

III. Aufstrebende Volkswirtschaften

Schwerpunkte

In den aufstrebenden Volkswirtschaften war das Wachstum 2006 und bis ins erste Quartal 2007 hinein weiterhin lebhaft und wurde von einem moderaten Preisanstieg und Leistungsbilanzüberschüssen begleitet. In einigen Ländern gab der Inflationsdruck jedoch Anlass zu Besorgnis – zum einen wegen der hohen Nachfrage und zum anderen wegen der unsicheren Preisentwicklung bei den Rohstoffen. Trotz einer moderaten Straffung der Geldpolitik verzeichneten eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften erneut ein kräftiges Kreditwachstum. Gleichzeitig wurde die Widerstandsfähigkeit der Volkswirtschaften durch eine Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und ein verbessertes Schuldenmanagement gestärkt.

Nach einer kurzen Übersicht über die jüngsten Entwicklungen und einigen Ausführungen zu Inflationsrisiken und zur Fiskalpolitik widmet sich dieses Kapitel zwei wichtigen Themen: Zuerst wird untersucht, welche Folgen die Tendenz der Zahlungsbilanzen hin zu hohen – und die Nettokapitalzuflüsse übersteigenden – Leistungsbilanzüberschüssen hat. Der Einfluss ausländischer Anleger auf die inländischen Märkte für Vermögenswerte könnte größer gewesen sein, als die Nettokapitalflüsse andeuten, nicht zuletzt weil diese Anleger ihre Bestände an Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften aufgestockt haben. Außerdem werden Positionen in Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften aufgrund von derivativen Geschäften vielleicht nicht in vollem Umfang erfasst. Die Preise für Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften sind rasant gestiegen. Noch ist jedoch unklar, ob ausländische Einflüsse zur erhöhten Preisvolatilität bei den Vermögenswerten beigetragen haben.

Ein zweites Thema ist die zunehmende Bedeutung Chinas im Welthandel. Die Rolle Chinas als Mittelpunkt eines integrierten Produktionsnetzwerkes in Ostasien hat die Handelsströme verändert. Ein beträchtlicher Teil der chinesischen Importe sind Zwischenerzeugnisse, die vom Exportsektor weiterverarbeitet werden. Endprodukte zur Befriedigung der Inlandsnachfrage machen dagegen einen wesentlich geringeren Anteil an den Importen aus. Die rohstoffexportierenden Länder haben von der erhöhten chinesischen Nachfrage tendenziell profitiert. Die Vorteile für Chinas Nachbarn und andere Handelspartner unter den aufstrebenden Volkswirtschaften sind jedoch weniger klar; einige Länder haben in Drittländern Marktanteile an China verloren, konnten andererseits aber ihre Ausfuhren von Zwischenerzeugnissen und Investitionsgütern für den chinesischen Exportsektor steigern. Eine Zunahme der bislang relativ geringen Nachfrage Chinas nach Importgütern zur Sättigung der inländischen Endnachfrage würde seinen Handelspartnern neue wirtschaftliche Möglichkeiten eröffnen; zudem könnte das Wachstum in China

damit stärker zum Ausgleich eines potenziellen Rückgangs der US-Nachfrage beitragen. Der Aufstieg Chinas hat außerdem unterschiedliche Auswirkungen auf die Wechselkurspolitik seiner Nachbarn.

Wirtschaftliche Entwicklungen

Kräftiges
Wachstum und
Leistungsbilanz-
überschüsse ...

Das Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften überraschte 2006 erneut positiv; es betrug 7,4%, gegenüber 6,8% im Zeitraum 2003–05 (Tabelle III.1). Auch im ersten Quartal 2007 blieb es kräftig. Dem aktuellen Prognosekonsens zufolge wird das Wachstum 2007 gegenüber 2006 aber leicht zurückgehen. In einigen der am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften (z.B. China, Indien und Argentinien) wird ebenfalls mit einer gewissen Abschwächung gerechnet. In Brasilien, wo das anhaltend schwache Wachstum ein mittelfristiges Problem gewesen war, stieg die Wachstumsrate 2006 über den

Wirtschaftswachstum, Inflation und Leistungsbilanzsaldo									
	Reales BIP ¹			Verbraucherpreise ¹			Leistungsbilanzsaldo ²		
	2003–05	2006	2007	2003–05	2006	2007	2003–05	2006	2007
Asien	7,9	8,8	8,2	3,4	3,4	3,5	193	357	355
China	9,6	10,7	10,3	2,3	1,5	2,8	92	239	243
Indien ³	8,2	9,2	8,1	5,5	5,4	5,1	-1	-14	-19
Indonesien	5,1	5,5	6,0	7,7	13,1	6,7	3	10	8
Korea	4,0	5,0	4,5	3,3	2,2	2,4	19	6	3
Thailand	6,0	5,0	4,0	3,0	4,6	2,4	0	3	5
Übriges Asien ⁴	5,3	5,6	5,0	2,0	2,7	2,2	80	114	114
Lateinamerika	4,3	5,4	4,8	6,6	4,9	5,0	25	51	26
Argentinien	9,0	8,5	7,6	7,3	9,8	9,1	6	8	7
Brasilien	3,3	3,7	4,2	7,5	3,1	3,6	10	14	10
Chile	5,4	4,0	5,7	2,4	2,6	3,0	0	5	4
Mexiko	2,8	4,8	3,1	4,2	4,1	3,6	-7	-1	-9
Venezuela	6,3	10,6	7,0	20,1	17,0	18,9	17	27	16
Übriges Lateinamerika ⁵	4,8	7,2	6,1	4,6	3,4	3,9	-1	-1	-2
Mitteleuropa	4,3	5,5	5,1	2,5	1,9	3,2	-20	-20	-23
Polen	4,2	5,8	6,0	2,1	1,0	2,2	-7	-7	-11
Tschechische Republik	4,6	6,1	5,2	1,6	2,5	2,5	-5	-6	-6
Ungarn	4,4	3,9	2,5	5,0	3,9	7,2	-8	-7	-6
Russland	6,9	6,7	6,6	12,4	9,8	7,8	59	96	71
Türkei	7,4	6,1	4,7	12,6	9,6	8,9	-16	-31	-31
Afrika ⁶	5,4	5,5	6,2	9,0	9,5	10,7	4	20	1
Südafrika	4,3	5,0	5,0	3,5	4,6	5,3	-6	-16	-15
Naher Osten ⁶	5,8	5,7	5,5	6,8	7,9	10,6	116	212	153
Insgesamt	6,8	7,4	7,0	5,3	4,8	5,0	362	685	551
<i>Nachrichtlich: G7</i>	<i>2,4</i>	<i>2,8</i>	<i>2,2</i>	<i>2,0</i>	<i>2,3</i>	<i>1,9</i>	<i>-457</i>	<i>-675</i>	<i>-583</i>

Daten von 2007 und Teildaten von 2006 basieren auf im Mai veröffentlichten Consensus-Prognosen und -Schätzungen sowie auf Angaben des IWF.

¹ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. Regionale Daten: gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2000. Periodendurchschnitt; Inflation in Lateinamerika: Periodenende. ² Mrd. US-Dollar. Regionale Daten: Summe der aufgeführten Volkswirtschaften. ³ Für das im April beginnende Haushaltsjahr; Inflationswerte beziehen sich auf Großhandelspreise. ⁴ Hongkong SVR, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China). ⁵ Kolumbien und Peru. ⁶ Ländergruppen gemäß *World Economic Outlook* des IWF.

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

Durchschnitt der Jahre 2003–05, und für 2007 wird eine weitere Zunahme erwartet. Jüngste Korrekturen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wiesen einen höheren Beitrag des Dienstleistungssektors auf und deuten somit auf ein stärkeres Wachstum hin als bisher geschätzt. In Afrika, Asien, Lateinamerika, dem Nahen Osten und Russland nahmen die Leistungsbilanzüberschüsse zu. Dagegen weiteten sich in Indien, der Türkei und Südafrika die Leistungsbilanzdefizite aus, und in Mitteleuropa verharrten sie auf hohem Niveau.

Als eine Komponente der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage trugen die Nettoexporte weiterhin zum Wirtschaftswachstum in China und in den übrigen Ländern Asiens bei. In Mitteleuropa dagegen ist ihr Beitrag zurückgegangen (bleibt aber positiv), und in Lateinamerika war er in den letzten beiden Jahren leicht negativ. Wie schon in den Vorjahren spielte die Inlandsnachfrage erneut eine entscheidende Rolle für das Wirtschaftswachstum. Die Konsumnachfrage war in den meisten aufstrebenden Regionen ein wichtiger Faktor; in Mitteleuropa, China und Lateinamerika wurde das Wachstum auch von Investitionen angetrieben.

Der Median der Inflationsraten in den aufstrebenden Volkswirtschaften stieg 2006 auf 3,7% (gegenüber 3,5% im Vorjahr) und blieb damit in der Nähe des Medians für den Zeitraum 1999–2005. Dabei gab es jedoch erhebliche regionale Unterschiede. In Asien lag der Median der Inflationsraten 2006 weiterhin deutlich unter demjenigen anderer Regionen, übertraf aber die 2002 verzeichneten Werte nahe null. Auch in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften zog die Inflation kräftig an, in Lateinamerika dagegen war sie tendenziell rückläufig. Inflationstrends sind zwar schwer zu erkennen, wie nachstehend noch ausgeführt wird, doch bestehen teilweise erhebliche Inflationsrisiken.

... sowie etwas höhere Inflation

Ausblick und Herausforderungen für die Zukunft

Die Aussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften sind im Wesentlichen mit zwei Risiken behaftet. Das eine besteht darin, dass eine spürbare Abkühlung der US-Wirtschaft das Wachstum dieser Länder erheblich bremsen könnte. Auf dieses Risiko soll hier jedoch nicht näher eingegangen werden. Es ist lediglich anzumerken, dass die Aussichten nicht klar sind. Wie in Kapitel II erörtert, kann das Risiko eines Abschwungs in den USA nicht ganz außer Acht gelassen werden, denn die gesamten Auswirkungen der Schwäche am US-Wohnimmobilienmarkt sind noch nicht abzusehen. Hingegen geht der Prognosekonsens für das Jahr 2007 von einem anhaltend moderaten Wachstum in den USA aus. Außerdem würden sich die Risiken für die aufstrebenden Volkswirtschaften relativieren, wenn andere Volkswirtschaften wie China, Japan und die Europäische Union in der Lage wären, eine etwaige schwächere US-Nachfrage durch eine Steigerung der eigenen Inlandsnachfrage auszugleichen.

Der Schwerpunkt dieses Abschnitts liegt vielmehr auf einem anderen Risiko, nämlich dem eines Inflationsanstiegs. Im vergangenen Jahr wurden gelegentlich Bedenken über hohe oder steigende Teuerungsraten geäußert. In einigen Ländern (z.B. Argentinien, Russland und Venezuela) erreichte die Höhe

Inflationsrisiken zwar unterschiedlich ...

der Inflationsrate Besorgnis. In anderen Ländern (darunter Mexiko) war man vor allem beunruhigt, weil die Inflationsrate oberhalb des Zielkorridors lag. In einer Reihe von Ländern schließlich war die zunehmende Inflation ein Thema. In Indien beispielsweise stieg 2006 die Teuerungsrate nach einem Rückgang im Jahr 2005 deutlich (und liegt jetzt oberhalb des Korridors der von der indischen Zentralbank mittelfristig tolerierten Inflationsrate). Für 2007 wird eine weitere Zunahme befürchtet. In China hat die Teuerungsrate, die im Ländervergleich niedrig ist, seit Kurzem ebenfalls merklich angezogen. Zudem herrscht einige Unsicherheit darüber, ob die für China verfügbaren Messwerte den zugrundeliegenden Inflationsdruck korrekt widerspiegeln. Im Gegensatz dazu ist die Inflationsrate in einigen anderen Ländern zurückgegangen, insbesondere in Brasilien, Indonesien und auf den Philippinen, aber auch in Thailand, wo die Inflation im vergangenen Jahr Anlass zu großer Sorge gewesen war. In Russland ist die Inflation ebenfalls gesunken, liegt aber nach wie vor auf hohem Niveau.

Wie wahrscheinlich ist es, dass der Inflationsdruck in einigen Ländern anhält oder sich sogar noch verstärkt? In diesem Zusammenhang könnten Produktionslücken, Verschiebungen der relativen Preise und Inflationserwartungen alle eine Rolle spielen.

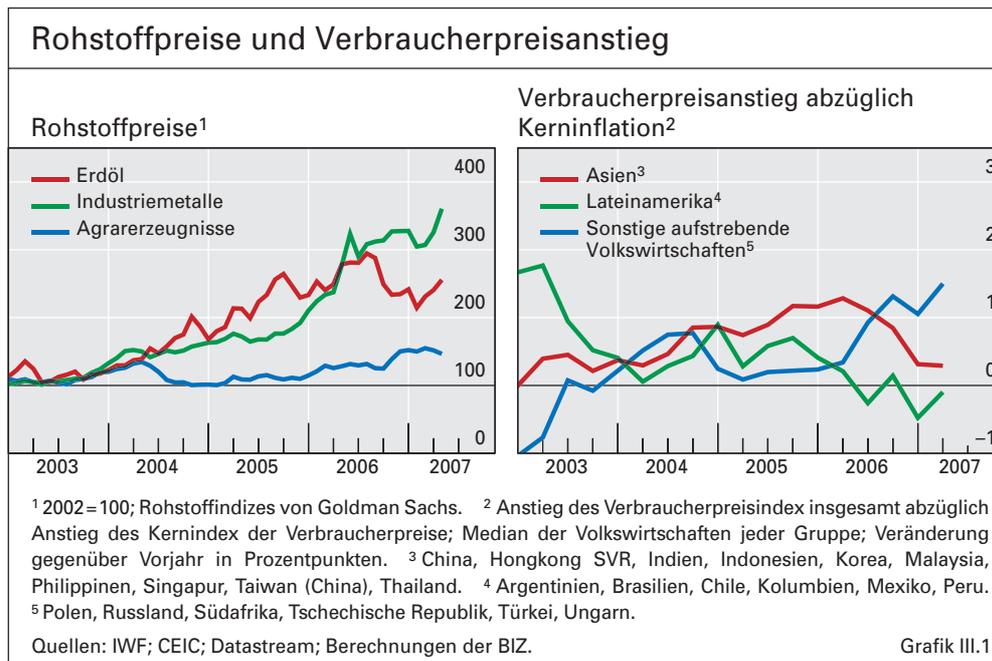
... jedoch verschärft durch sich schließende Produktionslücken ...

