Datastream; Eurostat; Angaben der einzelnen Länder. Tabelle III.2

dass sich der Spielraum bei den Unternehmensausgaben in den vergangenen Jahren teilweise vergrößert hat. Beispielsweise haben die Unternehmen seit den Krisen von 1997/98 ihre Schuldenquote deutlich verringert. In Korea ging diese in der Zeit von 1998 bis 2005 um etwa zwei Drittel auf 111% zurück. Darüber hinaus wurden Überkapazitäten wesentlich reduziert oder komplett abgebaut, und es fließen mehr Bankkredite an den Unternehmenssektor. In Korea, Indonesien und Malaysia etwa erhöhten sich die gewerblichen Anlageinvestitionen im vergangenen Jahr beträchtlich.

Heterogenes Bild in anderen Regionen

In Lateinamerika ist das Bild uneinheitlicher, wobei die Investitionen besonders in Brasilien starken Schwankungen unterworfen waren. Nach einem Zuwachs von über 10% im Jahr 2004 fiel hier das reale Investitionswachstum 2005 auf 2%. In Mexiko hing die jüngste Schwäche bei den gewerblichen Anlageinvestitionen mit einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit im Exportsektor zusammen. Der Anteil Mexikos an den Importen der USA beispielsweise ging von 2001 bis 2005 um etwa 1½ Prozentpunkte zurück. In Argentinien hingegen stiegen die gewerblichen Anlageinvestitionen in den beiden letzten Jahren wieder an. In Mittel- und Osteuropa sind die Investitionsquoten seit fünf Jahren rückläufig, u.a. infolge der geringen gewerblichen Anlageinvestitionen.

#### *Wachsender Inflationsdruck*

Niedrige Inflation, aber steigender Druck

Das dynamische Wachstum und die steigenden Rohstoffpreise führten in allen Regionen zu einem Aufwärtsdruck auf die Preise. Dennoch blieb die Inflation im vergangenen Jahr in den meisten Ländern unter Kontrolle (Tabelle III.3). In China, wo die Produktion besonders kräftig wuchs, war die gemessene

Verbraucherpreise <sup>1</sup>							
Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent							
	Verbraucherpreisanstieg				Kerninflation <sup>2</sup>		
	2004	2005	2006		2004	2005	2006 April <sup>3</sup>
			April <sup>3</sup>	Jahres- prognose <sup>4</sup>			
Asien <sup>5</sup>	4,4	3,4	3,1	3,8	2,1	2,0	1,2
China	3,9	1,9	1,2	2,2	-0,6	0,2	-1,0
Indien	6,6	4,8	3,6	4,9	7,0	3,9	2,5
Indonesien	6,1	10,5	15,4	13,5	6,0	7,5	9,4
Korea	3,6	2,8	2,0	2,8	2,4	2,3	2,2
Thailand	2,8	4,5	6,0	4,5	0,4	1,6	2,9
Sonstige <sup>5, 6</sup>	2,3	3,4	3,3	3,3	1,6	2,4	2,4
Lateinamerika <sup>5</sup>	6,1	5,7	5,1	5,2	5,8	5,7	5,2
Argentinien	6,1	12,3	11,6	12,3	6,4	14,2	11,6
Brasilien	7,6	5,7	4,6	4,4	7,9	5,6	5,0
Mexiko	5,2	3,3	3,2	3,4	3,8	3,1	3,2
Sonstige <sup>5, 7</sup>	4,2	3,7	3,7	3,7	3,8	3,0	3,7
Mitteleuropa <sup>5</sup>	4,0	2,3	1,6	1,6	2,9	1,8	1,2
Polen	3,6	2,1	0,7	1,0	2,1	1,8	0,9
Tschechische Republik	2,8	1,9	2,8	2,7	2,4	1,8	2,3
Ungarn	6,8	3,6	2,7	2,3	5,8	2,1	0,7
Russland	10,9	12,7	9,8	9,9	7,9	6,7	6,0
Südafrika	1,4	3,4	2,8	4,1	4,7	4,1	2,3
Türkei	8,6	8,2	8,8	7,6	12,3	11,0	11,6

<sup>1</sup> Indien: Großhandelspreise. Periodendurchschnitt; Lateinamerika: am Periodenende. <sup>2</sup> Verbraucherpreisanstieg ohne Nahrungsmittel und Energie bzw. Definition des betreffenden Landes. <sup>3</sup> Oder zuletzt verfügbare Daten. <sup>4</sup> Im Mai veröffentlichte Consensus-Prognose. <sup>5</sup> Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Volkswirtschaften auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>6</sup> Hongkong SVR, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China). <sup>7</sup> Chile, Kolumbien, Peru.

Quellen: IWF; OECD; CEIC; © Consensus Economics; Angaben der einzelnen Länder; Schätzungen der BIZ. Tabelle III.3

Inflation äußerst gering. In Indien und Korea schwächte sich die Inflation gegen Ende 2005 ab, nachdem sie 2004 deutlich gestiegen war. In mehreren asiatischen Ländern wirkte sich die Aufhebung der Ölsubventionen auf die Inflationsrate aus. In Lateinamerika verzeichneten Brasilien und Mexiko im zweiten Halbjahr 2005 überwiegend sinkende Inflationsraten. In Chile stieg die Inflation gegen Ende 2005 zwar an, doch die Kerninflation blieb gedämpft. In Argentinien und Venezuela war die Inflationsrate dagegen immer noch verhältnismäßig hoch. In Mitteleuropa war die Inflation im vergangenen Jahr in den meisten Ländern rückläufig, was nicht nur auf die Währungsaufwertungen zurückzuführen war, sondern auch auf einen stärkeren Wettbewerb im Einzelhandel. In der Türkei ging die Inflationsrate letztes Jahr abermals zurück und setzte somit ihren längerfristigen Trend fort.

#### Ausblick und Risiken

Die Prognosen für 2006 gehen für die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften von einem nach wie vor starken oder sich gar beschleunigenden Wachstum aus. Dennoch wird erwartet, dass die Mehrheit der Länder weiter einen Leistungsbilanzüberschuss verzeichnet und die Inflation moderat bleibt. Natürlich sind solche Prognosen nicht frei von Risiken.

Starkes Wachstum für 2006 wahrscheinlich, aber eventuell Exportrückgang ...

... Überhitzung der Immobilienmärkte ...

Erstens bedeutet die anhaltende Abhängigkeit zahlreicher Länder vom exportgetriebenen Wachstum, dass sie gegenüber Schwankungen in den wichtigsten Industrieländern sowie in China anfällig sind. Länder mit umfangreicher Auslandsfinanzierung könnten außerdem von einem Wandel der Anlegerstimmung getroffen werden. Zweitens bergen auch die kreditfinanzierten Ausgaben der privaten Haushalte Risiken. Eine zu schnelle Ausweitung der Nachfrage nach Wohneigentum könnte zu einer Überhitzung am Immobilienmarkt führen, besonders in Asien. Dort sind die Immobilienpreise in den letzten beiden Jahren gestiegen, wenn es sich auch in mehreren Fällen (z.B. Hongkong, Singapur und Thailand) um eine Erholung von einem vorangegangenen Preisrückgang handelte. Für Korea stellte der Immobilienmarkt 2005 eine große Herausforderung dar, da die Immobilienpreise in der ersten Jahreshälfte in einigen Städten drastisch anstiegen. Die Behörden reagierten mit Stabilisierungsmaßnahmen (u.a. Steuererhöhungen, Beschränkungen für Hypothekenkreditgeschäfte zu Spekulationszwecken sowie der Ausweisung von zusätzlichem Bauland), um eine Abkühlung des Immobilienmarktes zu erreichen. In Südafrika kam es zu einem steilen Preisanstieg am Immobilienmarkt: Die Preise für Wohnimmobilien legten in den beiden vergangenen Jahren um 50% zu.

... und möglicherweise überschuldete private Haushalte

Ein drittes Risiko entsteht daraus, dass die Banken in vielen Ländern, insbesondere in Mitteleuropa, einen Großteil ihrer Risiken zu den privaten Haushalten verlagert haben, indem sie ihnen Kredite mit variabler Verzinsung oder in Fremdwährungen gewährten. Es ist schwierig abzuschätzen, ob die privaten Haushalte in der Lage wären, unerwarteten Schocks, die zu einer raschen Erhöhung ihrer Schuldenlast führen könnten, standzuhalten. Die Erfahrungen in Korea im Jahr 2003 haben außerdem gezeigt, dass eine schnell wachsende Verschuldung der privaten Haushalte, selbst in Landeswährung, hohe Schwankungen des Konsumverhaltens hervorrufen und das zukünftige Wirtschaftswachstum beeinträchtigen kann.

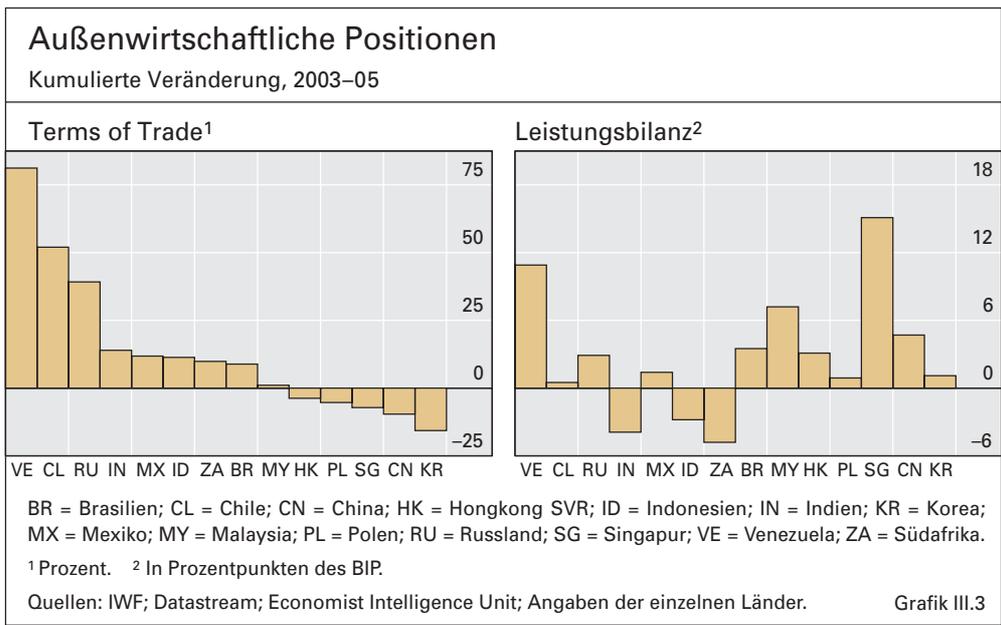
## Zwei bedeutende externe Herausforderungen

Zwei wichtige Entwicklungen der letzten Jahre waren die markanten Verschiebungen der Terms of Trade der aufstrebenden Volkswirtschaften und die anhaltend hohe Nachfrage nach Vermögenswerten dieser Länder. Solche Entwicklungen haben umfangreiche Auswirkungen, nicht nur auf das Wachstum, sondern auch auf die Fiskal- und die Geldpolitik.

### *Verschiebungen der Terms of Trade*

Massive Verschiebungen der Terms of Trade ...

Die Veränderungen der relativen Preise seit 2002 gingen mit massiven Verschiebungen der Terms of Trade der aufstrebenden Volkswirtschaften einher. Beispielsweise stiegen die Ölpreise von 2001 bis Anfang 2006 in Dollar gerechnet fast auf das Doppelte, nachdem sie in den 1990er Jahren deutlich gesunken waren. Auch die Preise für Industriemetalle und bestimmte Agrarrohstoffe schnellten in diesem Zeitraum empor. Gleichzeitig erhöhten sich die Preise in der verarbeitenden Industrie weltweit nur mäßig. So verzeichneten die rohstoffexportierenden Länder in den letzten Jahren sehr



umfangreiche Verbesserungen der Terms of Trade (Grafik III.3 links). Im Gegensatz dazu mussten Länder, in denen Industriegüter oder Dienstleistungen einen hohen Exportanteil haben und der Importbedarf an Erdöl hoch ist, beträchtliche Terms-of-Trade-Verluste hinnehmen.