Produktionslücken. Aus neueren Schätzungen geht hervor, dass die Produktionslücken in aufstrebenden Volkswirtschaften fast geschlossen sind oder sogar eine Überauslastung der Produktionskapazitäten besteht. So ist beispielsweise in Brasilien, wo in letzter Zeit Disinflation herrschte, die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe mit annähernd 82% vergleichsweise hoch. In Indien liegt die Kapazitätsauslastung Berichten zufolge nahe 100%. Zudem liegt das Wachstum anscheinend in mehreren Ländern über dem Potenzial. Teilweise ist die starke Nachfrage auf positive Schocks bei den Terms of Trade (bei Rohstoffexporteuren) und günstige weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen zurückzuführen. In einem solchen Umfeld könnte eine relativ expansiv angelegte Geldpolitik (s. unten) die Gefahr eines zukünftigen Preisauftriebs in etlichen aufstrebenden Volkswirtschaften erhöhen.

... und höhere Ölpreise

Verschiebungen der relativen Preise. Die Preise für Öl und andere Rohstoffe sind in den letzten Jahren drastisch gestiegen (Grafik III.1). Der Ölsektor ist ein gutes Beispiel für bestehende Probleme und potenzielle Inflationsrisiken. Zwar fielen die Ölpreise gegenüber ihrem Höchststand von Mitte Juli 2006 (\$ 77 je Barrel für West Texas Intermediate), doch seit Januar 2007 ziehen sie wieder an (bis auf \$ 63 je Barrel Mitte Mai). Obwohl sich das Wachstum der globalen Ölnachfrage von rund 4% 2004 auf etwa 1% 2006 abgeschwächt hat, spiegelt der jüngste Preisanstieg zum Teil eine kräftige Nachfrage aus Volkswirtschaften außerhalb der OECD wider. In letzter Zeit treten angebotsseitige Faktoren stärker in den Vordergrund und werden in Zukunft noch an Bedeutung gewinnen. So scheint beispielsweise die Entscheidung der OPEC, ab November 2006 die Produktion zu drosseln, zum jüngsten Ölpreisauftrieb beigetragen zu haben.

Ein Anstieg der Ölpreise könnte spürbare Auswirkungen haben. Eine kürzlich durchgeführte Studie schätzt, dass eine angebotsseitig bewirkte Verdoppelung der Preise die Inflation in den aufstrebenden Volkswirtschaften



Asiens um bis zu 1,4 Prozentpunkte zusätzlich anheizen könnte. Die inflationären Auswirkungen wären noch ausgeprägter, wenn die ölimportierenden Länder Probleme mit der Finanzierung der daraus resultierenden Leistungsbilanzdefizite hätten und wenn die Subventionen, die den Anstieg der Energiepreise bisher begrenzen, weiter zurückgeführt oder gar ganz abgeschafft würden. In einer Reihe asiatischer Länder (z.B. in Indien, Indonesien und Thailand) wurden die Subventionen inzwischen schon gekürzt, allerdings in unterschiedlichem Maße.

Mittelfristig wird davon ausgegangen, dass die Ölreserven ausreichen, um die erwartete starke Nachfrage der aufstrebenden Volkswirtschaften zu befriedigen, sofern die wichtigsten Ölproduzenten in entsprechendem Umfang investieren. Bisher vermochten die Investitionen allerdings die Engpässe in der Förderungskapazität einiger Länder nicht zu lindern. Es wird daher zunehmend befürchtet, dass die Ölproduktion in Nicht-OPEC-Ländern ihren Höhepunkt bald überschritten haben und die Gesamtproduktion dann auf weniger Länder konzentriert sein wird. Einstweilen bleiben die kurzfristigen Risiken eines drastischen Anstiegs der Ölpreise beträchtlich. Von Zeit zu Zeit sinken die Kapazitätsreserven der OPEC auf ein niedriges Niveau, sodass plötzliche Schocks auf der Angebots- wie der Nachfrageseite tendenziell erhebliche – und teils anhaltende – Auswirkungen auf die Ölpreise haben.

Im vergangenen Jahr zählten zu diesen Schocks Ausfälle in der nigerianischen Ölproduktion und bei den US-Raffineriekapazitäten sowie ein ungewöhnlicher Kälteeinbruch in den USA im Februar 2007, der die US-Ölvorräte erheblich schrumpfen ließ. Anhaltende geopolitische Risiken in ölproduzierenden Ländern wie Iran und Irak verstärken das Preisvolatilitätsrisiko.

Zwei weitere Aspekte zum Thema Rohstoffpreise sind zu erwähnen: Erstens werden aufgrund der langen Vorlaufzeiten bei der Erschließung von Bergbaukapazitäten sowie der hohen Nachfrage Chinas und anderer aufstrebender Volkswirtschaften die Angebotsengpässe bei Metallen andauern.

Zögerliche Investitionen im Ölsektor

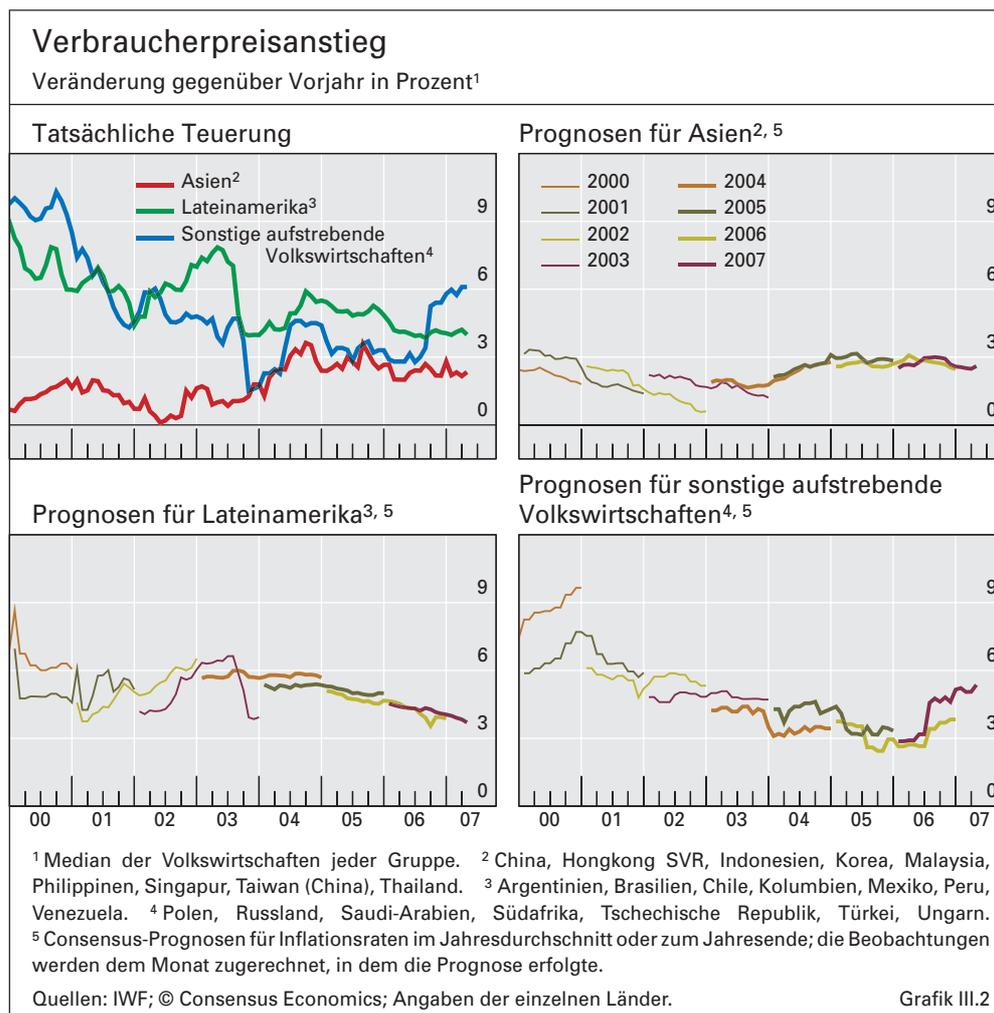
Zweitens hatten in Ländern wie China, Mexiko und Südafrika höhere Preise für Agrarerzeugnisse ebenfalls einen gewichtigen Anteil am Teuerungsanstieg. Diese Preiserhöhungen haben eine gewisse Beharrlichkeit gezeigt, und in einigen dieser Länder wird daher besonders befürchtet, dass die Inflationserwartungen entsprechend beeinflusst werden könnten.

Inflationsprognosen uneinheitlich ...

Inflationserwartungen. Wird der Prognosekonsens als Näherungsgröße für die Inflationserwartungen genommen, so zeigt Grafik III.2, dass in Asien für 2007 weiterhin mit einer relativ niedrigen Inflationsrate von unter 3% gerechnet wird. Zudem waren die Inflationsprognosen für diese Region in letzter Zeit stabil. Im Gegensatz dazu sind die Inflationsprognosen in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften nach einer langen Zeit des Rückgangs jetzt wieder deutlich gestiegen; in Lateinamerika sind die Prognosen seit einigen Jahren rückläufig.

... Erwartungen könnten aber Lohnfestsetzung beeinflussen

Inflationserwartungen sind u.a. deswegen relevant, weil sie zu höheren Lohnforderungen führen können. Nach allgemeiner Auffassung wurde der Lohnanstieg dadurch gedämpft, dass als Ergebnis der Integration Chinas und zunehmend auch Indiens in die Weltwirtschaft die globale Erwerbsbevölkerung erheblich gewachsen ist – ein Effekt, der sich in Ländern mit einem großen Arbeitskräfteangebot in ländlichen Gebieten noch weiter verstärken kann. Allerdings haben neue Untersuchungen ergeben, dass zwar



die Löhne ungelerner Arbeiter in einigen großen aufstrebenden Volkswirtschaften (Brasilien, China und Indien) nicht gestiegen sind, die Löhne höher qualifizierter oder außerhalb der Produktion tätiger Angestellter (in der Verwaltung, in Aufsichtsfunktionen sowie im Bereich von Dienstleistungen mit oftmals höheren vermuteten Anforderungen) dagegen rasant zugenommen haben. Seit Anfang dieses Jahrzehnts beispielsweise sind in China und Russland die Reallöhne im verarbeitenden Gewerbe mit einer durchschnittlichen Jahresrate von über 11% gestiegen. Auch in Indien war bei den Löhnen von Angestellten außerhalb der Produktion in den ersten Jahren des Jahrzehnts ein Anstieg um jährlich etwa 3,8% zu verzeichnen. Die Möglichkeit, dass sich höhere Inflationserwartungen in Lohnforderungen niederschlagen, gibt besonders in den Ländern Anlass zur Sorge, in denen sich die Lebensmittelpreise deutlich erhöht haben.

Könnten sich die Inflationserwartungen abrupt verändern? Die Volatilität an den Finanzmärkten im Mai/Juni 2006 (Kapitel VI) und der Anstieg der Preise von Agrarerzeugnissen in jüngster Zeit belegen, dass sowohl Teuerungsraten als auch Inflationsprognosen plötzlich nach oben schießen und Zielvorgaben übertreffen können; die Türkei und Mexiko sind dafür ein gutes Beispiel. In der Türkei verursachte die Marktvolatilität im Mai/Juni 2006 eine deutliche Währungsabwertung, durch die sich die Inflationsrate um geschätzte 3,5 Prozentpunkte erhöhte, worauf der private Sektor seine Prognosen für 2006 (von etwas über 7% auf 10%) und für 2007 (von 5,6% auf 7,8%) kräftig nach oben korrigierte. Im Falle Mexikos durchbrach die Inflationsrate Ende 2006 unerwartet die 4%-Obergrenze des Zielkorridors der Zentralbank ($3\% \pm 1\%$), teilweise aufgrund stark gestiegener Preise für Mais. In US-Dollar gerechnet schnellte der Preis für Mais auf dem Weltmarkt von Juli 2006 bis April 2007 um 58% empor, was zum Teil auf den Einsatz von Mais für die Produktion des Biotreibstoffs Ethanol zurückzuführen war. Im weiteren Verlauf des Berichtszeitraums blieben Inflationsrate und Inflationsprognosen für Mexiko knapp unter der Obergrenze des Zielkorridors oder darüber.

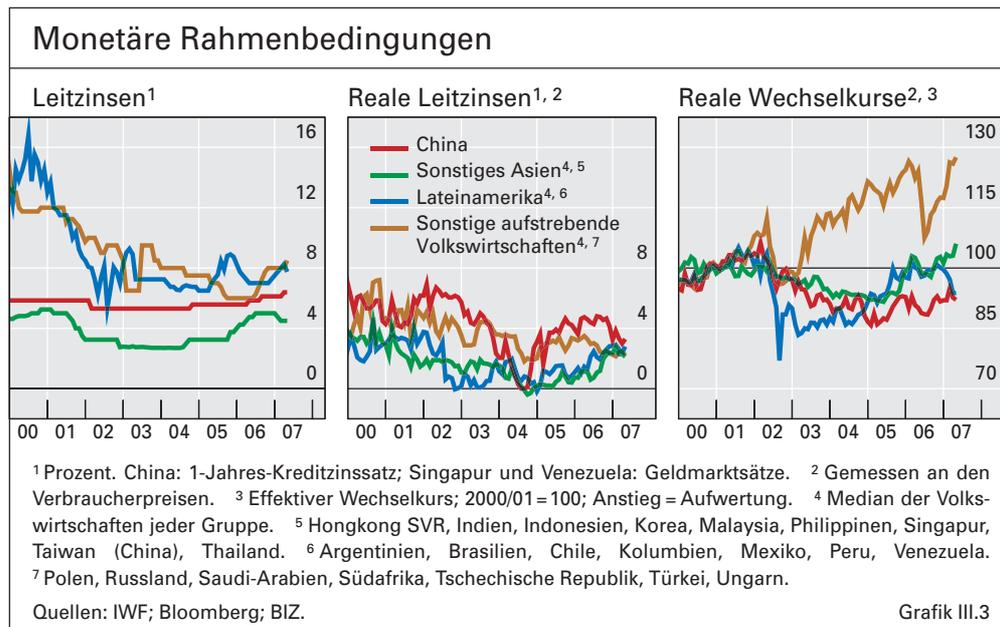
Plötzliche
Veränderung der
Erwartungen
möglich

Insgesamt gesehen gibt es trotz der derzeit allgemein moderaten Inflation in den aufstrebenden Volkswirtschaften offenbar eine Reihe von Risiken. Kapazitätsengpässe könnten in mehreren Ländern zum Problem werden, und ein starker Anstieg der Rohstoffpreise ist denkbar. Dementsprechend können bei Inflationsraten und Inflationserwartungen plötzliche Anpassungen nach oben nicht ausgeschlossen werden.

Geldpolitik

Vor diesem Hintergrund ist die Geldpolitik seit 2004 tendenziell gestrafft worden. Zwischen den einzelnen Volkswirtschaften gibt es jedoch erhebliche Unterschiede, und in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften hat sich die Straffung seit dem zweiten Halbjahr 2006 verlangsamt (Grafik III.3). Eine stetige Erhöhung der Leitzinssätze erfolgte in Indien (175 Basispunkte seit Dezember 2004) und in China (81 Basispunkte), flankiert durch andere Straffungsmaßnahmen (s. unten). In anderen asiatischen Ländern dagegen sind die Leitzinsen seit etwa Mitte 2006 nicht mehr gestiegen oder sogar gefallen. In etlichen Fällen – insbesondere in Indonesien, auf den Philippinen und in

Mäßige Straffung
der Geldpolitik ...



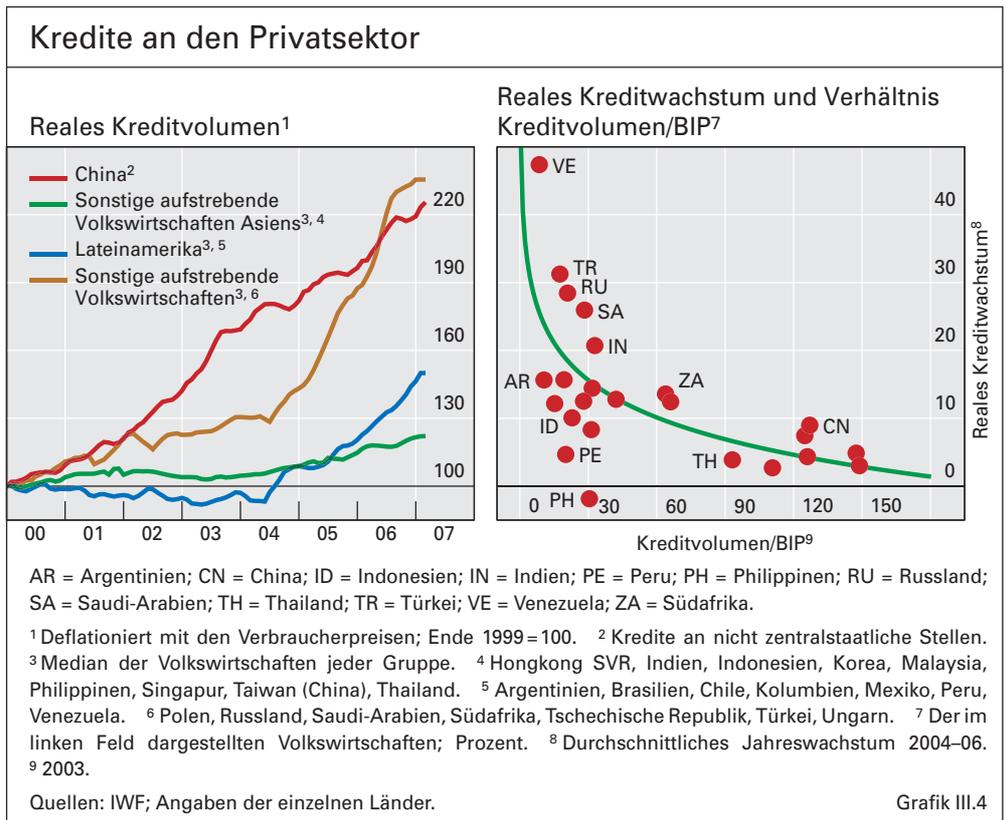
Thailand – war dies eine Reaktion auf eine sich abzeichnende Disinflation. Ähnliche Unterschiede bei den geldpolitischen Maßnahmen sind in Lateinamerika und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften erkennbar. Die Disinflation hat in Brasilien – und zeitweise auch in Mexiko – zu fallenden Leitzinsen geführt. Hingegen mussten drei Länder mit einem Leistungsbilanzdefizit, deren Währungen während der Phase volatiler Finanzmärkte im Mai/Juni 2006 einem Abwertungsdruck ausgesetzt waren, die Zinsen deutlich anheben: die Türkei um 425 Basispunkte, Ungarn und Südafrika um jeweils 200 Basispunkte. Im Fall Ungarns ist die Erhöhung allerdings auch auf Bedenken wegen des Haushaltsdefizits zurückzuführen.

... aber expansives Ergebnis

Die Auswirkungen dieser geldpolitischen Maßnahmen auf einige gängige Kennzahlen der monetären Rahmenbedingungen waren unterschiedlich (Grafik III.3 Mitte und rechts). In China und anderen aufstrebenden Volkswirtschaften begannen die realen Leitzinssätze schon vor einigen Jahren zu steigen. Die Mediane der realen Leitzinssätze in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und in Lateinamerika konvergierten auf gut 2% und in China sowie in aufstrebenden Volkswirtschaften anderer Regionen auf über 3%. In China wäre der Realzinssatz im Übrigen negativ, wenn als Maßstab für die monetären Bedingungen statt des Kreditzinssatzes ein Interbanksatz herangezogen würde. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften sind die Realzinssätze viel niedriger als die hohen potenziellen Wachstumsraten, was darauf hindeutet, dass das monetäre Umfeld im Grunde nach wie vor recht wachstumsfördernd ist.

Kräftiges Wachstum des realen privaten Kreditvolumens ...

Das hohe reale Wachstum der Kredite an den privaten Sektor in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften verstärkt den Eindruck lockerer monetärer Rahmenbedingungen (Grafik III.4). Seit Ende 2003, als in allen Regionen eine beträchtliche Zunahme des realen privaten Kreditvolumens erkennbar wurde, betrug die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Bankkredite an den privaten Sektor in China fast 9%, in anderen aufstrebenden



Volkswirtschaften Asiens 5%, in Lateinamerika 15% und in aufstrebenden Volkswirtschaften anderer Regionen 21%. Die stärkste Kreditausweitung wurde in Venezuela (47%) sowie in Indien, Russland, Saudi-Arabien und der Türkei beobachtet (in aufsteigender Reihenfolge, 21–31%). In einigen mittel- und osteuropäischen Ländern ist die rasche Kreditexpansion besonders besorgniserregend, da sich die privaten Haushalte zu einem großen Teil in Fremdwährung verschuldet haben.

Das Kreditwachstum spiegelt sowohl strukturelle als auch kurzfristige Einflüsse wider. Bei den strukturellen Einflüssen erscheint die zunehmende Tiefe der Finanzmärkte besonders bedeutsam. Tatsächlich waren in Ländern, in denen das Verhältnis von Kreditvolumen und BIP kleiner ist, höhere Zuwächse des realen privaten Kreditvolumens zu verzeichnen (Grafik III.4 rechts). In einigen Regionen, z.B. in Mitteleuropa, haben der verschärfte Wettbewerb im Bankensektor und die Integration des Finanzsektors ebenfalls eine wichtige Rolle bei der Ausweitung des Kreditvolumens gespielt. Zu den kurzfristigen Einflüssen zählen eine solide wirtschaftliche Entwicklung und – wie weiter unten ausgeführt – Bemühungen, den Aufwertungsdruck einzudämmen.

Während Leitzinsen und Kreditexpansion auf relativ lockere monetäre Rahmenbedingungen hindeuten, lässt die erhebliche reale Währungsaufwertung in einigen Ländern auf eine gewisse Nachfragedämpfung schließen. Von Dezember 2004 bis März 2007 betrug die reale Aufwertung in Korea, Malaysia und Thailand über 10% und in Indonesien mehr als 20%. Außerhalb Asiens erreichte die kumulierte reale Aufwertung z.B. in Brasilien im gleichen Zeitraum 34%. Eine reale Aufwertung trägt zur Disinflation bei und dämpft die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Dadurch hat sie vielleicht in einer Reihe von

... aufgrund struktureller und kurzfristiger Einflüsse

Aufwertung dämpft Nachfrage ...

Ländern Spielraum für eine Senkung der Leitzinsen oder andere Maßnahmen zur Lockerung der Geldpolitik geschaffen. In einigen Ländern schien der Aufwertungsdruck so stark, dass die zuständigen Behörden Zinssenkungen vornahm, um unerwünschten Kapitalzuflüssen entgegenzuwirken.

Zwar trägt der Aufwertungsdruck zur Disinflation bei, doch gibt es mindestens drei Gründe, warum er Anlass zur Sorge bietet. Erstens kann er sich negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit und den Sektor handelbarer Güter auswirken. Zweitens kann die Dämpfung des Zinsanstiegs zu Preiserhöhungen bei nicht handelbaren Gütern führen, insbesondere beim Wohneigentum. Drittens kann sich ein Aufwertungsdruck auch ohne Weiteres umkehren, worauf dann womöglich eine Anhebung der Leitzinssätze erforderlich wird. Bemerkenswert ist, dass einige der stärksten nominalen Erhöhungen der Leitzinssätze seit Anfang 2006 in der Türkei und in Südafrika zu beobachten waren. Auf diesen Ländern lastete während der Phase der Volatilität an den Finanzmärkten im Mai/Juni 2006 erheblicher Abwertungsdruck.

... führt aber zu massiven Interventionen

Aufwertungsdruck ermöglicht nicht nur tiefere Leitzinsen, als es sonst der Fall wäre, sondern löst oft auch umfangreiche Interventionen an den Devisenmärkten aus. Dies hat zu einer massiven und anhaltenden Akkumulation von Währungsreserven geführt (Kapitel V) und daraus folgend zur Notwendigkeit, die so entstandenen Reserven zu sterilisieren. In einer Reihe von Ländern, darunter China, erwies sich die Sterilisierung durch Anhebung der Mindestreserveanforderungen und durch Verkauf von Zentralbankschuldtiteln als zunehmend schwierig oder war mit unerwünschten Nebenwirkungen verbunden. Mindestreserven, die zu einem tieferen Satz als marktüblich verzinst werden, stellen im Endeffekt eine Besteuerung der Banken dar. An nicht vollständig integrierten Finanzmärkten kann darüber hinaus der Verkauf von Zentralbankschuldtiteln zu Sterilisierungszwecken deren Renditen sogar so weit steigen lassen, dass noch mehr Kapital angezogen wird.

Außerdem aufsichtsrechtliche Maßnahmen ...

Eine Anzahl von Ländern hat zusätzlich aufsichtsrechtliche Maßnahmen ergriffen, um das rasche Kreditwachstum zu bremsen und um Stabilitätsrisiken in bestimmten Wirtschaftssektoren oder an den Finanzmärkten zu begegnen. So erhöhte beispielsweise Indien die Risikogewichte der Hypotheken für Wohneigentum (von 50% auf 75%, später allerdings wieder zurückgenommen) und Gewerbeimmobilien (von 100% auf 150%) sowie der Verbraucherkredite (von 100% auf 125%). In bestimmten Branchen wurden die allgemeinen Vorschriften für die Risikovorsorge bei der Kreditvergabe ebenfalls verschärft.

... und Maßnahmen zur Förderung von Kapitalabflüssen ...

Einige Länder haben auch versucht, die Auswirkungen der Kapitalzuflüsse einzudämmen, indem sie Kapitalabflüsse förderten und es Gebietsansässigen erleichterten, Fremdwährungen zu erwerben und zu halten. Beschränkungen für Auslandsinvestitionen oder den Besitz von Vermögenswerten in Fremdwährung wurden im vergangenen Jahr in China, Indien, Korea und Thailand gelockert. Im Einzelnen wurde der Höchstwert der zulässigen Fremdwährungsguthaben inländischer Unternehmen heraufgesetzt (Thailand), der Erwerb größerer Summen in Fremdwährung gestattet (China), Anreize für Gebietsansässige geschaffen, in ausländischen Wertpapieren

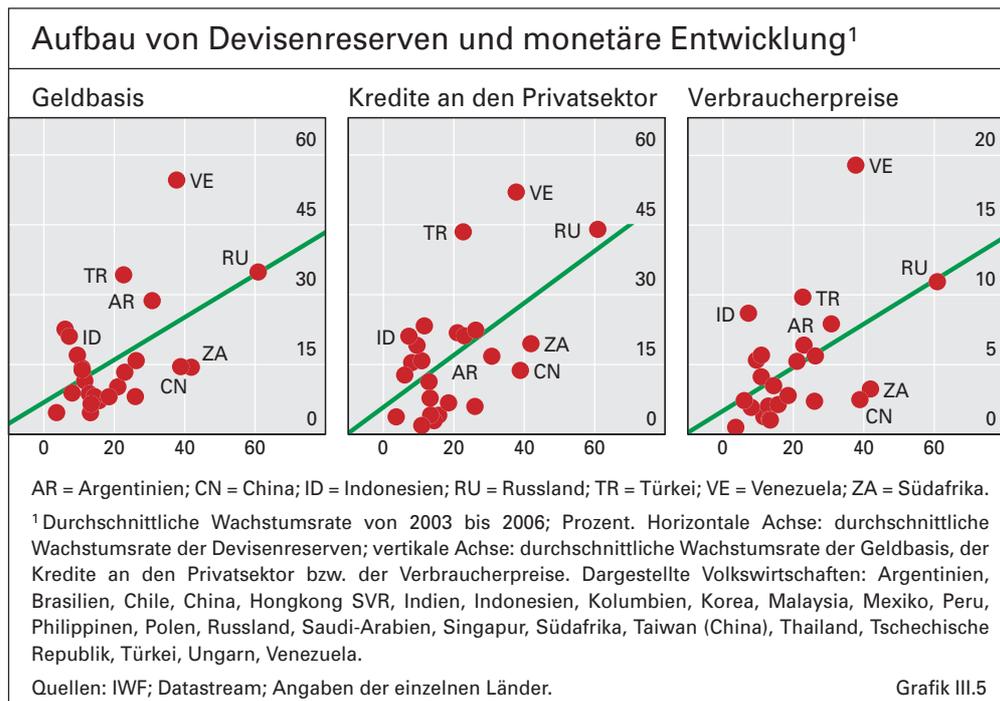
und Immobilien zu investieren (Korea), und die Erlaubnis erteilt, mehr Portfolioinvestitionen im Ausland zu tätigen (China und Indien). Inwieweit diese Maßnahmen bisher dem Aufwertungsdruck entgegenwirken konnten, bleibt jedoch unklar.