Die Auswirkungen der Verschiebungen der Terms of Trade waren auch innerhalb der Gruppe der rohstoffexportierenden Länder unterschiedlich. Deutlich verbesserte Terms of Trade gingen in mehreren lateinamerikanischen Ländern mit höheren Leistungsbilanzüberschüssen einher (Grafik III.3 rechts): Brasilien, Chile, Kolumbien, Peru und Venezuela konnten allesamt einen starken Anstieg der Preise ihrer Hauptexportgüter verbuchen. Auch andere Regionen profitierten erheblich von höheren Exportpreisen, vor allem ölexportierende Länder wie Russland und Saudi-Arabien.

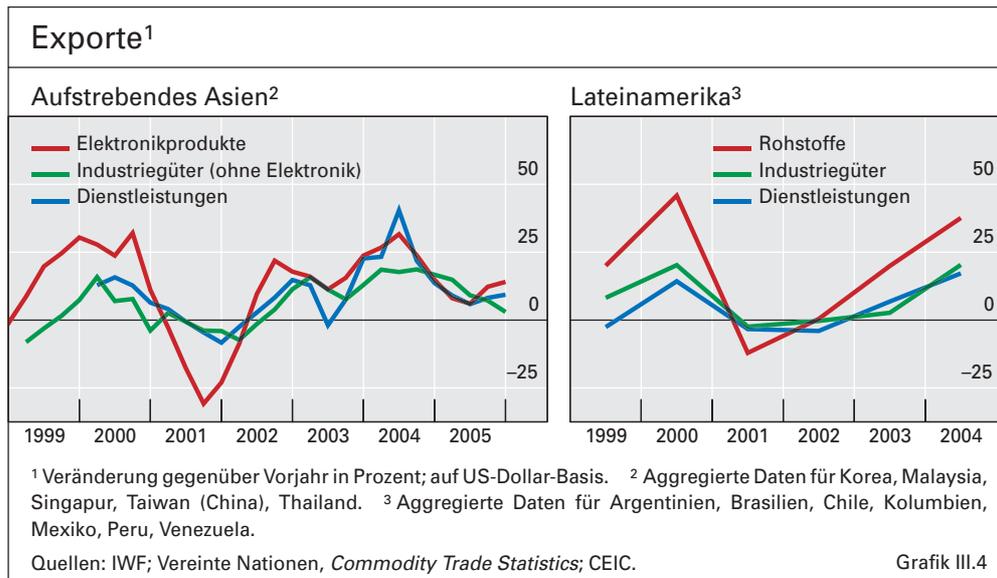
Gleichzeitig erhöhte sich in vielen Ländern mit günstigeren Terms of Trade auch das Exportvolumen deutlich. Dies galt nicht nur für Rohstoffexporte, sondern auch für ein breites Spektrum an Industriegütern und Dienstleistungen. Beispielsweise wurde der Rückgang der Exportpreise für Argentinien's Primärrohstoffe um 9% im letzten Jahr durch einen Anstieg des Exportvolumens um 27% mehr als ausgeglichen. Dagegen kam es in einigen anderen rohstoffexportierenden Ländern zu einer Verschlechterung des Leistungsbilanzsaldos, da gestiegene Importe und höhere Zahlungen bei den übrigen Komponenten das Exportwachstum bei Weitem überstiegen. Dies war der Fall in Südafrika, das im vergangenen Jahr ein Rekord-Leistungsbilanzdefizit von über 4% des BIP auswies.

Einiges deutet darauf hin, dass die negativen Auswirkungen von Terms-of-Trade-Verlusten auf die rohstoffimportierenden Länder geringer waren als erwartet. Dies gilt insbesondere für Asien, wo generell eine recht hohe Abhängigkeit vom Öl besteht. Trotz einer deutlichen Verlangsamung im letzten Jahr war das Exportwachstum in weiten Teilen Asiens nach wie vor kräftig (Grafik III.4), sodass die durch die Terms of Trade bedingten Verluste bis zu einem gewissen Grad ausgeglichen wurden. Ein Teil der zusätzlichen Ein-

... und entsprechend höhere Leistungsbilanzüberschüsse in einigen Ländern ...

... nicht zuletzt dank größerem Exportvolumen ...

... in anderen Ländern jedoch begrenzte Terms-of-Trade-Verluste



nahmen der ölexportierenden Länder wurde nämlich über den Außenhandel wieder an die asiatische Region zurückgeführt. Tatsächlich nahmen die Exporte der asiatischen Länder (ohne Japan) in die ölexportierenden Länder im ersten Halbjahr 2005 um 27% zu, und im Ergebnis verbuchten viele asiatische Volkswirtschaften immer noch hohe Leistungsbilanzüberschüsse.

Günstige Terms of Trade von Dauer?

Es stellt sich die Frage, ob die jüngste Verschiebung der Terms of Trade angesichts der traditionell hohen Preisschwankungen von Rohstoffen von Dauer sein wird. Auf der einen Seite ist es möglich, dass ein starkes Weltwirtschaftswachstum noch weitere Steigerungen der Rohstoffnachfrage nach sich ziehen wird. Die anhaltend lebhaftere Konjunktur in China weist in diese Richtung. Im vergangenen Jahr entfielen über 57% der zusätzlichen Nachfrage nach Aluminium auf China, bei Kupfer waren es 60% und bei Öl mehr als 30%. Dieser Trend könnte sich in Zukunft noch verstärken, falls die Nachfrage nach Öl und anderen Rohstoffen in Indien deutlich steigt. Auf der anderen Seite hat die Vergangenheit gezeigt, dass im Vergleich zu den Ölpreisen die Preise anderer Rohstoffe volatiler waren und eine stärkere Tendenz aufwiesen, zu ihrem Mittelwert zurückzukehren. Das mag zum Teil an den unterschiedlichen Marktstrukturen liegen, da durch den Kartellcharakter des Ölmarktes die Steuerung des Angebots erleichtert wird. An anderen Märkten (vor allem bei Agrarrohstoffen) reagiert das Angebot dagegen stärker auf das Preisniveau. Höhere reale Preise bei den Rohstoffen könnten die künftige Nachfrage dennoch dämpfen, besonders wenn technologische Innovationen zu einem effizienteren Rohstoffeinsatz führen.

#### *Große Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften*

Die Nachfrage nach Vermögenswerten der aufstrebenden Volkswirtschaften nahm im Berichtszeitraum zu. Die privaten Nettokapitalströme beliefen sich 2005 auf etwa \$ 254 Mrd., deutlich mehr als 2004 (Tabelle III.4) und weit über dem Niveau des Zeitraums 1998–2002. Auch im ersten Quartal 2006 wurden

Private Nettokapitalströme in aufstrebenden Volkswirtschaften					
Mrd. US-Dollar					
	Jahres- durchschnitt 1990–97 <sup>1</sup>	Jahres- durchschnitt 1998–2002	2003	2004	2005
<b>Aufstrebende Volkswirtschaften<sup>2</sup></b>					
Kapitalströme insgesamt	130	79	160	231	254
Direktinvestitionen	74	167	158	184	212
Portfolioinvestitionen	50	-3	-4	35	39
Sonstige private Kapitalströme	6	-85	7	12	3
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo</i>	-78	70	229	311	511
<i>Veränderung der Reserven<sup>3</sup></i>	-73	-116	-352	-515	-580
<i>Öffentliche Kapitalströme</i>	21	8	-62	-82	-139
<i>Sonstige<sup>4</sup></i>	2	-41	23	56	-46
<b>Asien</b>					
Kapitalströme insgesamt	55	-1	64	120	54
Direktinvestitionen	36	58	68	60	72
Portfolioinvestitionen	15	-5	4	4	-31
Sonstige private Kapitalströme	4	-54	-9	56	13
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo</i>	-10	104	166	184	241
<i>Veränderung der Reserven<sup>3</sup></i>	-37	-87	-227	-340	-282
<i>Öffentliche Kapitalströme</i>	6	1	-18	2	5
<i>Sonstige<sup>4</sup></i>	-13	-17	14	34	-18
<b>Lateinamerika</b>					
Kapitalströme insgesamt	48	37	16	6	25
Direktinvestitionen	23	62	35	48	51
Portfolioinvestitionen	31	1	-8	-14	28
Sonstige private Kapitalströme	-6	-26	-11	-28	-54
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo</i>	-37	-53	7	18	30
<i>Veränderung der Reserven<sup>3</sup></i>	-19	3	-36	-24	-32
<i>Öffentliche Kapitalströme</i>	3	12	6	-7	-25
<i>Sonstige<sup>4</sup></i>	5	1	7	8	2
<b>Mittel- und Osteuropa</b>					
Kapitalströme insgesamt	9	34	52	71	108
Direktinvestitionen	7	23	17	34	41
Portfolioinvestitionen	4	2	6	27	29
Sonstige private Kapitalströme	-2	9	30	10	38
<i>Nachrichtlich: Leistungsbilanzsaldo</i>	-6	-24	-37	-59	-63
<i>Veränderung der Reserven<sup>3</sup></i>	-6	-11	-12	-14	-41
<i>Öffentliche Kapitalströme</i>	0	0	-5	-7	-9
<i>Sonstige<sup>4</sup></i>	4	1	3	9	4
<i>Nachrichtlich: Brennstoffexporteure</i>					
<i>Private Nettokapitalströme</i>	0	-9	13	5	5
<i>Leistungsbilanzsaldo</i>	9	60	109	189	347

<sup>1</sup> Brennstoffexporteure: 1994–97. <sup>2</sup> Einschl. Afrika, Gemeinschaft unabhängiger Staaten und Naher Osten. <sup>3</sup> Negatives Vorzeichen = Anstieg. <sup>4</sup> Einschl. Restposten.

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*.

Tabelle III.4

offenbar hohe Kapitalströme verzeichnet, obwohl es in jüngster Zeit einige Schwankungen gab.

Beträchtlicher Anstieg der Nettokapitalzuflüsse

Die Nettokapitalzuflüsse nach Mitteleuropa und Lateinamerika erhöhten sich 2005 beträchtlich, während die privaten Nettokapitalzuflüsse nach Asien um die Hälfte zurückgingen. Ein Großteil der Veränderungen bei den nach Regionen aufgeschlüsselten privaten Kapitalströmen lässt sich durch die Kategorien „Portfolioinvestitionen“ und „Sonstige private Kapitalströme“ erklären. In Asien kehrte sich die Richtung der Nettoportfolioinvestitionen um, sodass es 2005 zu einem Kapitalabfluss kam (in dem sich zumindest teilweise erhebliche Bruttoabflüsse widerspiegeln), und auch die sonstigen privaten Kapitalströme (einschl. grenzüberschreitender Bankkredite) gingen zurück.

Ausländische Direktinvestitionen nach wie vor am wichtigsten

Der wichtigste Bestandteil der Nettokapitalströme sind immer noch die ausländischen Nettodirektinvestitionen, die 2005 \$ 212 Mrd. erreichten – ein leichter Anstieg gegenüber 2004. Auch die regionale Verteilung war 2005 ähnlich wie im Vorjahr: \$ 72 Mrd. an Asien, \$ 51 Mrd. an Lateinamerika und \$ 41 Mrd. an Mittel- und Osteuropa; der Rest verteilte sich zu gleichen Teilen auf Afrika und den Nahen Osten. In einigen Fällen waren die Bruttozuflüsse höher als die Nettozuflüsse, was auf die wachsenden Abflüsse von Direktinvestitionen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften zurückzuführen war. Mehrere multinationale Konzerne mit Hauptsitz in den aufstrebenden Volkswirtschaften verfügen inzwischen über hohe Positionen im Ausland. Singapur und Russland z.B. hielten 2004 einen Bestand an Direktinvestitionen im Ausland von jeweils über \$ 100 Mrd. (dies entspricht 104% bzw. 18% des jeweiligen BIP). In Brasilien waren dies \$ 69 Mrd. (11,5% des BIP) und in China, Südafrika und Korea \$ 32–38 Mrd. (2,4%, 18% bzw. 4,7%).