Angesichts von Schwierigkeiten, dem anhaltenden Aufwertungsdruck zu begegnen, versuchte Thailand, die Kapitalzuflüsse einzuschränken. Zunächst wurden Obergrenzen für den Wertpapierbesitz von Gebietsfremden und für ausländische Darlehen an inländische Finanzinstitute festgelegt, denen keine Handelsgeschäfte oder Investitionen zugrunde lagen. Im Dezember 2006 wurde eine zinslose Mindestreservepflicht für kurzfristige Kapitalzuflüsse eingeführt, wie es sie früher bereits in Chile gegeben hatte. Angesichts der stark negativen Reaktion der betroffenen Märkte sind einige dieser Einschränkungen inzwischen wieder aufgehoben worden, doch der unerschwellige Aufwertungsdruck auf den thailändischen Baht hat offenbar nachgelassen. Kürzlich hat auch Kolumbien ähnliche Kapitalverkehrskontrollen eingeführt.

Nach Äußerungen von Zentralbankvertretern und Marktbeobachtern zu urteilen, konnten die beschriebenen Sterilisierungs- und ergänzenden Maßnahmen die durch den Zustrom ausländischen Kapitals entstehende Liquidität nicht wirklich im Zaum halten. Vielmehr ist anscheinend in etlichen Ländern seit 2003 die Akkumulierung von Devisenreserven mit einer raschen Ausweitung der Geldbasis und des Kreditvolumens sowie höheren Inflationsraten einhergegangen (Grafik III.5). Solche einfachen Korrelationen sind natürlich mit Vorsicht zu interpretieren, doch sie verstärken den Eindruck, dass relativ lockere monetäre Rahmenbedingungen in Verbindung mit Aufwertungsdruck auf die Währung die Inflation letztlich doch anheizen können.

... oder Kapitalverkehrskontrollen

Aufbau von Währungsreserven mit expansiver Wirkung?



Mittelfristige fiskalpolitische Anpassungen und Schuldenmanagement

Stabilisierung und Abbau der Verschuldung

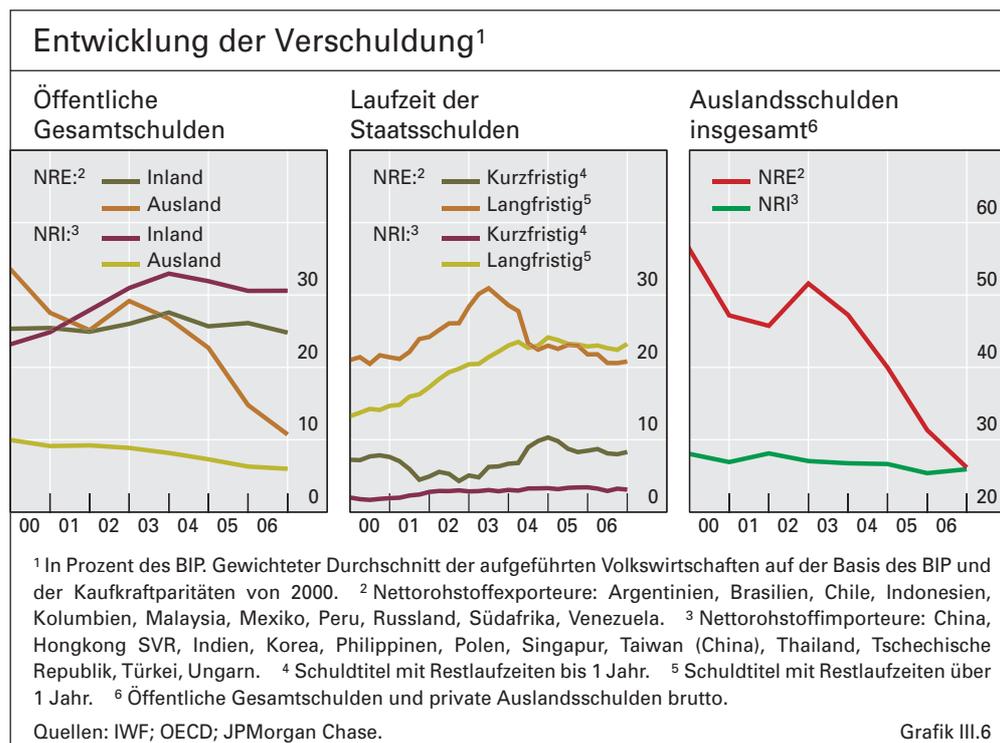
Die Widerstandsfähigkeit aufstrebender Volkswirtschaften und ihre Attraktivität für Anleger hängen in beträchtlichem Maß von der staatlichen Finanzlage und der Entschlossenheit zu fiskalpolitischen Anpassungen ab. Öffentliche Entscheidungsträger haben sich sehr um die Stärkung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität bemüht, und zwar durch Konsolidierung oder Rückführung der Staatsschulden und durch verschiedene Maßnahmen des Schuldenmanagements, die auf eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen abzielten.

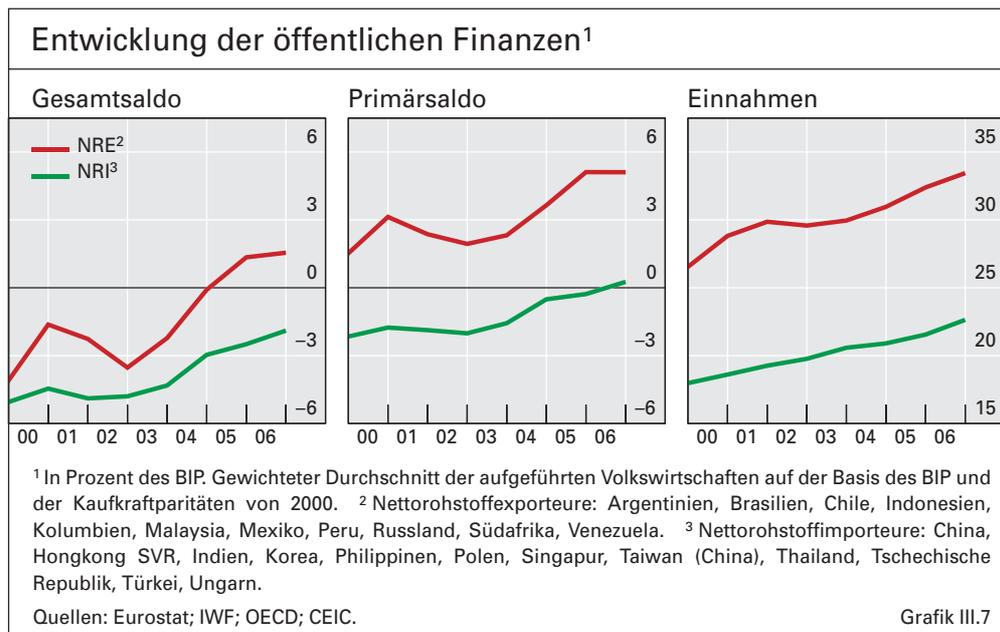
Die Bruttostaatsverschuldung (Grafik III.6 links, Gesamtschulden im In- und Ausland) ist in den aufstrebenden Volkswirtschaften zurückgegangen; das trifft sowohl auf Nettorohstoffexporteure als auch auf -importeure zu. Der Medianwert der Schuldenquote für alle aufstrebenden Volkswirtschaften fiel im Zeitraum 2003–06 um etwa 14 Prozentpunkte auf 33%, wobei der Rückgang in Brasilien, Chile, Indonesien, Kolumbien, Peru, auf den Philippinen, in Russland, Thailand, der Türkei und Venezuela mit über 10% des BIP besonders stark war.

Die sinkende Bruttostaatsverschuldung ist zum Teil der Dynamik eines robusten Wachstums bei gleichzeitig niedrigen Zinsen zuzuschreiben, in Ländern mit einer hohen Fremdwährungsverschuldung aber auch den Auswirkungen einer Aufwertung der Landeswährung. Eine nachhaltigere Basis für den Schuldenabbau ist jedoch der Trend zur Konsolidierung der staatlichen Haushalte. Wie Grafik III.7 zeigt, haben die Haushaltsdefizite abgenommen, und die öffentlichen Einnahmen sind gestiegen, insbesondere bei Nettoexporteuren von Rohstoffen. Diese Ergebnisse sind Ausdruck einer deutlich

Staatliche Bruttoverschuldung rückläufig ...

... auch dank haushaltspolitischer Bemühungen





verbesserten Haushaltsdisziplin; die Primärsalden, die den Schuldendienst nicht berücksichtigen, sind in den vergangenen Jahren erheblich gestiegen (Grafik III.7 Mitte) und haben beim Schuldenabbau seit 2000 eine Rolle gespielt.

Schätzungen zufolge haben die Primärsalden 2006 leicht zugenommen, und eine gewisse Zuversicht, dass die bisher erzielten Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung von Dauer sind, scheint angebracht. Länder mit hohen Einnahmen aus Rohstoffexporten oder kräftigem Wirtschaftswachstum sind besonders darum bemüht, dass die zyklischen Ausgaben nicht im gleichen Umfang steigen. In engem Zusammenhang damit hat eine Anzahl von Ländern Stabilisierungsfonds eingerichtet, um in schlechteren Zeiten die Finanzierung der Staatsausgaben mit Mitteln zu unterstützen, die in besseren Zeiten zurückgelegt wurden. Einige Länder sind noch über dieses Konzept eines zyklischen Stabilisierungsfonds hinausgegangen und haben für kommende Generationen Vermögensfonds geschaffen, die eine Zukunft sichern sollen, sobald die nicht erneuerbaren Ressourcen des Landes aufgebraucht sind. Beispielsweise wird ab Februar 2008 der derzeitige russische Ölstabilisierungsfonds in einen Reservefonds und einen Fonds für zukünftige Generationen aufgeteilt. Neben den Steuern auf Rohöl, die derzeit in den Ölstabilisierungsfonds fließen, soll sich der Großteil der Einnahmen der beiden neuen Fonds aus der Steuer auf die Gewinnung der Bodenschätze Erdöl und Erdgas sowie aus den Ausfuhrzöllen für Erdöl, Erdgas und Erdölprodukte speisen. Der Reservefonds soll auf einem Niveau von 10% des BIP gehalten werden. In Singapur, das keine Bodenschätze besitzt, verwaltet die Government Investment Corporation bereits seit vielen Jahren im staatlichen Auftrag einen entsprechenden Vermögensfonds. Sie investiert die angehäuften Überschüsse des Staates und die nicht benötigten Arbeitnehmerbeiträge zum zentralen staatlichen Vorsorgefonds („Central Provident Fund“).

Dennoch geben die öffentlichen Finanzen weiterhin Anlass zur Sorge. In einigen Ländern übersteigt die Staatsverschuldung 50% des BIP, obwohl die

Verbesserung der Haushaltslage möglicherweise nachhaltig

Haushaltssalden weiterhin Anlass zu Besorgnis

derzeitigen Rahmenbedingungen ungewöhnlich günstig sind. In der Vergangenheit bestanden Länder mit einer so hohen Schuldenquote Tests zur Tragfähigkeit ihrer Verschuldung in der Regel nicht (d.h. die Primärsalden stiegen nicht entsprechend der höheren Verschuldung). Selbst in Ländern, die gegenwärtig solche Tragfähigkeitstests bestehen, könnte dies nicht mehr der Fall sein, wenn das Wirtschaftswachstum oder die Rohstoffpreise erheblich zurückgehen oder die Zinssätze über längere Zeit deutlich steigen sollten.

Schuldenmanagement

Wie tragfähig die Verschuldung ist, hängt sowohl von der Höhe der Schulden als auch von ihrer Zusammensetzung ab. Bei kurzfristigen Schulden sind die Schuldner Zinsänderungs- und Refinanzierungsrisiken ausgesetzt. Wurde ein großer Teil der Schulden in Fremdwährung aufgenommen, besteht ein Währungsrisiko.

Schuldenmanagement soll Widerstandsfähigkeit stärken ...

Um solche Risiken zu verringern und die Schockresistenz zu erhöhen, haben einige aufstrebende Volkswirtschaften ein Schuldenmanagement eingeführt. Dieses Schuldenmanagement, das in mehreren Fällen – z.B. in Mexiko – in formalen Regelwerken niedergelegt ist, zielt darauf ab, Finanzierungsbedingungen zu verbessern, Laufzeiten zu verlängern, Währungsinkongruenzen zu verringern und vermehrt inländische Anleihenmärkte anstelle internationaler zu nutzen. So emittierte die Türkei im September 2006 zur Verlängerung der Laufzeiten eine 10-jährige Globalanleihe als Ersatz für kurzfristige höher verzinsliche Anleihen und Kassapapiere. Andere Transaktionen hatten den Zweck, Auslandsschulden durch inländische Anleihen in Landeswährung zu ersetzen. Derartige Maßnahmen können zwar die unmittelbare Zinsbelastung erhöhen (weil die Zinssätze für die Verschuldung in Landeswährung im Regelfall höher sind als für die Verschuldung in Fremdwährung), doch verringern sie das Währungsrisiko. Zu diesem Zweck löste Mexiko im August 2006 Auslandskredite und -anleihen im Wert von \$ 12 Mrd. durch auf Peso lautende Verbindlichkeiten ab. Gleichzeitig haben sich die aufstrebenden Volkswirtschaften bemüht, vermehrt festverzinsliche Schuldverschreibungen mit längeren Laufzeiten zu begeben.

... Laufzeiten verlängern und Auslandsverschuldung senken

Insgesamt haben diese Maßnahmen erstens dazu geführt, die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden Staatsschuldtitel zu verlängern, soweit diese nicht für Sterilisierungsmaßnahmen vorgesehen waren. Entsprechend ist bei Nettoimporteuren von Rohstoffen eine Verschiebung von kurzfristigen zu langfristigen Verbindlichkeiten zu verzeichnen (Grafik III.6 Mitte). Die verwendete Klassifizierung erfasst dabei keine Laufzeitverlängerungen im Bereich von über einem Jahr, wie sie in einigen Ländern – insbesondere in Mexiko – beobachtet wurden. Zweitens ist der Anteil der Verbindlichkeiten in Fremdwährung zurückgegangen, was die mit Wechselkursschwankungen verbundenen Risiken verringert. In Brasilien fiel der Anteil der Auslandsverschuldung bzw. der an Fremdwährungen gekoppelten Schulden abzüglich der Reserven von fast 39% des BIP im Jahr 2002 auf noch knapp 10% 2006. In der Türkei sank dieser Anteil von 56% auf 36%. Die Währungsinkongruenzen, die eine wesentliche Ursache der Krisen in den 1980er und 1990er Jahren waren, reduzierten sich ebenfalls. Da zahlreiche aufstrebende Volkswirtschaften

Überschüsse verzeichnen, ist die Staatsverschuldung wie auch die gesamte Auslandsverschuldung gesunken (Grafik III.6 links und rechts), sodass die Widerstandsfähigkeit dieser Volkswirtschaften gestärkt wurde.

Devisenströme und Vermögenspreise in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Eine der Lehren aus den Krisen der 1990er Jahre ist, dass Kapitalströme die makroökonomische Entwicklung maßgeblich beeinflussen können. Der Asien-Krise von 1997 ging sowohl ein Aufwertungsdruck voraus, der mit Kapitalzuflüssen verbunden war, als auch eine Phase billigen Geldes, die wiederum zu höheren Preisen von Vermögenswerten führte. Ein plötzliches Ausbleiben oder eine Umkehr der Kapitalzuflüsse waren dann mit einer starken Währungsabwertung, mit einbrechenden Preisen von Vermögenswerten und ausgeprägten Abschwüngen verbunden. Diese Probleme wurden durch bestehende Leistungsbilanzdefizite und Verluste aufgrund von Währungsinkongruenzen noch verstärkt und führten in einigen Fällen zu Banken Krisen.

Die heutige Situation in den aufstrebenden Volkswirtschaften weist einige Parallelen zu den Verhältnissen vor der Krise von 1997 auf, u.a. Aufwertungsdruck, billiges Geld und höhere Preise von Vermögenswerten. Allerdings gibt es auch erhebliche Unterschiede im Vergleich zu damals. Mit einigen wichtigen Ausnahmen geht der Aufwertungsdruck mit Leistungsbilanzüberschüssen einher. Außerdem haben die Währungsreserven Rekordniveau erreicht und übersteigen in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften die konventionellen Schwellen für die Angemessenheit von Reserven.

Stilisierte Fakten

Die aufstrebenden Volkswirtschaften verfügen derzeit über reichlich Fremdwährungsliquidität. Ein Indikator dafür ist die starke Währungsaufwertung in einigen Ländern, ein anderer der Aufbau umfangreicher Währungsreserven. In einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften haben die Währungsreserven in den vergangenen Jahren rasant zugenommen; Ende 2006 betragen sie \$ 3 Bio. oder rund 27% des BIP dieser Volkswirtschaften. Der Aufbau von Währungsreserven in China machte einen großen Teil der Zunahme im vergangenen Jahr aus (fast 44%), obgleich auch die Anteile Russlands (21%), Indiens, Koreas und Brasiliens (jeweils 5–7%) bedeutend waren (Tabelle III.2; s. auch Kapitel V).

Im Gegensatz zu den 1990ern waren in den letzten Jahren Leistungsbilanzüberschüsse und nicht Kapitalströme die wichtigste Quelle der Devisenzuflüsse. Der Leistungsbilanzüberschuss der aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt stieg 2006 auf über \$ 600 Mrd. Die privaten Nettokapitalströme beliefen sich auf weniger als die Hälfte dieses Betrags. Obwohl die privaten Nettokapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften gemessen in US-Dollar fast ein Allzeithoch erreicht haben und die Spitzenwerte von Mitte der 1990er Jahre übersteigen, sind sie im Verhältnis zum BIP in einigen wichtigen Regionen deutlich zurückgegangen. Die ausländischen Direktinvestitionen sowie die Bankkredite sind inzwischen umfangreicher als die Portfolio-

Aufstrebende Volkswirtschaften mit reichlich Fremdwährungsliquidität ...

... aus Leistungsbilanzüberschüssen

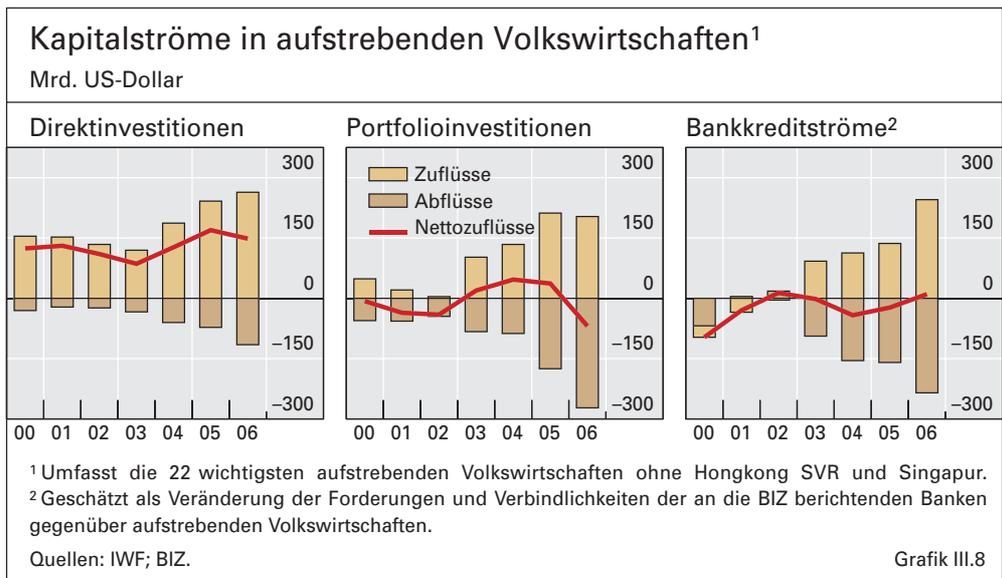
Zahlungsbilanz					
Mrd. US-Dollar					
	Jahres- durchschnitt 1996/97	Jahres- durchschnitt 1998–2003	2004	2005	2006
Aufstrebende Volkswirtschaften¹					
Leistungsbilanzsaldo	-83	93	300	512	638
Private Nettokapitalströme	208	88	239	257	256
Öffentliche Nettokapitalströme	10	-1	-58	-123	-144
Veränderung der Reserven ²	-95	-156	-508	-590	-738
Asien					
Leistungsbilanzsaldo	-12	109	172	245	340
Private Nettokapitalströme	82	11	143	70	54
Öffentliche Nettokapitalströme	-1	-1	-7	-3	-10
Veränderung der Reserven ²	-41	-112	-339	-284	-366
Lateinamerika					
Leistungsbilanzsaldo	-53	-43	20	35	49
Private Nettokapitalströme	86	41	13	34	10
Öffentliche Nettokapitalströme	1	10	-9	-30	-18
Veränderung der Reserven ²	-22	-3	-23	-33	-47
Mittel- und Osteuropa					
Leistungsbilanzsaldo	-20	-25	-59	-63	-89
Private Nettokapitalströme	28	37	75	118	121
Öffentliche Nettokapitalströme	-1	-1	-7	-8	-5
Veränderung der Reserven ²	-9	-10	-14	-48	-21
Gemeinschaft Unabhängiger Staaten					
Leistungsbilanzsaldo	-1	27	63	88	99
Private Nettokapitalströme	-4	-1	8	38	66
Öffentliche Nettokapitalströme	-2	-5	-7	-22	-33
Veränderung der Reserven ²	1	-13	-54	-76	-127
Naher Osten					
Leistungsbilanzsaldo	13	31	99	189	212
Private Nettokapitalströme	9	-4	-7	-11	-6
Öffentliche Nettokapitalströme	1	-11	-34	-61	-81
Veränderung der Reserven ²	-10	-11	-45	-105	-126
Leistungsbilanzsaldo können aufgrund unterschiedlicher geografischer Abgrenzungen von Tabelle III.1 abweichen.					
¹ Einschl. Afrikas. ² Negatives Vorzeichen = Anstieg.					
Quelle: IWF, <i>World Economic Outlook</i> .					

Tabelle III.2

ströme (Grafik III.8). Dennoch waren die Kapitalzuflüsse in einigen Regionen (z.B. in der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten sowie in Mittel- und Osteuropa) besonders stark. Kapitalzuflüsse finanzierten auch weiterhin die Leistungsbilanzdefizite in Indien, Südafrika, der Türkei und Ungarn.

Geringere Anfälligkeit gegenüber plötzlich ausbleibenden Kapitalzuflüssen

Diese Trends in den Leistungsbilanzen weltweit wirken sich auf dreierlei Weise aus. Erstens bedeuten hohe Leistungsbilanzüberschüsse, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften weniger anfällig gegenüber Schocks und plötzlich ausbleibenden Kapitalzuflüssen sind als in der Vergangenheit. Während der Phase erhöhter Finanzmarktvolatilität in den aufstrebenden



Volkswirtschaften im Jahre 2006 reagierten denn auch die Länder mit großen Leistungsbilanzdefiziten am empfindlichsten auf finanzielle Anspannungen. Darüber hinaus sinkt die Wahrscheinlichkeit einer Umkehr der Kapitalströme, weil sie einen hohen Anteil recht stabiler ausländischer Direktinvestitionen aufweisen.

Zweitens lassen staatliche Maßnahmen in einer Reihe von Ländern darauf schließen, dass Leistungsbilanzüberschüsse zu anhaltendem Aufwertungsdruck führen könnten. Einige aufstrebende Volkswirtschaften schreiben immer noch vor, dass Exporteure Devisen abgeben müssen, und schränken die Kapitalabflüsse ein. Dies bedeutet, dass große Devisenzuflüsse aus Leistungsbilanzüberschüssen wie auch aus Kapitalströmen an den Devisenmarkt kommen. Viele Länder widersetzen sich weiterhin dem sich daraus ergebenden Aufwertungsdruck mit den bereits genannten Auswirkungen.

Größerer Aufwertungsdruck wegen staatlicher Maßnahmen

Drittens können die Nettokapitalströme den Umfang ausländischer Beteiligungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften unterzeichnen, der vor allem in den Bruttozuflüssen und den wachsenden ausländischen Anlagen in aufstrebenden Volkswirtschaften zum Ausdruck kommt. Eine Reihe von Ländern verzeichneten in den letzten Jahren beträchtliche Bruttozuflüsse von Portfolioinvestitionen (Grafik III.8). Beispielsweise lagen einer jüngsten Schätzung zufolge die Bruttokapitalzuflüsse in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens 2006 mit rund 5–6% des BIP nahe ihren Höchstständen von Mitte der 1990er Jahre (vor den Krisen in Asien und Russland). Ausländische Bestände an Schultiteln in Landeswährung sind daher in etlichen aufstrebenden Volkswirtschaften stark gestiegen (in Brasilien, Indonesien, Malaysia, Mexiko, Russland, Südafrika, der Tschechischen Republik, der Türkei und Ungarn). Mit Ausnahme Mitteleuropas sind die ausländischen Bestände als Anteil an den Gesamtbeständen allerdings noch immer vergleichsweise gering. Außerdem ist der Anteil der für ausländische Anleger geöffneten Aktienmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften gemessen an der Marktkapitalisierung relativ hoch. Im Dezember 2006 betrug er etwa 34% der Gesamtkapitalisierung (nach dem Index der International Finance Corporation, IFC). Die Volatilität von

Beträchtliche Bruttozuflüsse

Aktienmarktindizes und den für Ausländer zugänglichen Anlagekomponenten erschwert es jedoch, einen Trend beim Marktzugang für ausländische Anleger zu erkennen.

Gestiegene
ausländische
Beteiligung an
Märkten für
Vermögenswerte
aufstrebender
Volkswirtschaften ...

Große Fonds und institutionelle Anleger aus den entwickelten Volkswirtschaften sowie Hedge-Fonds sind für den größten Teil der Bruttoströme von Portfolioinvestitionen in aufstrebende Volkswirtschaften verantwortlich. Pensionsfonds und auf festverzinsliche Instrumente spezialisierte Fonds diversifizieren schrittweise ihre Portfolios in geografischer Hinsicht und beziehen auch Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften ein. Gleichzeitig sind in den vergangenen Jahren die verwalteten Vermögenswerte von Hedge-Fonds mit einer auf Anlagen in den aufstrebenden Volkswirtschaften ausgerichteten Strategie Schätzungen zufolge stark gestiegen (Kapitel VI). Darüber hinaus können ausländische Anleger vermehrt in Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften investieren, ohne dass sich dies notwendigerweise in den Kapitalverkehrsdaten niederschlägt, beispielsweise durch den gezielten Einsatz von Derivaten, insbesondere Quasi-Termingeschäften („non-deliverable forwards“, NDF) in den Währungen aufstrebender Volkswirtschaften.

... mit Push- wie
auch Pull-Faktoren

Eine Reihe wirtschaftlicher Faktoren scheint eine verstärkte ausländische Beteiligung an den Vermögensmärkten aufstrebender Volkswirtschaften voranzutreiben. Dazu gehören Push-Faktoren, wie z.B. eine größere Risikobereitschaft, anhaltend niedrige Renditen an den Finanzmärkten der entwickelten Volkswirtschaften und die Wiederanlage von Petrodollars in aufstrebenden Volkswirtschaften, die kein Öl fördern. Gleichzeitig spielen auch Pull-Faktoren, wie verbesserte Fundamentaldaten, eine bedeutende Rolle. Eine gesunkene Auslands- oder Staatsverschuldung (s. oben) spiegelt sich beispielsweise in höheren Länderratings wider, wodurch ausländische Anleger angelockt werden. Technologische Entwicklungen fördern ebenfalls Anlagen an aufstrebenden Finanzmärkten, da sie die Überwachung der Marktentwicklung erheblich vereinfachen.