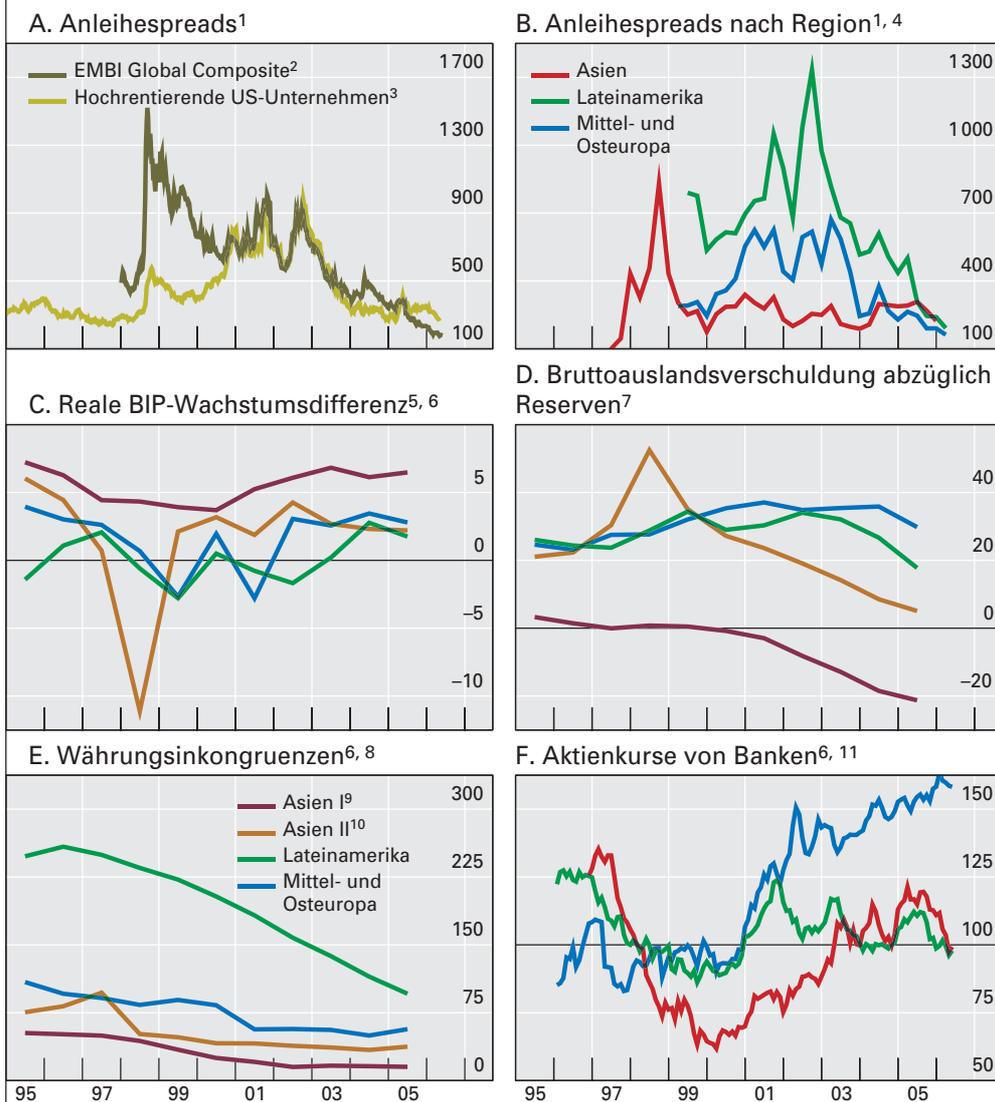
Bedeutende regionale Unterschiede

Die Nettozuflüsse waren in den verschiedenen Regionen und Volkswirtschaften sehr unterschiedlich. In Mittel- und Osteuropa, wo die wirtschaftliche Integration mit dem restlichen Europa weiter fortschreitet, überstiegen die Nettozuflüsse 6% des BIP. In Lateinamerika hingegen fielen sie wesentlich geringer aus. Lediglich eine kleine Gruppe von Ländern wies relativ hohe Leistungsbilanzdefizite mit entsprechendem Bedarf an umfangreichen Kapitalzuflüssen auf, insbesondere Südafrika, die Türkei und Ungarn. Ebenfalls ein Leistungsbilanzdefizit verzeichneten Indien, Mexiko und Polen.

Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften begehrter ...

Gegenwärtig bleibt unklar, inwieweit die gestiegenen Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften ein Ausdruck der lockeren Bedingungen an den Finanzmärkten der entwickelten Länder sind („Push“-Faktoren), die sich aufgrund der geldpolitischen Entwicklung oder eines Wandels der Marktstimmung ergeben haben. Anfängliche Befürchtungen, die Straffung der Geldpolitik in den USA würde zu einem Rückzug aus Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften führen, erwiesen sich als unbegründet, zumindest bis Mai 2006, als die Aktienkurse in vielen Ländern einbrachen. Die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen sind auch 2004 und 2005 noch gesunken, obwohl die US-Leitzinsen stetig erhöht wurden (Grafik III.5, Feld A). Bei den Staatsschuldtiteln mehrerer lateinamerikanischer Emittenten haben sich die Renditenaufschläge verringert. Auch Mittel- und Osteuropa konnten diesbezüglich stetige Verbesserungen verzeichnen. Die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen der von Krisen betroffenen asiatischen Länder, die nach der

## Aspekte der Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften



Anmerkung: Asien sowie Mittel- und Osteuropa in den einzelnen Feldern unterschiedlich definiert.

<sup>1</sup> Basispunkte. <sup>2</sup> Gegenüber US-Schatzpapieren gemäß Berechnung von JPMorgan Chase. <sup>3</sup> Differenz zwischen Indexrendite eines Korbs von US-Dollar-Unternehmensanleihen unterhalb „investment grade“ und 10-Jahres-Swapsätzen. <sup>4</sup> Teilindizes von EMBI Global. Regionaler Durchschnitt auf der Basis der Gewichtungen im EMBI Global Composite. <sup>5</sup> Regionale Wachstumsrate abzüglich G7-Wachstumsrate; Prozentpunkte. <sup>6</sup> Gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. <sup>7</sup> In Prozent des BIP. <sup>8</sup> Anteil der Schulden in Fremdwährung an den Gesamtschulden dividiert durch das Verhältnis der Exporte zum BIP. <sup>9</sup> China, Indien, Taiwan (China). <sup>10</sup> Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Thailand. <sup>11</sup> Im Verhältnis zum marktbreiten Aktienindex, auf US-Dollar-Basis; 1996–2005 = 100.

Quellen: IWF; Bloomberg; Deutsche Bank Research; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Grafik III.5

Krise auf durchschnittlich 830 Basispunkte geklettert waren, sind inzwischen zurückgegangen, liegen jedoch immer noch höher als Mitte 1997 (Grafik III.5, Feld B). Allerdings bleibt abzuwarten, wie sich die allgemeine geldpolitische Straffung in den wichtigsten Industrieländern auswirkt.

Im Hinblick auf diese „Push“-Faktoren gibt es eine Reihe von Erklärungen für die abnehmenden Renditeaufschläge auf Staatsanleihen. Da ist zunächst die Diversifizierung der Portfolios, die zunehmend auch Wertpapiere

... aufgrund weltweit reichlich vorhandener Liquidität ...

aufstrebender Volkswirtschaften enthalten. Außerdem ist die Liquidität an den Anleihemärkten der entwickelten Länder nach wie vor hoch. Dadurch wurden die Renditen langfristiger US-Anleihen 2005 auf niedrigem Niveau gehalten, und ein Renditestreben setzte ein. Dieser Effekt ließ zwar 2006 mit dem Anstieg der langfristigen Zinssätze in den USA nach, aber es ist bemerkenswert, dass sich die Renditenaufschläge auf US-Hochzinsanleihen gegen Ende des Berichtszeitraums stabilisierten, während die Spreads auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften weiter zurückgingen (Grafik III.5, Feld A). Eine solche Entwicklung lässt sich daher nicht allein auf die globalen finanziellen Rahmenbedingungen zurückführen. Sicherlich spielt auch die Einschätzung der Anleger eine Rolle, dass die grundlegenden Risiken von Anlagen in Schultiteln aufstrebender Volkswirtschaften abgenommen haben (mehr dazu in Kapitel VI).

... günstigerer  
Fundamentaldaten ...

Im Hinblick auf die „Pull“-Faktoren, die hinter den Kapitalzuflüssen stehen, sind vier wesentliche Verbesserungen der wirtschaftlichen Fundamentaldaten in dieser Dekade zu nennen. Erstens haben Wirtschaftsreformen und die stärkere Integration in die Weltwirtschaft die Wachstumsraten der meisten Länder im Vergleich zu den wichtigsten entwickelten Marktwirtschaften angehoben (Grafik III.5, Feld C). Die Auswirkungen des EU-Beitritts von Ländern in Mittel- und Osteuropa, die stärkere Außenhandelsorientierung in Lateinamerika und die zunehmende Integration Chinas und Indiens in die Weltwirtschaft hatten eine stimulierende Wirkung auf das Wachstum in den betreffenden Ländern und brachten außerdem eine Steigerung der Nachfrage nach Gütern aus anderen aufstrebenden Volkswirtschaften mit sich.

... niedrigerer  
Auslands-  
verschuldung ...

Zweitens haben die Leistungsbilanzüberschüsse in mehreren Ländern einen Abbau der Nettoauslandsverschuldung möglich gemacht. Die Währungsreserven nahmen zu, und Auslandsverbindlichkeiten wurden getilgt, wobei Schulden gegenüber öffentlichen Gläubigern bzw. umgeschuldeten Verbindlichkeiten besondere Bedeutung zukam. In einigen Fällen wurden Auslandsschulden mithilfe von Währungsreserven abgebaut. Russland z.B. tilgte im vergangenen Jahr seine Schulden beim IWF und zahlte \$ 15 Mrd. an die Gläubigerländer des Pariser Clubs zurück. Brasilien beglich im Dezember 2005 Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF in Höhe von \$ 15,5 Mrd. sowie gegenüber dem Pariser Club in Höhe von \$ 2,6 Mrd., und im April 2006 zahlte das Land seine Brady-Anleihen zurück (was allerdings zum Teil durch neue Auslandsschulden finanziert wurde). Auch Argentinien tilgte seine ausstehenden Verbindlichkeiten gegenüber den internationalen Finanzorganisationen (Grafik III.5, Feld D). Nigeria erreichte im April 2006 als erstes afrikanisches Land eine vollständige Entschuldung gegenüber dem Pariser Club – von den Schulden über insgesamt \$ 30 Mrd. wurden \$ 12,4 Mrd. zurückgezahlt, und für den verbleibenden Betrag wurde ein Schuldenerlass gewährt. Den wachsenden Leistungsbilanzüberschüssen und Schuldentilgungen standen im Inland beträchtliche Erhöhungen der nationalen Sparquoten gegenüber. Ein bemerkenswertes Beispiel ist die Sparquote für Lateinamerika als Ganzes, die 2005 auf 22% des BIP anstieg, während sie zu Beginn dieses Jahrzehnts noch bei etwa 17% des BIP gelegen hatte.