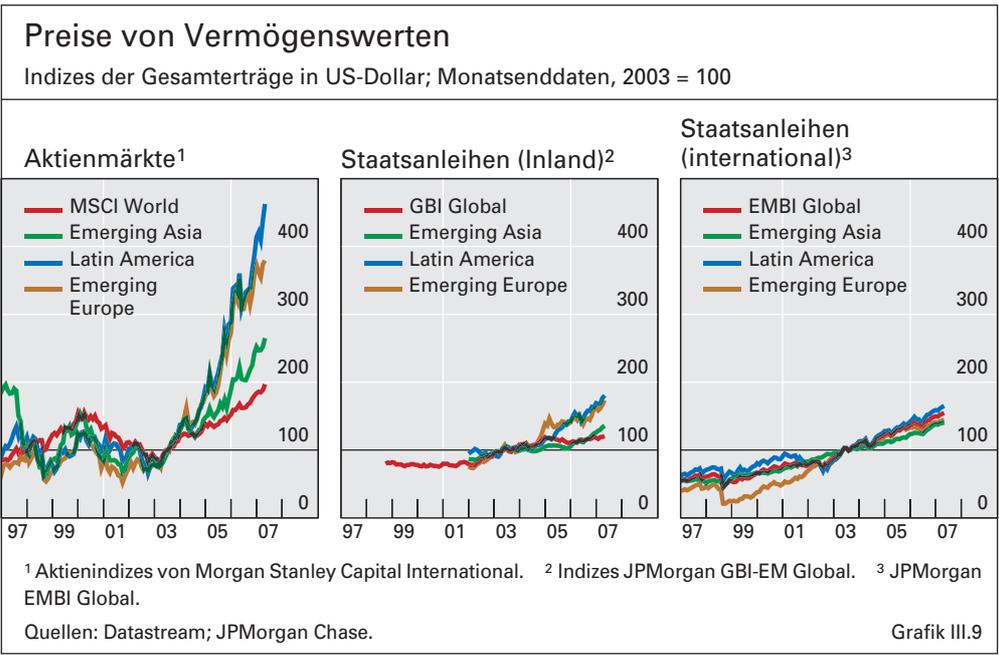
Mittelabflüsse
kaschieren Zuflüsse

Das Wachstum der Kapitalzuflüsse wird durch umfangreiche Abflüsse kaschiert; diese sind Ausdruck des zunehmenden Bestands an privaten Finanzvermögenswerten in den aufstrebenden Volkswirtschaften, der staatlichen Liberalisierung von Auslandsinvestitionen sowie der ausländischen Anlagen staatlicher Institutionen (einschl. der bereits genannten Stabilisierungsfonds für Rohstofflöse oder Vermögensfonds). In den letzten zwei Jahren waren die Bruttoabflüsse von Portfolioinvestitionen aus China, Korea, Malaysia, Russland und Saudi-Arabien im Vergleich zu anderen aufstrebenden Volkswirtschaften hoch.

Auswirkungen auf Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften

Höhere Renditen
von Vermögens-
werten
aufstrebender
Volkswirtschaften

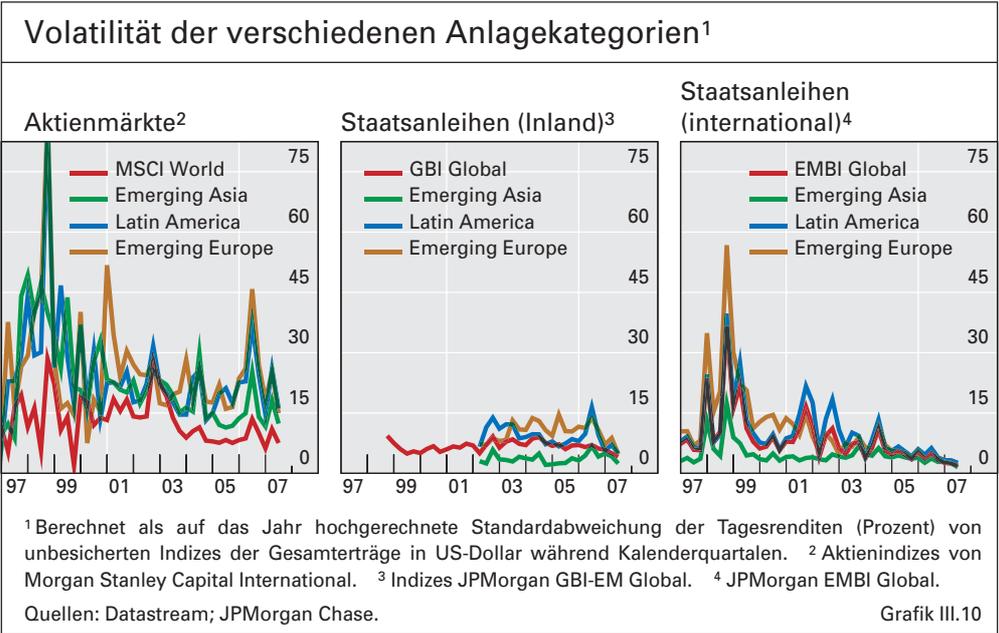
Die wachsende Verflechtung der weltweiten Finanzmärkte ist anscheinend mit einem beträchtlichen Anstieg der Renditen von Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften verbunden (Grafik III.9). Die Aktienrenditen waren besonders hoch und übertrafen, ungeachtet einiger Phasen erhöhter Volatilität, die inländischen (mittleres Feld) und internationalen (rechtes Feld) Anleiherenditen deutlich. Aktien verhielten sich tendenziell volatiliter als Anleihen (Grafik III.10). Dies kann Folgen für die Gesamtwirtschaft haben. Gleichzeitig



fürten die steigenden Preise für Vermögenswerte zu einem entsprechenden Anstieg des Finanzvermögens. Damit haben Preisschwankungen bei Vermögenswerten stärkere potenzielle Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage als früher.

Einige Größenordnungen lassen sich gut anhand der Aktienmarktkapitalisierung illustrieren. Das Verhältnis der Marktkapitalisierung zum BIP ist in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Laufe dieses Jahrzehnts erheblich gestiegen und beträgt nun durchschnittlich 79% in Asien (ohne Hongkong SVR und Singapur), 47% in Lateinamerika und 38% in Mitteleuropa. Dennoch liegt die Marktkapitalisierung immer noch unter den Werten für die USA (124%) oder Japan (108%). Jüngste Studien legen nahe, dass die langfristige marginale

Aktienmarktkapitalisierung ebenfalls gestiegen



Konsumquote bei einer Wertveränderung des Aktienvermögens in den USA noch vergleichsweise niedrig ist. Sie beträgt kurzfristig etwa 1 Cent je Dollar und langfristig 4 Cent je Dollar. (Zum Vergleich: Beim Wohnimmobilienvermögen sind es schätzungsweise 2 bis 9 Cent je Dollar.)

Die Vermögenseffekte könnten in den aufstrebenden Volkswirtschaften jedoch geringer sein, da Aktienanlagen hauptsächlich von den wohlhabenderen Teilen der Bevölkerung (und nicht allgemein von privaten Haushalten wie in den USA oder Japan) sowie von Ausländern gehalten werden.

Wie bereits erwähnt, könnten auch mit anderen Aktiva – insbesondere Immobilien – verbundene Vermögenseffekte von Bedeutung sein. Die Erfahrungen der Asien-Krise in den 1990er Jahren deuten darauf hin, dass die Liquiditätsschöpfung in Verbindung mit Interventionen am Devisenmarkt zu einem steilen Anstieg der Immobilienpreise und zu einem Boom-Bust-Szenario beitragen kann, mit beträchtlichen potenziellen Turbulenzen in der Realwirtschaft und im Finanzsektor. Heute könnte dies auf die Länder zutreffen, in denen die Kreditvergabe an den privaten Sektor schnell gestiegen ist. Unzureichende Daten erschweren die Bewertung der Risiken, doch 2006 schnellten die Immobilienpreise in Korea und Südafrika sowie in den Städten Manila und Mumbai empor (fast zweistellige oder höhere Wachstumsraten). Das rasche Kreditwachstum lässt vermuten, dass es auch an anderen Märkten Preissteigerungen gegeben haben könnte, für die keine Immobilienpreisdaten verfügbar sind. In einigen Fällen wurde befürchtet, dass ausländische Anleger durch ihre Investitionen direkt die Volatilität an den inländischen Immobilienmärkten erhöhen. In China veranlasste dies die Regierung dazu, solche Investitionen einzuschränken, und im indischen Immobiliensektor ist die Mittelaufnahme in Fremdwährung seit Kurzem Beschränkungen unterworfen.

Es gibt jedoch auch Grund zu der Annahme, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften widerstandsfähiger gegenüber Immobilienmarktschocks sein könnten als früher. Erstens stieg die Kreditvergabe – wie bereits erwähnt – in den Ländern am stärksten, in denen das Verhältnis von Kreditvolumen und BIP vergleichsweise niedrig ist. Zweitens sind in einigen Fällen die Preissteigerungen für Immobilien nicht weit verbreitet. In Korea beispielsweise sind die rasantesten Preiserhöhungen offenbar auf bestimmte teure Wohngegenden beschränkt und betreffen somit nur einen begrenzten Teil der Bevölkerung. Drittens haben viele Länder aus den Krisen der 1990er Jahre gelernt und ihre Finanzsektoren mit dem Ziel der Risikoeindämmung gestärkt.

Wachsende ausländische Beteiligungen an den Finanzmärkten aufstrebender Volkswirtschaften tragen zu einer größeren Tiefe und Effizienz dieser Märkte bei. Trotzdem werden hin und wieder zwei Vorbehalte geäußert. Der erste ist, dass eine starke ausländische Präsenz die Volatilität kleiner Märkte erhöhen kann, da sich die Preise dann immer weniger an den binnenwirtschaftlichen Fundamentaldaten orientieren. Der zweite ist, dass die Binnenmärkte verstärkt Spillover- und Ansteckungseffekten von Schocks im Ausland ausgesetzt sein könnten. Was den ersten Vorbehalt betrifft, gibt es an den asiatischen Aktienmärkten einige Anzeichen für eine „Jagd nach Renditen“ (d.h. Anlagen in Werten mit bereits hohen Renditen). Das könnte bedeuten, dass die hohen

Wichtige Rolle
der Immobilien-
märkte ...

... doch
aufstrebende
Volkswirtschaften
anscheinend
widerstandsfähig

Vorbehalte wegen
wachsender
ausländischer
Beteiligungen

Renditen an diesen Märkten durch die Beteiligung ausländischer Anleger aufgebläht worden sind. Des Weiteren führten bestimmte Anlagestrategien – wie Carry-Trades, mit denen Renditendifferenzen ausgenutzt werden sollen – zu anhaltend positiven Überschussrenditen, die in deutlichem Widerspruch zu den an effizienten Märkten vorherrschenden Bedingungen für Arbitrage und Zinsparitäten standen. Jede dieser Situationen könnte den Weg zu Übersteigerungen und künftiger Volatilität ebnen. Außerdem – und das ist wahrscheinlich noch gefährlicher – dürften ausländische Anleger eher zu überstürzten Rückzügen neigen als Gebietsansässige. Dadurch würden sie die Volatilität an den Vermögenmärkten verstärken.

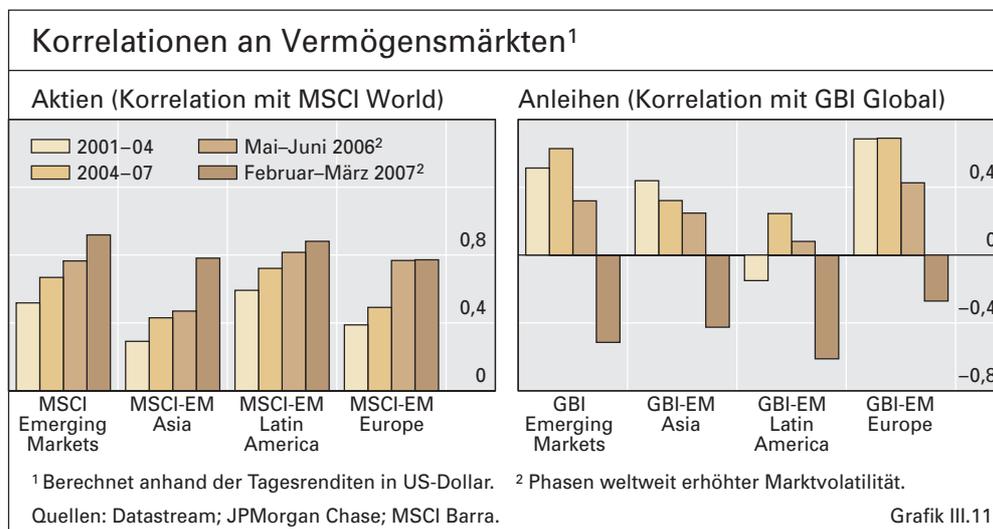
In Bezug auf die Anfälligkeit gegenüber externen Schocks scheint die Renditenkorrelation zwischen globalen Aktienindizes und Indizes für Aktien aufstrebender Volkswirtschaften seit Mitte 2004 (als die Federal Reserve einen Zinserhöhungszyklus einleitete) im Vergleich zum Zeitraum 2001–04 gestiegen zu sein (Grafik III.11).

Steigende Korrelationen zwischen Aktienrenditen ...

Darüber hinaus verstärkte sich diese Korrelation während der jüngsten Phasen globaler Marktvolatilität (Mai/Juni 2006 und Februar/März 2007) noch weiter. Obwohl solche Korrelationen mit Vorsicht interpretiert werden müssen, könnten sie doch darauf hinweisen, dass die Aktienmärkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften nunmehr in größerem Maße externen Schocks ausgesetzt sind als in der Vergangenheit, vor allem in Phasen hoher Marktvolatilität.

Dennoch stützen auch einige Hinweise die Ansicht, dass die stärkere Verflechtung der globalen Märkte nicht mit einer höheren Volatilität der Preise von Finanzvermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften verbunden war. Erstens bestehen zwar bei den Aktien inzwischen engere Korrelationen zwischen globalen und Emerging-Market-Indizes, doch bei inländischen Anleihen ist dies weniger der Fall (Grafik III.11). Zweitens erscheint das Kurs-Gewinn-Verhältnis in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften im Vergleich zu entwickelten Märkten nicht besonders hoch. Der Medianwert des tatsächlichen Kurs-Gewinn-Verhältnisses in den aufstrebenden Volkswirtschaften betrug jüngst rund 15. Er entsprach damit in etwa dem

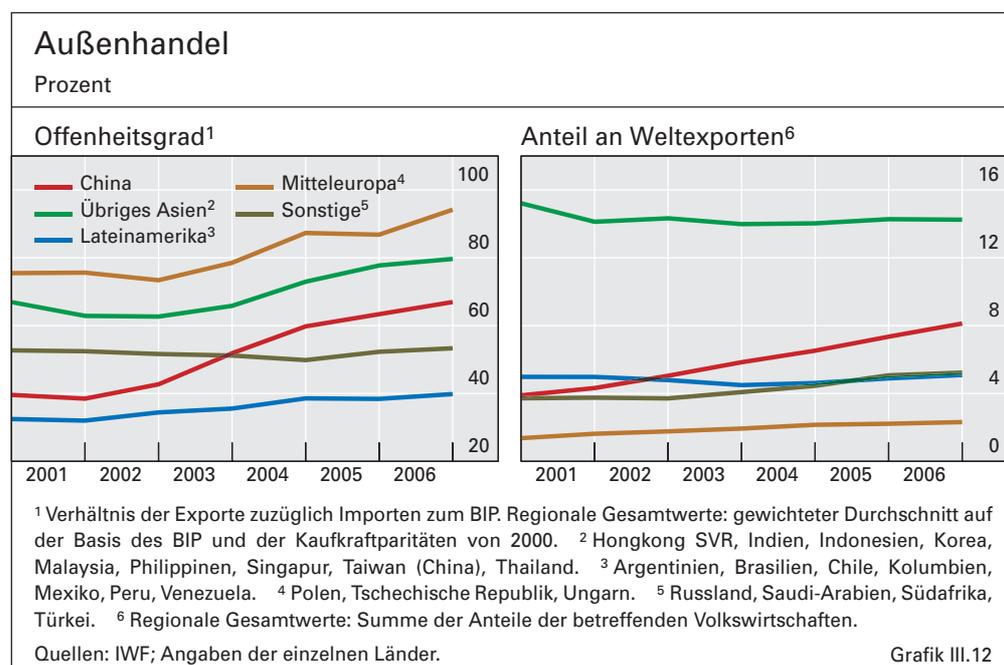
... doch Volatilität weiterhin moderat



Wert im Euro-Raum, lag aber unter dem Wert von 18 in den USA. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Kurs-Gewinn-Verhältnisse der einzelnen aufstrebenden Volkswirtschaften in letzter Zeit erheblich breiter gestreut sind und sich die Standardabweichungen seit Mitte 2006 nahezu verdreifacht haben. Infolgedessen ist das Verhältnis in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften viel höher, wie z.B. in China, wo es bis Mitte Mai 2007 auf 34 gestiegen ist. Drittens ging die Marktvolatilität – wie in Grafik III.10 dargestellt – seit Ende der 1990er Jahre, als die ausländische Präsenz geringer war, allgemein zurück. Dies könnte auf den ersten Blick zwar darauf hindeuten, dass die ausländische Präsenz die Volatilität nicht verstärkt hat, doch hier ist der Vorbehalt anzubringen, dass die Volatilität auch an vielen anderen Märkten abgenommen hat. Entsprechend könnte eine weltweite Zunahme der Risikoaversion immer noch erhebliche Auswirkungen auf die aufstrebenden Volkswirtschaften haben.

Chinas Außenhandel: stilisierte Fakten und Folgen

Seit dem Beitritt Chinas zur WTO im Dezember 2001 hat sich der Anteil der Volkswirtschaft an den Weltexporten auf 8% verdoppelt (Grafik III.12). Gleichzeitig ist China auch zu einem der fünf Hauptzielländer für die Exporte der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens geworden. Diesen Veränderungen liegt der Aufstieg Chinas zu einem weltweiten Zentrum des verarbeitenden Gewerbes zugrunde, das Endprodukte erzeugt und dafür Zwischenerzeugnisse und Investitionsgüter importiert. Diese Entwicklung wirft drei Fragen auf. Erstens: Wie wirkt sich dies auf die Handelsmöglichkeiten der Handelspartner Chinas aus? Zweitens: Wie hat sich das Risiko externer Schocks für diese Partner verändert? Drittens: Was sind die Auswirkungen auf die regionale Wechselkurspolitik?



Grafik III.12

Handelsbeziehungen im Wandel

Der Aufstieg Chinas im Welthandel weist drei Besonderheiten auf. Erstens hat es einige andere aufstrebende asiatische Volkswirtschaften an den Märkten der fortgeschrittenen Industrieländer verdrängt, stellt aber gleichzeitig auch einen wichtigen Absatzmarkt für deren Produkte dar. Der Anteil der fortgeschrittenen Volkswirtschaften (USA, Europäische Union und Japan) an den Exporten der aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften geht tendenziell zurück (Tabelle III.3), während ihr Anteil an den Exporten Chinas zunimmt (mit Japan als bemerkenswerter Ausnahme). Der Anteil Chinas an den Exporten der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens erhöhte sich von 13% im Zeitraum 1996–2001 auf 22% in den Jahren 2005/06, während der Anteil der aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften an den Importen Chinas von 31% auf 35% stieg.

Zweitens entfällt ein erheblicher Teil der Importe Chinas auf Vor- und Zwischenprodukte, insbesondere für den Exportsektor. Etwa 70% aller

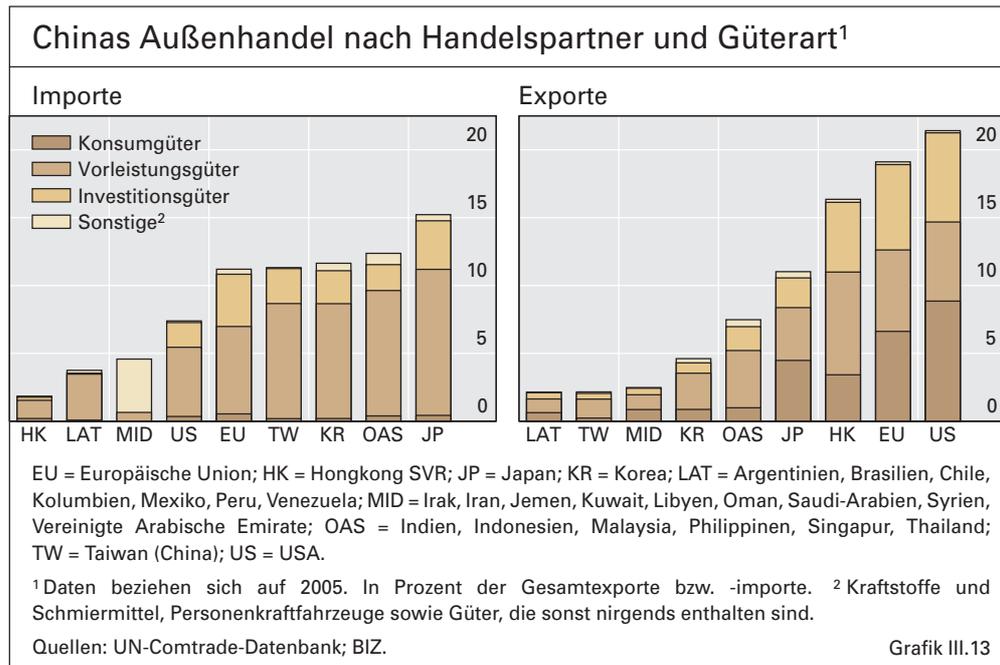
China für Asien
wichtig ...

... als Importeur
von Vorprodukten ...

Handelsbeziehungen Asiens				
Durchschnittswerte, in Prozent der Gesamtexporte bzw. -importe				
	Exporte		Importe	
	1996–2001	2005/06	1996–2001	2005/06
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens ¹ (ohne China)				
USA	21,0	14,6	14,3	9,4
Europäische Union	15,9	13,6	12,9	10,3
Japan	10,1	8,0	17,9	13,9
China	12,9	21,8	13,7	18,4
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens ¹ (ohne China)				
Binnenhandel	25,2	26,4	24,4	26,5
Lateinamerika ²	1,8	1,8	1,2	1,3
Nahe Osten ³	2,7	3,4	6,3	9,2
Afrika ³	1,3	1,6	1,4	1,1
China				
USA	19,9	21,4	11,3	7,5
Europäische Union	15,6	19,3	14,6	11,3
Japan	17,4	10,2	19,7	14,9
Hongkong SVR	20,2	16,0	4,6	1,6
Aufstrebende Volkswirtschaften Asiens (ohne China und Hongkong SVR)	12,7	14,5	30,9	34,8
Lateinamerika ²	1,7	2,4	2,2	3,9
Nahe Osten ³	2,6	3,3	3,0	5,3
Afrika ³	1,7	2,3	1,6	3,2
<i>Nachrichtlich:</i> <i>Binnenhandel in der Europäischen Union</i>	66,9	67,5	63,4	62,6

¹ Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Taiwan (China), Thailand. ² Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ³ Ländergruppen gemäß *Direction of Trade Statistics* des IWF.

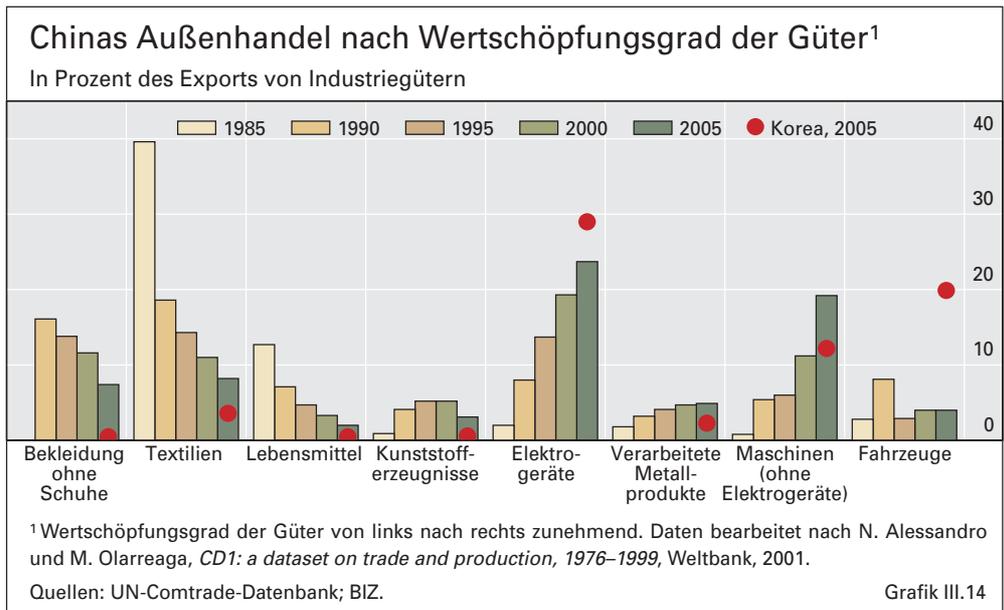
Quellen: IWF; Berechnungen der BIZ. Tabelle III.3



chinesischen Importe sind Zwischenerzeugnisse, und 57% dieser Güter stammen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens und aus Japan (Grafik III.13 links). Gleichzeitig bestehen 72% der chinesischen Exporte in die USA und 68% der Exporte in die Europäische Union aus Konsum- und Investitionsgütern. Dies verdeutlicht die zunehmende vertikale Integration des Produktionsprozesses in Asien, die darauf zurückzuführen ist, dass bestimmte Länder anscheinend auf der einen oder anderen Produktionsstufe einen komparativen Vorteil haben. Die chinesischen Exporte weisen daher einen vergleichsweise hohen Importanteil auf, und die Wertschöpfung Chinas ist entsprechend gering. Außerdem entfällt häufig ein noch größerer Anteil des Endverkaufspreises von chinesischen Exportgütern auf die Vertriebsmargen. So enthält eine Puppe, die in den USA für \$ 20 verkauft wird, schätzungsweise nur 35 Cent an Wertschöpfung durch chinesische Arbeitskräfte.

... und als wichtiger Akteur an den Rohstoffmärkten

Grafik III.13 macht ferner deutlich, dass sich die Handelsbeziehungen Chinas weit über die Produktionsnetzwerke Asiens hinaus erstrecken. Chinesische Importe trugen insbesondere wesentlich zur Nachfrage nach Rohstoffen aus dem Nahen Osten und aus Lateinamerika bei. In jüngster Zeit entfielen 5% bzw. 3,3% der gesamten Exporte dieser Regionen auf China. Bei Exporten aus Afrika sind es 7%. Darüber hinaus ist ein beträchtlicher Anteil der zusätzlichen Nachfrage nach den wichtigsten Rohstoffen China zuzuschreiben. Im Zeitraum 2004–06 beispielsweise waren es durchschnittlich rund 37% der jährlichen Zunahme der weltweiten Ölnachfrage. China ist nun nach Japan der zweitgrößte Ölimporteur Asiens, und es wird davon ausgegangen, dass sich seine Nachfrage um 5–7% pro Jahr erhöhen wird. Die Volkswirtschaft ist auch der weltweit größte Verbraucher von Rohstoffen wie Kupfer, Nickel und Zink und hat mit seiner hohen Nachfrage nach diesen Produkten entscheidend zum Anstieg ihrer Preise beigetragen. Diese hohe Nachfrage dürfte vorerst andauern, da sich China noch in einem frühen Stadium der



Industrialisierung befindet, in dem Investitionen in die Infrastruktur besonders wichtig sind.

Drittens verlagert China allmählich das Gewicht seiner Exporte von arbeitsintensiven und einfacheren Industriegütern auf technologieintensivere Produkte. Von 1998 bis 2005 ging der Anteil der Konsumgüter an den Exporten von Endprodukten von 48% auf 32% zurück, während sich der Anteil von Investitionsgütern von 15% auf 26% erhöhte. (Bei den übrigen Exporten von Endprodukten handelt es sich vorwiegend um Zwischenerzeugnisse.) Der Anteil der Industrierzeugnisse am Gesamtexport ist ebenfalls gestiegen, vor allem aufgrund komplexerer Güter wie Maschinen (Grafik III.14). Der Ansporn zum Erklimmen der Technologieleiter wurde im September 2006 durch die Bekanntmachung verstärkt, dass Steuernachlässe für bestimmte Exportgüter mit geringer Wertschöpfung, hoher Umweltbelastung oder rohstoffintensiver Produktion abgeschafft oder reduziert werden sollen. Die Regierung hat außerdem Forschung und Entwicklung massiv gefördert. Allerdings wirkt der mangelhafte Schutz geistigen Eigentums in China weiterhin potenziell abschreckend für Hochtechnologieunternehmen.