Drittens sind die Währungsinkongruenzen geringer geworden (Grafik III.5, Feld E), denn im internationalen Bankkreditgeschäft werden die Kredite zunehmend in Landeswährung vergeben. Staatliche und andere Akteure an den Kapitalmärkten haben den Anteil ihrer auf Fremdwährung lautenden Schulden reduziert und in größerem Umfang inländische Schuldtitel begeben. Den BIZ-Statistiken zufolge stieg der gesamte Umlauf inländischer Anleihen und Notes von lateinamerikanischen Emittenten von \$ 228 Mrd. im Jahr 2000 auf \$ 379 Mrd. im Jahr 2005. Bei den ausländischen Schuldtiteln ergab sich im selben Zeitraum ein Rückgang von \$ 17 Mrd. Der Anteil der an den Wechselkurs gebundenen Schuldtitel ist an mehreren wichtigen inländischen Anleihemärkten zurückgegangen. In Brasilien beispielsweise verringerte sich der Anteil solcher indexierten Schuldtitel an der gesamten Staatsverschuldung von 37% im Jahr 2002 auf 2,3% im ersten Quartal 2006. Die inländischen Anleihemärkte haben auch an Tiefe gewonnen, und der internationale Handel mit inländischen Schuldtiteln nimmt rasant zu. Bedeutsam ist ferner, dass sich offensichtlich auch die Fristigkeitenstruktur der inländischen Staatsschuldtitel in einigen Ländern allmählich ausgeweitet hat. Die größere Tiefe der Märkte für Schuldtitel in Landeswährung bietet den globalen Anlegern neue Möglichkeiten, ihre Renditen merklich zu erhöhen. Da die Renditen inländischer Anleihen in aufstrebenden Volkswirtschaften stärker auf binnenwirtschaftliche Faktoren zu reagieren scheinen und gleichzeitig vergleichsweise wenig mit den Renditen in entwickelten Ländern oder anderen aufstrebenden Volkswirtschaften korrelieren, sind solche Wertpapiere auch eine Gelegenheit zur Diversifizierung.

... soliderer  
Bilanzen ...

Viertens haben sowohl die Nichtfinanzunternehmen als auch die Banken in den letzten Jahren ihre Finanzlage verbessert. Die Schuldenquote der Unternehmen ist zurückgegangen, und im Bankensystem wurden allgemeine und weitreichende Verbesserungen erzielt. Bei den Banken ist die Rendite der Aktiva gestiegen, und es gibt einige Hinweise darauf, dass sich ihre Bilanzen gefestigt haben. Ein weiterer einfacher Indikator ist das Verhältnis der Aktienindizes der Banken zu den marktbreiten Indizes, das sich nach einem drastischen Rückgang während der Krisen Ende der 1990er Jahre wieder erholt hat (Grafik III.5, Feld F).

... und verbesserter  
Bankensysteme

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Leistungsbilanzüberschüsse und verringerte Nettoauslandsschulden in Verbindung mit beträchtlichen Fortschritten bei Wachstum, inländischen Bilanzen und Bankensystemen die ausländische Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften deutlich belebt haben. Gleichzeitig darf nicht außer Acht gelassen werden, dass veränderte Rahmenbedingungen auch gewisse Risiken mit sich bringen. Zwar kann der Aufbau der inländischen Anleihemärkte disziplinierend auf die Fiskalpolitik wirken, indem Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich ungeeigneter Maßnahmen klar zum Ausdruck kommen. Doch in einigen Fällen mag dadurch die Versuchung stärker geworden sein, auf inflationäre Finanzierungsmaßnahmen zurückzugreifen. Zudem könnten die sich wandelnden Risikoengagements der inländischen Anleger Einfluss auf die Finanzstabilität haben. Einerseits ist es für die Marktentwicklung und für eine Diversifizierung der Risiken von Vorteil, wenn die Zahl der lokalen institutionellen Anleger

Dennoch Risiken

zunimmt. Andererseits gibt es Anhaltspunkte dafür, dass sich die Bestände an inländischen Staatsanleihen in einigen Ländern überwiegend in den Portfolios der Banken befinden und diese somit einem beträchtlichen Zinsänderungsrisiko ausgesetzt sind.

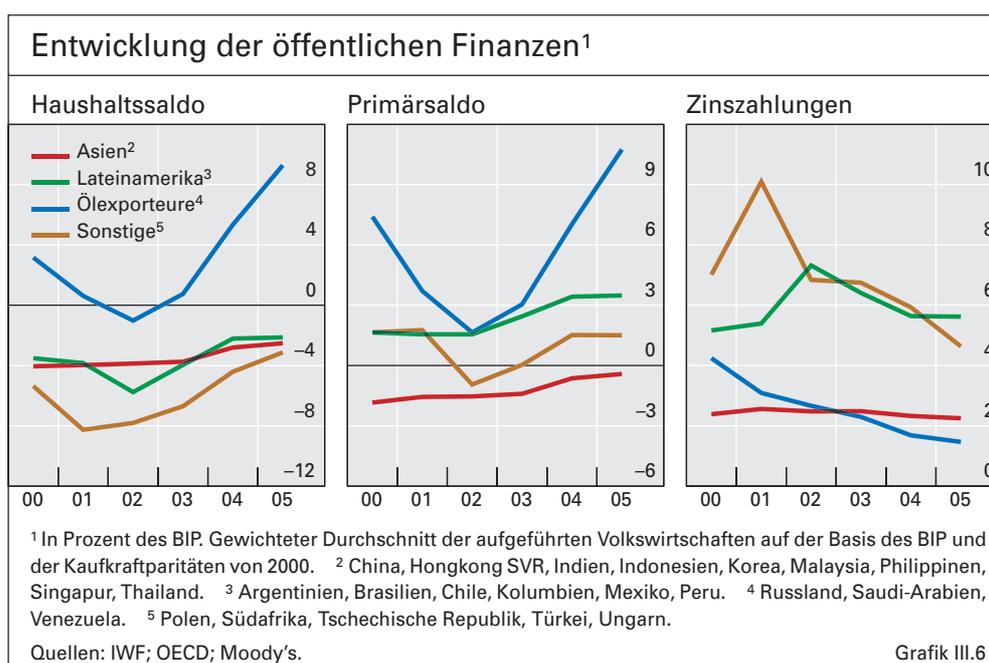
## Fiskalpolitik

Angesichts ihrer verbesserten Terms of Trade und leicht verfügbarer Finanzierungen wie auch vor dem Hintergrund der robusten Entwicklung der Weltwirtschaft stellt sich die Frage, ob die aufstrebenden Volkswirtschaften die günstigen Bedingungen ausreichend nutzen, um ihre Haushaltslage zu verbessern und insbesondere die Staatsverschuldung abzubauen. Die Rückführung der öffentlichen Verschuldung sollte für aufstrebende Volkswirtschaften vorrangig sein, da die meisten von ihnen offenbar eine „Schuldenintoleranz“ aufweisen. Mit anderen Worten: Bei einem Schuldenstand, der von entwickelten Ländern ohne Weiteres verkraftet werden kann, scheinen aufstrebende Volkswirtschaften nach wie vor gegenüber potenziellen Anspannungen im Finanzsektor anfällig zu sein.

### Wie viel fiskalpolitische Anpassung ist angezeigt?

In den letzten Jahren tendierten die Salden der öffentlichen Haushalte zu Überschüssen. In den in Grafik III.6 aufgeführten Ländern verbesserten sie sich von 2002 bis 2005 gemessen am BIP im Median um 2,3 Prozentpunkte. Bei den ölexportierenden Ländern fiel die Verbesserung besonders deutlich aus, während sie in Asien in den vergangenen zwei Jahren geringer war als in anderen Regionen. Unter den in der Grafik dargestellten Ländern erhalten im Allgemeinen diejenigen Länder Haushaltsüberschüsse aufrecht, bei denen die Staatsschuldenquote bereits gering ist (z.B. Chile, Korea und Thailand), sowie insbesondere die Ölexporteure (z.B. Russland, Saudi-Arabien und Venezuela).

Anstieg der  
Haushaltssalden ...



Dennoch bestehen in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften immer noch erhebliche Haushaltsdefizite (Median 2005: 1,6%).

Die Zinszahlungen der aufstrebenden Volkswirtschaften sind im Median zurückgegangen, in einigen Regionen sogar beträchtlich. In Argentinien und der Türkei sind die Zinssätze geradezu drastisch gefallen. Allgemein nutzten die Länder die günstigeren Finanzierungsbedingungen, um neue Schuldtitel zu vorteilhafteren Konditionen zu begeben. Dies erleichterte in einigen Ländern die vorzeitige Tilgung oder den Rückkauf bestehender kostspieliger öffentlicher Schuldtitel. Andere Länder sicherten sich die benötigten Finanzierungen frühzeitig, um von den niedrigeren Zinssätzen der letzten Quartale profitieren zu können. Schätzungen zufolge hatten die aufstrebenden Volkswirtschaften Ende Januar 2006 nahezu die Hälfte ihres Mittelbedarfs für 2006 bereits gedeckt.

... Rückgang bei Zinszahlungen ...

Der Trend des Primärhaushalts (Finanzierungssaldo ohne Zinszahlungen) gibt möglicherweise besseren Aufschluss darüber, ob die jüngsten Haushaltsentwicklungen von Dauer sind (Grafik III.6 Mitte). Der Überschuss des Primärhaushalts ist bei den Ölexporteuren drastisch gestiegen, hat sich aber auch in anderen Ländern erhöht. So belief sich der Primärsaldo in Russland und Saudi-Arabien im Zeitraum 2004/05 auf durchschnittlich rund 8% bzw. 16% des BIP. Auch Argentinien, Brasilien, Chile und die Türkei wiesen beträchtliche Primärüberschüsse (rund 2–7% des BIP) auf. In Indien dagegen befindet sich der Primärsaldo nach wie vor im Minus, doch dieses Defizit verringert sich allmählich.

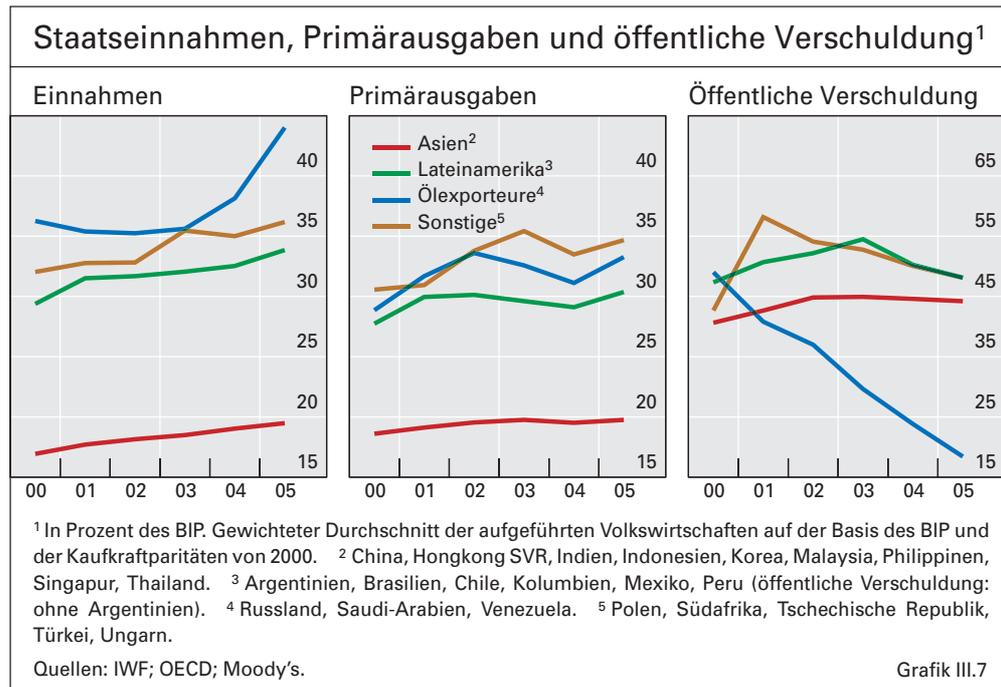
... und Aufwärtstendenz bei Primärsalden

#### *Aspekte der Anpassung von Einnahmen und Ausgaben*

Einige der jüngsten Verbesserungen bei den Primärsalden spiegeln vorübergehende oder konjunkturelle Faktoren wider. Dies lässt befürchten, dass es zu einer einschneidenden Umkehr der Haushaltsentwicklung kommen könnte, wenn die außergewöhnlich günstigen wirtschaftlichen und finanziellen Rahmenbedingungen weltweit nicht mehr gegeben sind. Zwar sind verlässliche und vergleichbare Schätzungen der strukturellen Haushaltssalden aufstrebender Volkswirtschaften nicht generell verfügbar. Doch erhält man einen Eindruck davon, ob die fiskalpolitischen Anpassungen einiger stark verschuldeter aufstrebender Volkswirtschaften von Dauer sind, wenn man analysiert, inwieweit die entsprechenden Maßnahmen mit Blick auf eine permanente Ausgabensenkung und Einnahmensteigerung ergriffen werden. Idealerweise sollten solche Maßnahmen so ausgelegt sein, dass möglichst keine Verzerrungen entstehen, die die Wohlfahrt und das Wachstumspotenzial reduzieren könnten.

Vielen aufstrebenden Volkswirtschaften fällt es ausgesprochen schwer, ihre Ausgaben zu senken. Ein Problem sind die festen Ansprüche an die Haushaltsmittel; dazu zählen Schuldzinsen, hohe staatliche Gehalts- bzw. Rentenzahlungen oder großzügige Sozialversicherungsleistungen. Damit haben u.a. Brasilien und die Türkei zu kämpfen. In Ländern wie China und Indien sowie in ölexportierenden Ländern haben Einnahmensteigerungen aufgrund des lebhaften Wirtschaftswachstums bzw. der zusätzlichen Einnahmen aus dem Ölgeschäft zu Forderungen nach höheren Löhnen oder Sozialausgaben

Ausgabensenkung schwierig



geführt. Abgesehen davon, dass dadurch Ausgabenkürzungen behindert werden, wird auch der Spielraum für nötige Ausgaben zur Verbesserung der Qualität des öffentlichen Dienstes oder zur Unterstützung besonders wichtiger Bereiche wie Gesundheit, Bildung und Infrastruktur kleiner. Wie aus Grafik III.7 ersichtlich, besteht bei den Ausgaben der aufstrebenden Volkswirtschaften neuerdings eine leichte Aufwärtstendenz.

In jüngster Zeit wirkten sich Ausgabenerhöhungen teilweise in geringerem Maße auf die Haushaltslage aus, weil der Anteil der Einnahmen am BIP in allen Regionen, aber natürlich besonders in den ölexportierenden Ländern gestiegen ist (Grafik III.7 links). Die Staatseinnahmenquoten sind in diesem Jahrzehnt im Median um rund 2 Prozentpunkte auf 27,1% im Jahr 2005 gestiegen (im Vergleich dazu betrug die Quote in einigen entwickelten Ländern im Median 38%). Diesen Einnahmensteigerungen standen in vielen Fällen keine entsprechenden Erhöhungen der Primärausgaben gegenüber.

Eine Sorge besteht darin, dass die Staatseinnahmenquoten trotz der jüngst beobachteten Steigerungen in einer Reihe von aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor vergleichsweise gering sind. Zum Beispiel machen in Indien und auf den Philippinen die Einnahmen etwa 18–20% des BIP aus und liegen damit deutlich unter dem Durchschnittswert von 29% in den USA, wo die Steuern im Vergleich zu anderen entwickelten Ländern niedrig sind.

Eine weitere Befürchtung geht dahin, dass sich die Steigerungen der Einnahmenquoten bei einem Konjunkturabschwung umkehren, sofern nicht Strukturreformen mit dem Ziel einer dauerhaften Verbesserung der Haushaltslage erfolgen. Die in dieser Hinsicht erzielten Fortschritte sind unterschiedlich. Für die Philippinen beispielsweise wird aufgrund der seit Kurzem ausgedehnten Erhebung der Mehrwertsteuer mit deutlich mehr Einnahmen gerechnet. Dennoch wird das künftige Ausgabenwachstum wohl begrenzt werden müssen, um die verbesserte Haushaltsposition zu wahren. In Indien

Steigende Staatseinnahmenquoten hilfreich ...

... wenn auch in manchen Fällen immer noch gering ...

... und ohne Strukturreformen nicht von Dauer

schreibt das 2003 verabschiedete Gesetz über fiskalpolitische Verantwortung und Budgetmanagement vor, den laufenden Haushalt (ohne Investitionen) bis 2008 auszugleichen. Bei der Erweiterung der Steuerbemessungsgrundlage im Dienstleistungsbereich sind gewisse Fortschritte zu verzeichnen. In der Türkei soll die Steuerbemessungsgrundlage erweitert werden, um auch den umfangreichen informellen Sektor zu erfassen und die Einkommen- und Körperschaftsteuer auszudehnen. Diese Maßnahmen werden jedoch Zeit brauchen. In einigen Ländern haben die Staatseinnahmen inzwischen einen relativ hohen Anteil am BIP. Dies wurde jedoch häufig durch Steuern erreicht, die – wie die Besteuerung von Finanztransaktionen – einen stark verzerrenden Effekt haben. Wie eine jüngere Untersuchung des Einsatzes solcher Steuern in Brasilien zeigt, könnte die Hinwendung zu einem weniger verzerrenden Steuersystem das Wirtschaftswachstum fördern, ohne die Staatseinnahmen zu beschneiden.

#### *Herausforderungen durch Rohstoffpreisanstieg*

Seit 2003 stellen die Höhenflüge bei den Rohstoffpreisen die Fiskalpolitik vor zwei große Herausforderungen: Erstens mussten einige ölimportierende Länder – vor allem in Asien – über die Subventionen zur Senkung der Energiekosten entscheiden. Die steigenden Ölpreise haben die Kosten dieser Subventionen erhöht und die Verzerrungen verschärft, die sich ergeben, wenn die Verbraucher (und gelegentlich die Unternehmen) vor Preisänderungen abgeschirmt werden. In manchen Fällen wurden die Subventionskosten weitgehend an die staatlichen Ölgesellschaften weitergegeben, die die Endverbraucherpreise nicht anheben dürfen. Diese künstlich niedrig gehaltenen Preise führten zu Knappheiten, verleiteten lokale Ölgesellschaften zu Verkäufen ins Ausland und begünstigten den Schmuggel. Manche Länder haben mit der Streichung der Subventionen reagiert. In Thailand beispielsweise wurden 2005 die Brennstoffsubventionen aufgehoben, und in Indien sowie Indonesien wurden sie erheblich verringert, was zu einem sprunghaften Anstieg der entsprechenden Preise führte. Wie weiter unten erörtert, haben die zunehmenden Kosten der Haushaltssubventionen und die Bemühungen um deren Abbau die Inflation steil ansteigen lassen und dadurch die Geldpolitik erschwert.

Zweitens sollten die rohstoffproduzierenden Länder umsichtig auf die Haushaltseffekte reagieren, die sich aus den zusätzlichen Einnahmen durch die hohen Preise ergeben. Da die hohen Rohstoffpreise wahrscheinlich nur vorübergehender Natur sind, müssen entsprechende Ausgabenerhöhungen begrenzt werden, denn die Ausgaben dürften eher auf Dauer angelegt sein. Dadurch würde auch die unerwünschte prozyklische Tendenz der Staatsausgaben eingeschränkt. Außerdem sollte in Ländern, die Öl und andere nicht erneuerbare Rohstoffe exportieren, das Primärdefizit (ohne Rohstoffe) so gewählt werden, dass ein Teil der Rohstoff Erlöse in finanzielle Vermögenswerte investiert werden kann. Die Erträge aus diesen Vermögenswerten können später zur Ausgabenfinanzierung herangezogen werden, wenn das Rohstoffvorkommen erschöpft ist. In mehreren Ländern, darunter China und Russland, gibt es Ausgleichsfonds, denen die zusätzlichen Rohstoffeinnahmen zufließen. Auch in Mexiko wurde 2005 ein Gesetz verabschiedet, wonach zusätzliche Einnahmen aus dem Ölgeschäft zur Finanzierung von Investitionen der staatlichen

Zusätzliche  
Einnahmen nicht  
ausgeben

Unternehmen, insbesondere der Ölgesellschaft Pemex, und zur – beträchtlichen – Aufstockung eines Ölausgleichsfonds verwendet werden. In einigen Ländern war die Einrichtung oder der Betrieb solcher Fonds jedoch mit Herausforderungen verbunden. So hatte in Venezuela ein umfangreicher Streik in der Ölproduktion 2002 zur Folge, dass der makroökonomische Ausgleichsfonds stark schrumpfte. Zwar sind die zusätzlichen Öleinnahmen teilweise zum Aufbau von Währungsreserven und zur Schuldentilgung verwendet worden, doch der Fonds ist seit einiger Zeit nicht mehr aufgefüllt worden. Stattdessen werden erhebliche Mittel zur Finanzierung der laufenden Ausgaben aufgewandt.

Schuldenabbau in  
Russland

Welche fiskalpolitischen Fragen solche zusätzlichen Einnahmen aufwerfen, zeigen die jüngsten Erfahrungen in Russland, das seine Nettovermögensposition enorm verbessert hat. Die Bruttoverschuldung des Landes ist drastisch gesunken, nämlich von 96% des BIP 1999 auf einen voraussichtlichen Wert von 14% im Jahr 2005. Dies spiegelt teilweise die vorzeitige Tilgung von Schulden insbesondere gegenüber dem IWF und dem Pariser Club im vergangenen Jahr wider. Darüber hinaus hatten sich in dem 2004 eingerichteten Ölausgleichsfonds bis Ende 2005 Mittel in Höhe von \$ 43 Mrd. angesammelt. Die Primärüberschüsse sind ebenfalls gestiegen, und zwar von 2,7% des BIP 2002 auf knapp 8,7% 2005. Während die hohen Primärüberschüsse den sich aus den zusätzlichen Einnahmen ergebenden Druck auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage milderten, ist die Fiskalpolitik in jüngster Zeit deutlich gelockert worden. Vorschläge, einen größeren Anteil der zusätzlichen Öleinnahmen auszugeben, u.a. für Gehalts- und Rentenerhöhungen im öffentlichen Sektor und für zusätzliche Investitionen in die Infrastruktur, wecken Befürchtungen hinsichtlich einer Verschärfung des Inflationsdrucks. Die hohen Ölpreise könnten auch die Triebkräfte für mikroökonomische Reformen, darunter die Verbesserung der Steuerverwaltung, schwächen.

#### *Abbau und Tragfähigkeit der Verschuldung*

Die Staatsschuldenquoten der aufstrebenden Volkswirtschaften sind in den letzten Jahren im Allgemeinen zurückgegangen (Grafik III.7 rechts). Einen beträchtlichen Schuldenabbau verzeichneten insbesondere Indonesien, Russland, die Türkei und Brasilien sowie Argentinien nach dem Schuldentausch im Jahr 2005. In Asien hingegen blieben die Staatsschuldenquoten im Wesentlichen unverändert.

Staatsschulden-  
quote gesunken,  
aber immer noch  
hoch ...

Dennoch beträgt die Staatsverschuldung in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Median immer noch rund 46% des BIP, was Bedenken bezüglich der langfristigen Tragfähigkeit der Verschuldung berechtigt erscheinen lässt. In Indien, in Argentinien, auf den Philippinen, in Brasilien und in der Türkei liegt der Verschuldungsgrad deutlich über diesem Wert, in mehreren asiatischen Volkswirtschaften (z.B. Korea und Thailand), in den öllexportierenden Ländern und in Chile jedoch darunter. Aus China wird eine vergleichsweise niedrige Staatsschuldenquote gemeldet, doch die Haushaltskonsolidierung ist nach wie vor ein wichtiges Ziel. Zudem bestehen im chinesischen Finanzsystem potenziell erhebliche Eventualverbindlichkeiten, und die beschlossenen sozial- und entwicklungspolitischen Ziele werden sich als kostspielig erweisen.