Technologie,
ein immer
bedeutenderer
Faktor

Mittelfristige Folgen: Chinas Einfluss auf die Handelsmöglichkeiten

Die vorausgegangene Erörterung legt nahe, dass China bei den Handelsmöglichkeiten anderer aufstrebender Volkswirtschaften eine vielschichtige Rolle spielt – als potenzieller Wettbewerber, aber auch als möglicher Absatzmarkt für Güter und Dienstleistungen. Für einige rohstoffexportierende Länder Lateinamerikas und Afrikas, die nicht mit China konkurrieren, bietet der Eintritt Chinas in den Welthandel klare Vorteile in Form von Terms-of-Trade-Gewinnen. Diese können jedoch zum Teil wieder verloren gehen, wenn diese Länder Öl importieren. Unter dem Strich sind vielleicht auch Vorteile für jene Länder zu erwarten, die von China in der Fertigung von wertschöpfungsarmen oder Montagegütern verdrängt wurden, nun jedoch Vor- und Zwischenprodukte an China liefern. Durch die Konkurrenz Chinas könnten beispiels-

Chinas neue Rolle
im Welthandel für
einige von Vorteil ...

weise in Korea montierte und in den entwickelten Ländern abgesetzte PCs verdrängt werden, doch könnte dies weitgehend durch eine erhöhte Nachfrage Chinas nach koreanischen PC-Einzelteilen wie Halbleitern wettgemacht werden.

... für andere
jedoch eine
Herausforderung

Im Gegensatz dazu werden sich die Handelsmöglichkeiten jener Länder verringern, deren Endprodukte mit chinesischen Produkten konkurrieren und die nicht zum Ausgleich Vor- und Zwischenprodukte nach China liefern können. China hat Mexiko und Mittelamerika als Lieferanten von Textilien und Bekleidung in die USA verdrängt und wird zum neuen Konkurrenten für Güter mittlerer Technologiestufe (Elektronik- und Elektrogeräte, Computer sowie Zulieferteile für die Automobilindustrie). Einige andere Länder sind teilweise wegen ihrer eigenen Wirtschaftspolitik betroffen. Zur Veranschaulichung: China ist auf dem Weltmarkt führend beim Verkauf von Bekleidung und ein direkter Konkurrent Indiens. Zur Produktion dieser Güter werden immer größere Mengen an hochwertigen Textilien importiert, und zwar hauptsächlich aus Japan und den jüngeren industrialisierten Ländern. China führt diese Textilien nicht aus Indien ein, obwohl Indien der zweitgrößte Textilhersteller weltweit ist. Dies liegt teilweise an Exportbeschränkungen, die die indische Regierung der inländischen Textilindustrie auferlegt hat.

Geringe
Importe Chinas
für inländischen
Verbrauch

Die mittelfristigen Handelsmöglichkeiten, die durch die Integration Chinas in die Weltwirtschaft entstehen, wären erheblich größer, wenn seine Importnachfrage allmählich auch die inländische Endnachfrage sowie die abgeleitete Nachfrage nach Importen aus den Ländern, in die es exportiert, widerspiegeln würde. Dies ist noch nicht der Fall. Auf Endverbrauchsgüter entfallen nur 4% der Gesamtimporte Chinas, und Berechnungen lassen darauf schließen, dass die Nachfrageelastizität bei Importen, die nicht für die Verarbeitung im Exportsektor bestimmt sind, im Hinblick auf die Inlandsausgaben unbedeutend ist. Dementsprechend fördert China offenbar im großen Umfang die Importsubstitution. Es ist beispielsweise jüngst bei der Stahlproduktion unabhängig geworden.

Auf mittlere Sicht stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, ob das schnelle Wirtschaftswachstum Chinas und seine Nachfrage nach importierten Rohstoffen und Zwischenerzeugnissen ihrerseits auf Dauer aufrechtzuerhalten sind. Die sehr hohen Investitionsraten der Volkswirtschaft bergen die Gefahr, dass auch Projekte mit geringen oder negativen Renditen unterstützt werden. Hohe Investitionsraten wurden in den 1980er und frühen 1990er Jahren auch in Ostasien beobachtet und gipfelten dann in der Krise von 1997/98.

Überinvestitionen
als Gefahr für
Wachstum ...

Jüngste Daten deuten darauf hin, dass der erleichterte Zugang der chinesischen Staatsbetriebe zum formalen Finanzsystem Überinvestitionen fördert und die marginale Kapitalrendite verringert. Das Produktivitätsniveau ist nämlich in staatlichen Unternehmen ungefähr 30% niedriger als in privaten Unternehmen. Schätzungen zufolge könnte China durch eine effizientere Ressourcenallokation sein Investitionsniveau um 5% des BIP verringern und den Verbrauch erhöhen, ohne das Wirtschaftswachstum zu bremsen. Zurzeit versucht der Staat, unproduktive Investitionen mit einer Reihe administrativer Maßnahmen durch die Verringerung des Kreditwachstums (zuweilen ganz gezielt) und durch eine straffere Geldpolitik zu begrenzen. Doch um erfolgreich

zu sein, müssen diese Maßnahmen des öffentlichen Sektors von Marktkräften unterstützt werden, die ebenfalls effizient und schnell funktionieren. Eines steht fest: Je länger solche Fehlallokationen von Ressourcen geduldet werden, desto schwerwiegender werden schließlich die Konsequenzen sein.

Eine weitere Folge des leichten Zugangs von Staatsbetrieben zu Krediten ist eine Risikokonzentration der Banken in Bezug auf diese weniger rentablen Unternehmen. Regierungsangaben zufolge arbeiten rund 40% der staatlichen Industriebetriebe mit Verlust. Der Großteil des ausgewiesenen Gesamtgewinns wird von relativ wenigen Unternehmen erzielt, die sich in erster Linie aus einbehaltenen Gewinnen und nicht durch Bankkredite finanzieren. Somit könnte ein beträchtlicher Teil der von chinesischen Banken vergebenen Kredite notleidend werden, sollte es in China zu einer deutlichen Konjunkturabkühlung kommen. Vermutlich hätte dies auch erhebliche Auswirkungen auf den Staatshaushalt, es sei denn, die chinesischen Banken werden in der Zwischenzeit weitaus rentabler.

... sowie als Risiko für Banken

Eine weitere mittelfristige Befürchtung technologisch fortgeschrittenerer Konkurrenten wie Korea ist die Möglichkeit, dass sie aufgrund der zunehmenden Tendenz zur Verlagerung von Arbeitsplätzen des verarbeitenden Gewerbes nach China „ausgehöhlt“ werden. In dieser Hinsicht gibt es jedoch Anlass zu Optimismus. Obgleich China den größten Teil der ausländischen Direktinvestitionen in aufstrebenden Volkswirtschaften erhalten hat, ging er von dem Höchststand von 39% im Jahr 2003 auf 26% 2006 zurück. Außerdem hat der Anteil des verarbeitenden Gewerbes am BIP in den anderen asiatischen Volkswirtschaften, mit der bedeutenden Ausnahme Japans, der SVR Hongkong und Taiwans (China), seit 1993 nicht abgenommen. Dies schließt jedoch nicht aus, dass die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe dennoch infolge von Produktivitätssteigerungen zurückgehen könnte, wie das offenbar in den USA und in einer Reihe anderer fortgeschrittener Industrieländer der Fall war.

Keine „Aus-
höhlungseffekte“

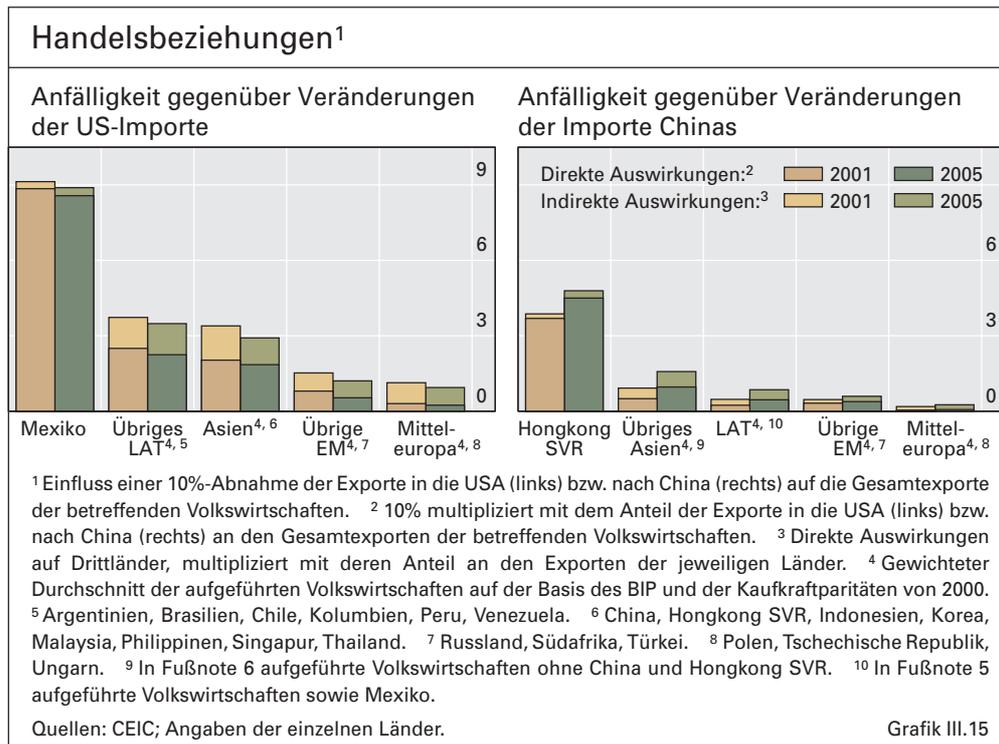
Schockanfälligkeit und -resistenz im aufstrebenden Asien (ohne China)

Chinas wachsende Bedeutung im Welthandel hat die Kanäle verändert, über die externe Nachfrageschocks in die aufstrebenden Volkswirtschaften übertragen werden, und auch das parallele Entwicklungsmuster der Handelsströme beeinflusst. Ein Abschwung in den USA trifft die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens nicht nur, indem die Nachfrage nach ihren jeweiligen Exporten in die USA zurückgeht (direkter Nachfrageeffekt), sondern er hat auch indirekte Effekte infolge der geringeren US-Nachfrage nach chinesischen Exportgütern. Ein Rückgang der US-Importe um 10% beispielsweise verringert unmittelbar die Exporte Koreas um 1,5%. Derselbe Schock lässt jedoch auch die Exporte Chinas um 2,1% schrumpfen, was u.a. zu einer Reduktion der chinesischen Importe aus Korea führt. Unter bestimmten Annahmen senken diese indirekten Effekte die koreanischen Exporte um weitere 1,3% (Grafik III.15). Ein Abschwung in den USA könnte überdies zu einer Abwertung des US-Dollars gegenüber den asiatischen Währungen führen, wodurch sich die direkten und die indirekten Effekte noch verstärken würden.

Erhebliche
Auswirkungen eines
US-Abschwungs ...

Da die chinesischen Importe von Endprodukten – wie bereits erwähnt – kaum auf Veränderungen der Inlandsnachfrage reagieren, hätte ein Kon-

... oder geringere
Auswirkungen
eines Abschwungs
in China



junkturrückgang in China wahrscheinlich geringere Auswirkungen auf die asiatischen Volkswirtschaften als ein Abschwung in den USA. Dies legt jedoch auch nahe, dass China die Folgen eines weltweiten negativen Nachfrageschocks für die asiatischen Volkswirtschaften nur begrenzt abfedern könnte.

Folgen für die Wechselkurspolitik

Die zunehmenden Handelsverflechtungen dürften auch die Wechselkurspolitik beeinflussen, doch die genauen Auswirkungen sind abhängig vom Umfang des direkten Handelswettbewerbs, vom Handel infolge von Produktionsnetzwerken und von der so entstehenden Synchronisierung der Konjunkturzyklen. Damit beispielsweise eine größere US-Nachfrage nach chinesischen Exportgütern nicht zu einem Ungleichgewicht in der Handelsbilanz führen würde, wäre eine Aufwertung des Renminbi gegenüber dem Dollar erforderlich. Die währungspolitische Reaktion der asiatischen Nachbarn Chinas würde dann davon abhängen, in welchem Umfang sie mit China im Wettbewerb stehen bzw. Teil desselben (vertikal integrierten) Produktionsnetzwerks sind.

Soweit einerseits die Nachbarländer mit China an Drittmärkten konkurrieren, würden sie eine Abwertung ihrer Währungen gegenüber dem Renminbi vorziehen. Ein Indikator hierfür sind die Überlappungen bei den Exportgütern: Zwischen China und Thailand beispielsweise stieg diese Kennzahl von 50% 1998 auf 55% 2005, zwischen China und Korea im gleichen Zeitraum von 44% auf 56%. Im Gegensatz dazu konkurriert China mit den meisten lateinamerikanischen Ländern gar nicht (mit Ausnahme Mexikos).

Soweit andererseits die Nachbarländer mit China durch Produktionsnetzwerke verbunden sind (s. oben), dürfte die chinesische Nachfrage nach

Im Falle einer Aufwertung des Renminbi gegenüber dem Dollar ...

... Abwertung gegenüber dem Renminbi von Chinas Konkurrenten bevorzugt ...

... aber stärkere Synchronisierung begünstigt Bindung an den Renminbi

ihren Gütern stetig zunehmen. Um ein außenwirtschaftliches Ungleichgewicht oder eine Überhitzung zu vermeiden, haben diese Volkswirtschaften somit ein Interesse daran, dass ihre Währungen parallel zum Renminbi aufwerten. Die stärkere Synchronisierung der Konjunkturzyklen, die durch die Produktionsnetzwerke entsteht, könnte somit die ostasiatischen Währungen tendenziell enger an die chinesische Währung binden. Dieser Effekt könnte allerdings gemindert werden, soweit Handelsströme nicht auf Wechselkursveränderungen reagieren.

Chinas Aufstieg als bedeutende Handelsnation hat sich schon erheblich auf die Weltwirtschaft ausgewirkt. Inwieweit es China gelingen wird, ein nachhaltiges Wachstum zu erzielen, wird in den kommenden Jahren spürbare Folgen für die übrige Welt haben.