Am Beispiel der Türkei und Brasiliens werden einige der Herausforderungen im Zusammenhang mit einer hohen Staatsschuldenquote deutlich. In beiden Ländern trugen in diesem Jahrzehnt Wirtschaftswachstum und fiskalpolitische Änderungen zu beträchtlichen Primärüberschüssen bei (2005 7% bzw. knapp 5% des BIP), während Schuldendienst und Schuldenquoten u.a. bedingt durch niedrigere Zinssätze und Währungsaufwertungen erheblich zurückgingen. In der Türkei fiel die öffentliche Verschuldung 2005 im Verhältnis zum BIP gegenüber dem nicht weit zurückliegenden Höchststand von 107% auf 73%, in Brasilien von 65% auf 52%. In beiden Ländern deuten die Prognosen darauf hin, dass sich der Verschuldungsgrad – sofern es nicht zu einer drastischen Verlangsamung des Wachstums oder zu Zinserhöhungen kommt – weiter verringern könnte, wenn der aktuelle fiskalpolitische Kurs beibehalten wird. Geht man jedoch von anderen Annahmen aus, beispielsweise einem Wirtschaftswachstum und einem Zinsniveau entsprechend dem jeweiligen langfristigen Durchschnitt, gestaltet sich die Schuldenentwicklung weniger günstig. Der Schuldenstand sowohl der Türkei als auch Brasiliens ist anfällig gegenüber Zinsschocks, denn der Anteil der kurzfristigen oder an die Zinsentwicklung gebundenen Schuldtitel ist nach wie vor hoch. In beiden Ländern könnte deshalb die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft dadurch gestärkt werden, dass der bisherige Kurs weiterverfolgt wird, der bereits dazu beigetragen hat, dass die Verschuldung verringert und die Glaubwürdigkeit erhöht werden konnte.

... mit besonderen Herausforderungen

Auch in Indien ist das Erreichen einer langfristig tragbaren Schulden-situation mit Herausforderungen verknüpft, obwohl die Risiken dadurch gemildert werden, dass die Regierung keine Kredite in Fremdwährungen aufnimmt und die Banken einen Großteil der Staatsschuldtitel halten, ohne mit ihnen zu handeln. In den letzten Jahren ist das Defizit des öffentlichen Gesamthaushalts zwar erheblich abgebaut worden, es bleibt aber mit einem für 2005/06 prognostizierten Wert von 7,7% des BIP (gegenüber 10% im Zeitraum 2002/03) zu hoch.

Niedrigeres Haushaltsdefizit in Indien

## Geld- und Wechselkurspolitik

Vor dem Hintergrund einer robusten globalen Nachfrage wirkten sich die beiden großen Schocks, die die aufstrebenden Volkswirtschaften im Berichtszeitraum trafen – ein weiterer genereller Anstieg der Rohstoffpreise und eine erhöhte Nachfrage nach Vermögenswerten der aufstrebenden Volkswirtschaften –, wachstumsfördernd aus. Beide Entwicklungen vergrößern jedoch das Inflationsrisiko und stellen die Geldpolitik vor besondere Herausforderungen. Höhere Rohstoffpreise haben in der Regel sowohl für rohstoff-exportierende als auch für rohstoffimportierende Länder einen unmittelbaren preistreibenden Effekt, und die Exporteure verzeichnen darüber hinaus einen kräftigen Einnahmenschub. Eine stärkere Auslandsnachfrage nach Vermögenswerten der aufstrebenden Volkswirtschaften tendiert ebenfalls dazu, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stimulieren, und könnte sich durch entsprechend gelockerte finanzielle Beschränkungen inflationär auswirken. Die Kapazitätsreserven haben sich verringert, und in einigen Fällen haben sich die

Inflationsrisiko

Arbeitsmärkte verengt. Obwohl die Teuerung im Allgemeinen gering geblieben ist, wurde in manchen Ländern ein starker Preisauftrieb verzeichnet, und Inflationsrisiken treten deutlicher hervor.

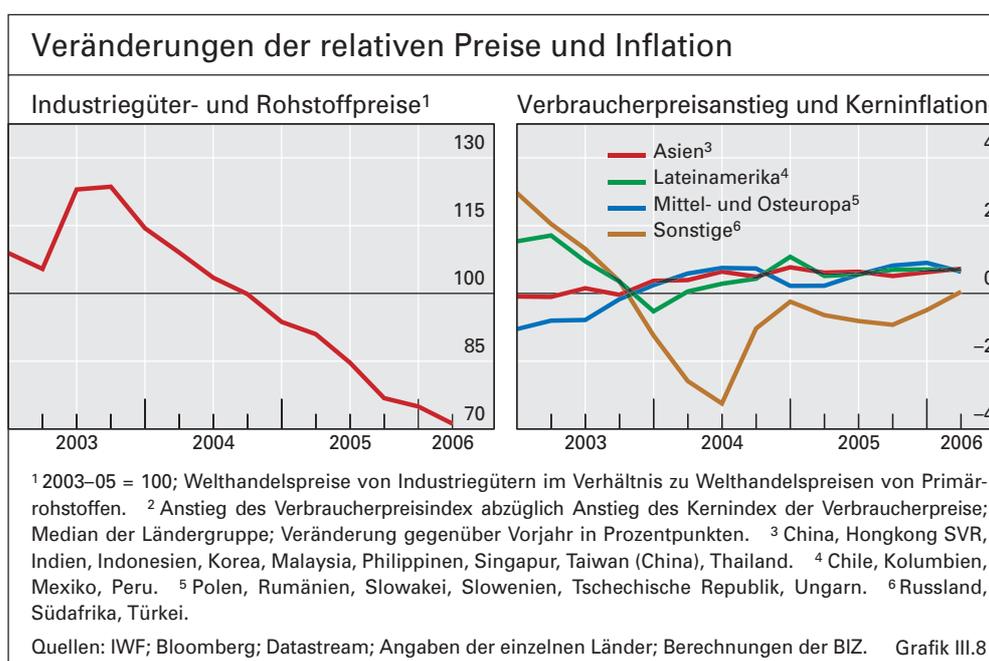
### Auswirkungen schockartiger Veränderungen der relativen Preise

Die Einschätzung schockartiger Veränderungen der relativen Preise erschwert die Geldpolitik. Die Rohstoffpreise sind gestiegen, während gleichzeitig die Preise für Industriegüter auf dem Weltmarkt nur mäßig angezogen haben (Grafik III.8 links). Wäre eine Umkehr des Preisschocks bei den Rohstoffen zu erwarten, würde dies im Allgemeinen nicht als eine wesentliche Gefahr für die Kerninflation angesehen. Länger anhaltende Veränderungen der relativen Preise stellen jedoch ein größeres Problem dar, wie jüngste Erfahrungen deutlich zeigen. Der Anstieg der Rohstoffpreise hat dazu geführt, dass Kerninflation und Verbraucherpreisanstieg bereits über einen längeren Zeitraum hinweg divergieren (Grafik III.8 rechts). Dadurch stellt sich die Frage, ob die Währungsbehörden bei ihrer Einschätzung der Inflationsrisiken und der Bestimmung des geldpolitischen Kurses die Kerninflation oder den Verbraucherpreisanstieg stärker berücksichtigen sollten.

Dabei sind zwei gegensätzliche Sachverhalte zu beachten: Erstens zeigen sich die Rohstoffpreissteigerungen (offenbar aufgrund einer stetig steigenden Nachfrage) von bemerkenswerter Dauer, sie haben die Inflationsrate bereits in die Höhe getrieben und könnten früher oder später die Inflationserwartungen beeinflussen. Zweitens liegen dennoch in zahlreichen aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin keine klaren Hinweise auf höhere Inflationserwartungen und einen damit einhergehenden Lohndruck vor. Ähnlich wie in den entwickelten Ländern scheint sich das Preissetzungsverhalten in den aufstrebenden Volkswirtschaften grundlegend gewandelt zu haben (Kapitel II). Die Preise für Güter und Dienstleistungen (einschl. der Löhne) sind offenbar

Schocks bei den relativen Preisen erschweren Geldpolitik

Hohe Rohstoffpreise, aber stabile Inflationserwartungen



tatsächlich weniger anfällig gegenüber spezifischen Preisschocks oder sogar gegenüber Schwankungen der Kapazitätsauslastung geworden.

Daraus ergeben sich ebenfalls gegensätzliche Implikationen für die Geldpolitik. Auf der einen Seite dürften stetig steigende Rohstoffpreise eher dafür sprechen, die Inflationserwartungen ins Visier zu nehmen und den Verbraucherpreisanstieg stärker zu gewichten. Auf der anderen Seite würden grundlegende Veränderungen des Preissetzungsverhaltens eine zurückhaltendere geldpolitische Reaktion nahe legen, weil davon auszugehen wäre, dass die Inflationsrate wieder in die Nähe der Kerninflationsrate zurückkehren wird.

Ob sich die Kerninflation in Richtung Inflation bewegt oder umgekehrt, ist nicht leicht zu beurteilen. Dabei müssen Einschätzungen getroffen werden über die Dauerhaftigkeit des Preisschocks bei den Rohstoffen wie auch über die Veränderungen des Preisbildungsprozesses, die den Kernindex der Verbraucherpreise bisher anscheinend verankert haben. In letzterer Hinsicht spielt China eine Schlüsselrolle, da die Inflation hier derzeit sehr niedrig ist, obwohl die Wachstumsrate hoch genug ist, um Druck auf die Rohstoffpreise weltweit auszuüben. Eine Erklärung könnte in dem beträchtlichen Produktivitätszuwachs der verarbeitenden Industrie liegen. Dabei könnte es sich durchaus um ein längerfristiges Phänomen handeln, das Löhne und Preise in China ebenso wie in anderen Ländern nachhaltig beeinflussen wird.

China hat jedoch früher nach langen Phasen raschen Wachstums jeweils Inflationsschübe verzeichnet. Es ist auch möglich, dass die Inflation in China bereits steigt, dies aber noch nicht sichtbar ist, da der Preisindex den Auftrieb der Dienstleistungspreise unzureichend widerspiegelt. Außerdem scheint der Inflationsdruck in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften schon recht hoch.

Angesichts dieser Unsicherheiten haben die in den letzten Jahren beobachteten schockartigen Veränderungen der relativen Preise zu unterschiedlichen geldpolitischen Reaktionen geführt, wobei die allgemeine Tendenz in Richtung Straffung ging. Einige rohstoffexportierende Länder haben sich eher auf den Verbraucherpreisanstieg als auf die Kerninflation konzentriert. In Brasilien, Chile und Mexiko wurden die Leitzinsen vergleichsweise früh angehoben, was eine Erosion der Ex-ante-Realzinsen verhinderte, als die Inflationsprognosen nach oben tendierten (Grafik III.9). In Russland hingegen zeigten die Realzinsen eine rückläufige Tendenz.

In einigen asiatischen Ländern konzentrierte sich die Geldpolitik zunächst nicht auf den Verbraucherpreisanstieg, sondern auf die Kerninflation, da angenommen wurde, dass die Rohstoffpreisschocks vorübergehender Natur seien und sich wahrscheinlich nicht auf die Inflationserwartungen auswirken würden. Später allerdings, als man den Eindruck gewann, die Preisschocks seien dauerhafter, wurden die Leitzinsen sprunghaft erhöht. In mehreren ölimportierenden Ländern (z.B. Indien, Indonesien, Malaysia und Thailand) schwächten Subventionen für die Energieverbraucher die Auswirkungen der höheren Ölpreise auf den Preis im Inland anfänglich ab. Als sich jedoch die Rohstoffpreisschocks als nachhaltiger als erwartet herausstellten, erzwangen steigende Kosten (2005 in Indonesien auf 3½% des BIP) in einer Reihe von

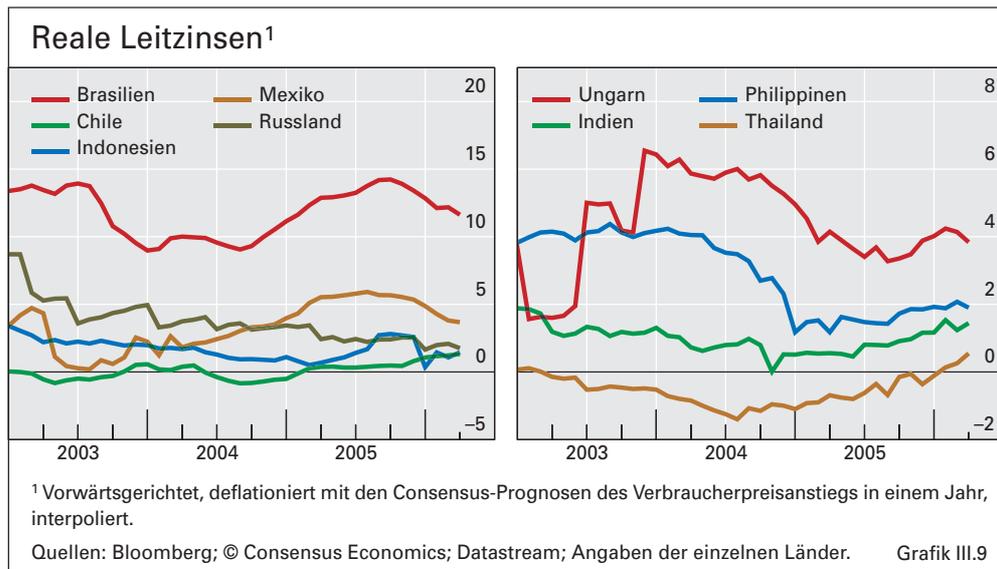
Inflation steigt oder fällt ...

... in Abhängigkeit von den Bestimmungsfaktoren der Preisbildung

Nach wie vor Inflationsrisiko

Frühzeitiges Reagieren hat sich gelohnt

Inflationsschub durch Aufhebung der Subventionen ...



Ländern einschneidende Kürzungen der Energiesubventionen. Zudem wurden die Zinsen angehoben, um zu verhindern, dass die Inflationserwartungen entsprechend revidiert würden.

... doch unterschiedliche Reaktionen

In Indonesien übertraf der Zinsanstieg den Inflationsschub, der mit den erst in letzter Zeit erfolgten Kürzungen der Energiesubventionen verbunden war, doch wirkte sich das deutliche Anziehen des Preisauftriebs trotzdem auf die Inflationserwartungen aus. Am Devisenmarkt und am Markt für inländische Anleihen kam es zu einer Erschütterung, da die höheren Leitzinsen zu einem Rückzug aus Investmentfonds mit Anlagen in Staatsanleihen führten. Danach beruhigte sich die Lage, und die Rupiah hat seither wieder zugelegt. In Thailand, wo der Realzinssatz negativ, die Inflation aber niedrig gewesen war, wurden die Leitzinsen rasch angehoben, als deutlich wurde, dass die Inflationserwartungen revidiert würden, und der Preisauftrieb zunahm. Auf den Philippinen war der Realzinssatz höher, und die Währungsbehörden zögerten länger mit einer Zinsanhebung, obwohl die Inflationsrate im Jahr 2004 wegen angebotsseitiger Faktoren gestiegen war. Durch die Straffung im Jahr 2005 stabilisierte sich der Preisauftrieb, setzte sich aber 2006 erneut fort.

#### *Reaktionen bei Aufwertungsdruck*

Dilemma infolge Aufwertungsdrucks

Wenn in einem Land die Nachfrage kräftig zunimmt, die Leistungsbilanz dank Terms-of-Trade-Gewinnen einen Überschuss ausweist und lebhaft Kapitalzuflüsse verzeichnet werden, gerät die Währung oft unter starken Aufwertungsdruck. Dies führt zu einem Dilemma für die Währungsbehörden. Sie können die Währungsaufwertung entweder zulassen oder sie durch eine Lockerung der Geldpolitik bzw. durch Interventionen am Devisenmarkt zu verhindern suchen. Wird eine Aufwertung zugelassen, könnte dies die Inflationsrisiken mildern, in Exportländern die Preis- und Einkommenseffekte der höheren Rohstoffpreise abschwächen, in Ländern mit hoher Nachfrage den Druck auf die Produktionskapazitäten verringern und in Ländern mit beträchtlichen Kapitalzuflüssen die Tendenz zu lockereren finanziellen Rahmenbedingungen

reduzieren. Eine sehr hohe oder rasche Währungsaufwertung kann allerdings Befürchtungen bezüglich einer Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit wecken.

Wird die Aufwertung durch eine Lockerung der Geldpolitik oder durch Interventionen am Devisenmarkt verhindert, kann dies andere Herausforderungen mit sich bringen. In Ländern mit Inflationsziel wäre eine Lockerung der Geldpolitik nur dann angemessen, wenn erwartet würde, dass die Währungsaufwertung den Preisauftrieb unter den Zielwert senkt. Dies dürfte allerdings weniger wahrscheinlich sein, wenn es sich bei der Aufwertung um eine Gleichgewichtsreaktion auf expansive Kapitalzuflüsse oder positive Terms-of-Trade-Schocks handelt. Unter diesen Umständen könnte eine Lockerung der Geldpolitik die Inflationsrisiken verschärfen.

Lockerung  
manchmal  
angemessen

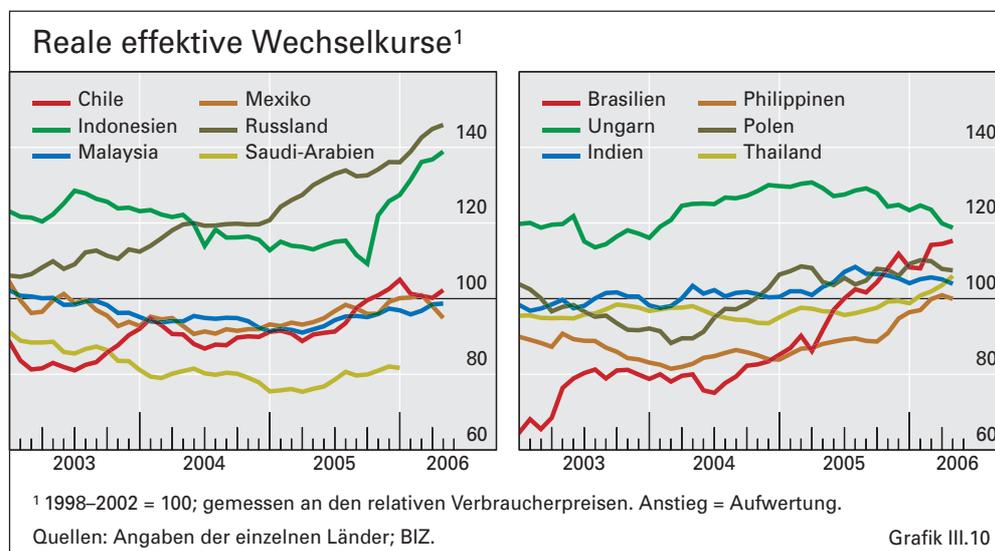
Wird der Druck auf den Wechselkurs als vorübergehend beurteilt (z.B. weil damit gerechnet wird, dass sich bestimmte Kapitalzuflüsse umkehren oder die Terms of Trade wieder auf ein niedrigeres Niveau sinken), sind sterilisierte Devisenmarktinterventionen zur Verhinderung einer Aufwertung möglicherweise einer Lockerung der Geldpolitik vorzuziehen. Je länger jedoch die Interventionen anhalten, umso schwieriger gestaltet sich die Sterilisierung, was wiederum zu einer unerwünschten Lockerung der finanziellen Rahmenbedingungen im Inland führt und Inflationstendenzen verstärkt. Aber auch bei einer vollständigen Sterilisierung könnten groß angelegte Interventionen aufgrund des dafür erforderlichen Volumens an Schultitelemissionen zu Verzerrungen an den inländischen Finanzmärkten führen.

Devisenmarkt-  
intervention als  
mögliche  
Vorbeugung gegen  
Fehlentwicklungen

#### Geld- und währungspolitische Reaktionen und Wechselkurssysteme

Die einzelnen Länder haben auf das genannte Dilemma sehr unterschiedlich reagiert. Eine Rolle spielte dabei der jeweilige strategische Rahmen der Geld- und Währungspolitik. Einige Länder – typischerweise solche, die ein Inflationsziel verfolgen – entschieden sich angesichts von Veränderungen der nominalen Wechselkurse für eine größere Wechselkursflexibilität. Unter den rohstoffexportierenden Ländern beispielsweise, bei denen aufgrund der

Aufwertung in  
einigen Ländern  
zugelassen



Terms-of-Trade-Gewinne ein Aufwertungsdruck zu erwarten war, legte der nominale Wechselkurs in Brasilien und in Chile von Anfang 2005 bis Anfang 2006 tatsächlich deutlich zu. Entsprechend stieg auch der reale effektive Wechselkurs erheblich an (Grafik III.10). Andere Länder dagegen entschieden sich für eine größere Stabilität des nominalen Wechselkurses. Dazu gehören Argentinien und Russland, die ein hybrides Wechselkurssystem aufweisen, sowie Saudi-Arabien und Venezuela, deren Wechselkurs gebunden ist. Mit Ausnahme Saudi-Arabiens ist der reale Wechselkurs der Währungen dieser Länder dennoch gestiegen, weil sich der Preisauftrieb verstärkte. In Russland haben die Behörden die Notwendigkeit anerkannt, eine weitere nominale Aufwertung der Währung zuzulassen, um der zunehmenden Liquidität entgegenzuwirken und den Nachfrageüberhang zu verringern.

Umfangreiche Interventionen in Asien

In China und fast allen anderen Ländern Asiens haben die Behörden über mehrere Jahre hinweg massiv interveniert, um Aufwertungen zu bremsen. Infolge der anhaltenden umfangreichen Interventionen lagen Chinas Währungsreserven Ende April 2006 bei \$ 875 Mrd. Die ölexportierenden Länder haben wesentlich zum höheren Bestand an ausländischen Finanzanlagen in Form von Währungsreserven beigetragen (Tabelle III.5). In anderen Ländern scheint sich der Aufbau von Währungsreserven gegenüber dem rasanten Tempo in den Jahren 2003 und 2004 verlangsamt zu haben. Die Sterilisierungen waren unterschiedlich ausgeprägt, aber ein Anhaltspunkt für ihre potenziellen Auswirkungen auf die lokalen Finanzmärkte ist das Verhältnis zwischen Währungsreserven und umlaufenden Staatsschuldtiteln. Dort, wo dieses Verhältnis hoch ist, z.B. in Asien, sollten die möglichen Verzerrungseffekte auf die inländische Finanzintermediation sorgfältig untersucht werden.

Bemühungen um Verringerung überschüssiger Liquidität

Als Reaktion auf das genannte Dilemma werden inzwischen noch andere Instrumente eingesetzt. In den baltischen Staaten und in Südosteuropa haben die Behörden zu direkten Methoden gegriffen, wie z.B. einer Erhöhung der Mindestreserveanforderung und strengeren aufsichtsrechtlichen Limits. Diese Länder bemühen sich, die Inflation in Schach zu halten und Wechselkursstabilität zu bewahren, um die Maastricht-Kriterien und die WKM-II-Vorschriften

Währungsreserven							
	Bestand <sup>1</sup>				Im Verhältnis zu Staatspapieren <sup>2</sup>		
	2000	2004	2005	April 2006 <sup>3</sup>	2000	2004	2005
Aufstrebende Volkswirtschaften insgesamt	973	2 094	2 487	2 679	39	59	64
Ölexporteure <sup>4</sup>	110	282	386	443	26	61	78
China	166	610	819	875	-7	104	152
Sonstiges Asien <sup>5</sup>	529	962	1 003	1 060	103	100	93
Lateinamerika <sup>6</sup>	88	111	121	124	12	13	10
Sonstige <sup>7</sup>	80	129	159	177	28	15	19

<sup>1</sup> Am Periodenende; Mrd. US-Dollar. <sup>2</sup> Prozent. Berechnet als Verhältnis der Währungsreserven abzüglich Bargeldumlauf zum Umlauf internationaler und inländischer Staatsschuldtitel. Ägypten, Algerien, Katar, Nigeria, Oman, Venezuela: nur internationale Wertpapiere; Indien: nur inländische Wertpapiere. <sup>3</sup> Oder zuletzt verfügbare Daten. <sup>4</sup> Ägypten, Algerien, Katar, Mexiko, Nigeria, Oman, Russland, Venezuela. <sup>5</sup> Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. <sup>6</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Peru. <sup>7</sup> Polen, Südafrika, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: IWF; BIZ. Tabelle III.5

zu erfüllen. Allerdings wirft der Einsatz direkter Instrumente in diesen Ländern Fragen bezüglich möglicher Ineffizienzen und Kosten für das Finanzsystem auf.

Bisher war die Rede von Aufwertungsdruck auf Währungen und denkbaren Gegenmaßnahmen. Einige Währungen gerieten jedoch 2005 bzw. im ersten Quartal 2006 phasenweise unter ausgeprägten Abwertungsdruck. Die indonesische Rupiah büßte im August 2005 gegenüber dem US-Dollar 11% ein, weil unsicher war, wie stark die Energiesubventionen angesichts steigender Ölpreise den Haushalt belasten würden. Danach erholte sich die Währung wieder. Auch der ungarische Forint verlor aufgrund von Bedenken wegen des Haushalts- und des Leistungsbilanzsaldos von Februar bis Anfang April 2006 an Wert.

Abwertungsdruck

### Konsequenzen der Reaktionen der Währungsbehörden

Interessant ist die Frage, ob Unterschiede im strategischen Rahmen der Geld- und Währungspolitik und in der Berücksichtigung der Wechselkursentwicklung die Inflation nachweislich beeinflussen.

Wie Tabelle III.6 zeigt, fällt die Antwort unterschiedlich aus. In Ländern mit Inflationsziel, wo der Wechselkurs relativ frei schwankte, war die Teuerungsrate in der Regel moderat. In Korea beispielsweise gibt es kaum Anzeichen für einen Verbraucherpreisaufrtrieb, während in Brasilien und der Türkei die zuvor hohen Inflationsraten in Richtung des angestrebten Ziels gesenkt werden konnten. In Mexiko fiel die Teuerungsrate erstmals seit Einführung eines Inflationsziels in den Zielbereich, und auch in Chile befindet sie sich innerhalb der Zielbandbreite. Beide Länder ließen eine Wechselkursanpassung zu und hoben die Leitzinsen frühzeitig an. Ähnliches gilt für Kolumbien und Peru, ebenfalls rohstoffexportierende Länder mit Inflationsziel.

In Ländern mit Inflationsziel mäßige Teuerung ...

Geld- und währungspolitische Indikatoren in verschiedenen Wechselkurssystemen			
Median der Länderdaten 2004/05, sofern nicht anders angegeben			
	Länder mit:		
	Inflationsziel <sup>1</sup>	Hybrid-system <sup>2</sup>	Wechselkursbindung <sup>3</sup>
Verbraucherpreisindex <sup>4</sup>	3,9	7,0	2,9
Inflation im Vergleich zum Ziel/zur Referenz <sup>5</sup>	0,2	.	1,0
Realzins <sup>6</sup>	2,4	0,7	1,1
Nominaler effektiver Wechselkurs <sup>4</sup>	3,8	0,2	-2,3
Währungsreserven <sup>4</sup>	12,5	16,4	18,5
Kredite an den privaten Sektor <sup>4</sup>	15,2	24,8	29,4

<sup>1</sup> Brasilien, Chile, Kolumbien, Korea, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. <sup>2</sup> Argentinien, Indien, Indonesien, Rumänien, Russland, Singapur, Taiwan (China). <sup>3</sup> China, Estland, Hongkong SVR, Lettland, Litauen, Malaysia, Saudi-Arabien, Slowakei, Slowenien, Venezuela. <sup>4</sup> Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. <sup>5</sup> Abweichung vom Mittelpunkt der Inflationszielbandbreite bzw. von der Referenz, d.h. vom impliziten Ziel des Euro-Raums (1,8) bzw. der USA (2,0); Prozentpunkte. <sup>6</sup> Zentralbanksatz oder kurzfristiger Geldmarktsatz, deflationiert mit den Consensus-Prognosen des Verbraucherpreisanstiegs in einem Jahr, interpoliert.

Quellen: IWF; Bloomberg; © Consensus Economics; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Tabelle III.6

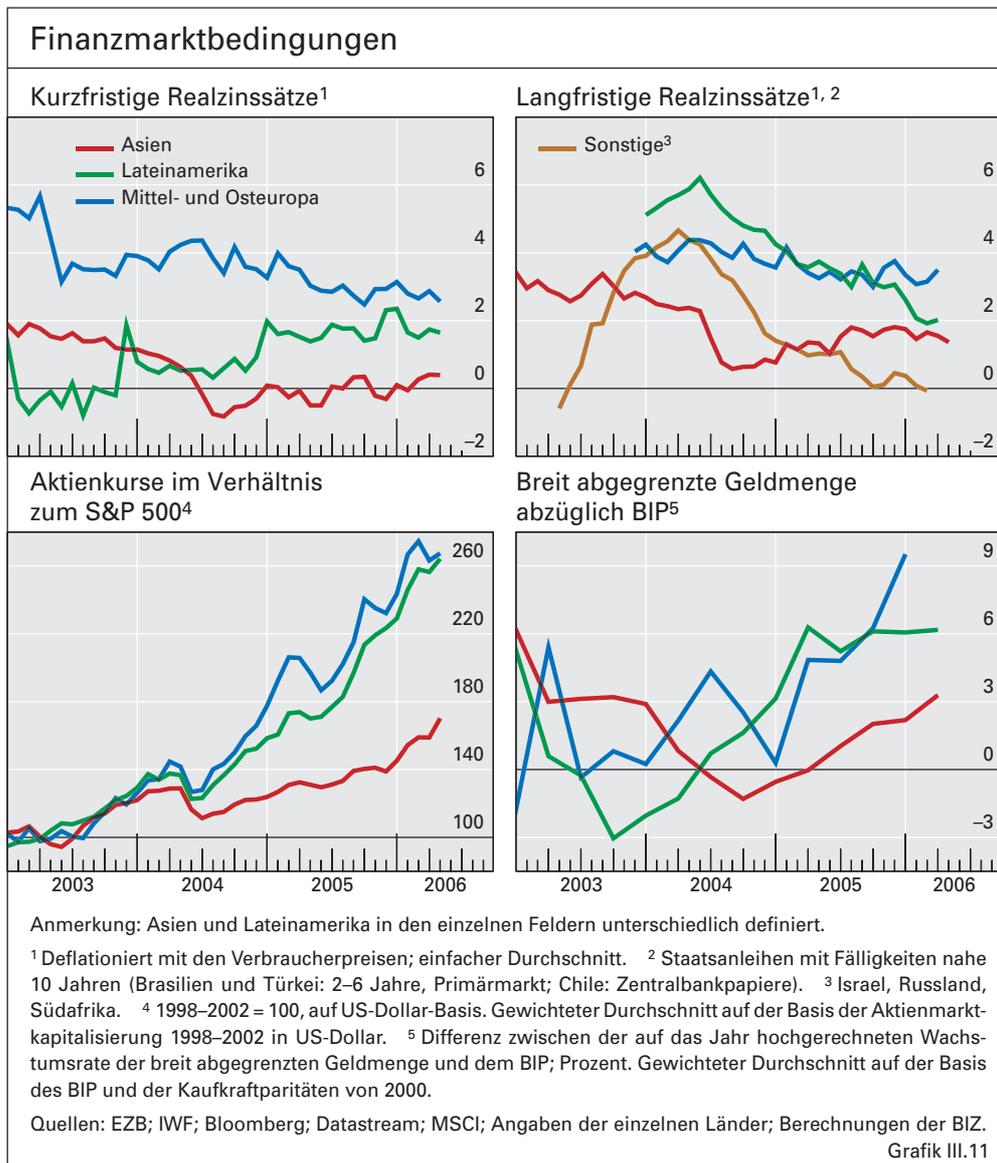
... in Ländern mit gebundenem Wechselkurs noch geringer ...

... und in hybriden Systemen am höchsten

In Ländern mit festen Wechselkursen allerdings war die Inflation im Median sogar noch geringer als in Ländern mit Inflationsziel. Sowohl China als auch Saudi-Arabien geben in dieser Hinsicht Rätsel auf, denn in beiden Volkswirtschaften ist der Verbraucherpreisauftrieb ungeachtet der hohen Wachstumsraten und Anzeichen reichlich vorhandener Liquidität ausgesprochen niedrig geblieben. Dennoch garantiert eine Wechselkursbindung nicht a priori eine niedrige Inflationsrate. Ein Beispiel dafür ist Venezuela, das trotz festen Wechselkurses einen Preisauftrieb in zweistelliger Höhe verzeichnete.

Am höchsten war die Inflation in Ländern mit hybriden Wechselkurs-systemen, die weder konsequent ein Inflationsziel verfolgen noch über einen expliziten nominalen Anker verfügen. Nach der geringen Veränderung des mittleren nominalen Wechselkurses zu urteilen, scheinen einige dieser Länder der Wechselkursstabilität hohes Gewicht beizumessen. In Ländern mit hybriden Systemen war auch die Liquidität höher als in Ländern mit Inflationsziel.

Von den Ländern mit hybriden Wechselkurssystemen verzeichneten Argentinien und Russland Inflationsraten in zweistelliger Höhe, wobei der



nominale Wechselkurs relativ stabil war. Ihre Erfahrung lässt darauf schließen, dass die Bekämpfung von Aufwertungstendenzen als Reaktion auf externe Schocks tatsächlich mit Risiken verbunden ist. In diesen Ländern sind angesichts des Anstiegs der Produzentenpreise auch weiterhin hohe Inflationsraten zu erwarten. Administrierte Preise verdecken ein möglicherweise noch ernsteres Inflationsproblem.

Trotz kürzlicher Straffungsmaßnahmen in einigen Ländern gingen die jüngsten externen Schocks und die geldpolitischen Reaktionen darauf mit generell lockeren finanziellen Rahmenbedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften einher. Beleg dafür sind die trotz einer robusten Konjunktur und eines starken Wachstums der breit abgegrenzten Geldmenge nach wie vor niedrigen Realzinsen (Grafik III.11). Allerdings kam es im Mai 2006 in mehreren Ländern zu einem Einbruch am zuvor boomenden Aktienmarkt.

Lockere finanzielle  
Rahmenbedingungen

Die Kernaussage dieser Betrachtungen lautet, dass sich die Inflationsrisiken in den aufstrebenden Volkswirtschaften erhöht haben, auch wenn sie derzeit nur schwer zu bestimmen sind. Die jüngsten Erfahrungen unterstreichen zudem, wie sich die Geldpolitik auf das Finanzsystem auswirken kann. Umfangreiche, über längere Zeit hinweg erfolgende Interventionen oder geldpolitische Lockerungsmaßnahmen mit dem Ziel, den Wechselkurs auf niedrigem Niveau zu halten, können die Bilanzstruktur des privaten Sektors (insbesondere der Banken) beeinflussen, die Realzinssätze senken, das Kreditwachstum erhöhen und den Schuldenaufbau fördern. Die Effekte der daraus entstehenden Ungleichgewichte auf Inflation oder Wachstum entfalten sich erst nach einiger Zeit in ihrem vollen Ausmaß, werden aber immer bedeutender, je länger die geldpolitischen Impulse aufrechterhalten werden.

Höhere  
Inflationsrisiken