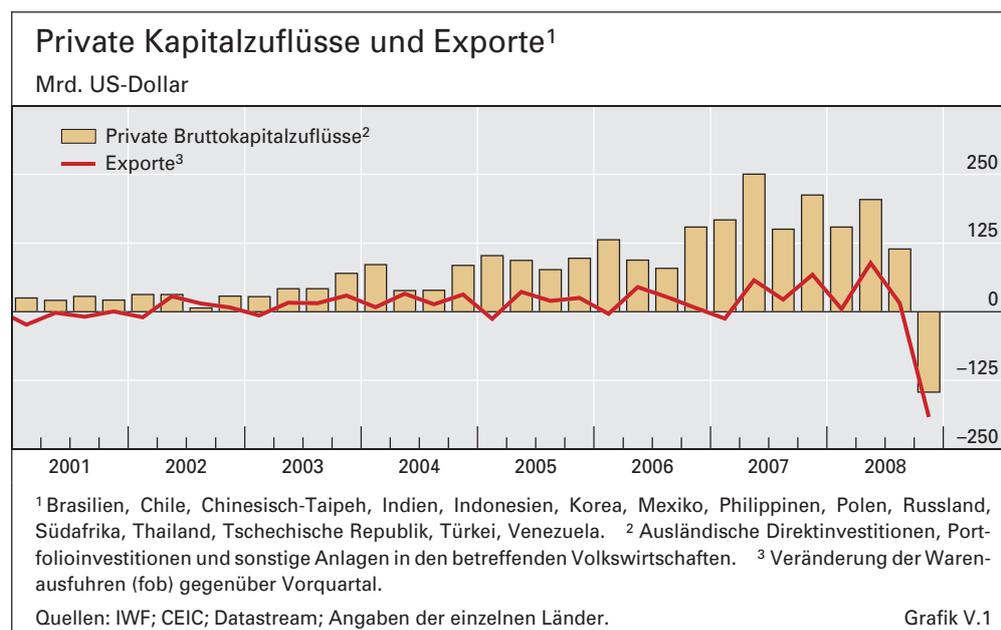


V. Auswirkungen der Krise auf die aufstrebenden Volkswirtschaften

Die sich ausweitende Finanz- und Wirtschaftskrise erfasste die aufstrebenden Volkswirtschaften im letzten Quartal 2008 mit voller Wucht. Nach dem Konkurs von Lehman Brothers im September 2008 kam es zu einem beispiellosen Rückgang bei der Exportnachfrage sowie zu einem deutlichen Abfluss internationaler Bankkredite und ausländischer Portfolioinvestitionen. Zahlreiche Währungen verloren an Wert, Aktienkurse gingen auf Talfahrt, und ausländisches Kapital verteuerte sich drastisch. Die gedämpfte Verbrauchernachfrage und Investitionsbereitschaft in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften führten dazu, dass die Nachfrage nach Exporten aus aufstrebenden Volkswirtschaften einbrach, was den Kapitalabfluss noch verstärkte. Damit endete eine langjährige exportgetragene und mit Auslandskapital finanzierte Aufschwungphase (Grafik V.1).

Diese Entwicklung soll im vorliegenden Kapitel analysiert werden, beginnend mit einem Überblick über die Jahre vor der Krise. Diese standen im Zeichen eines Anstiegs der am BIP gemessenen Exportquote sowie einer Verlagerung der – in erheblichem Umfang durch Kapitalzuflüsse aus dem Ausland finanzierten – Investitionen im Sektor handelbarer Güter. In einigen wichtigen aufstrebenden Volkswirtschaften – insbesondere in China – erhöhte sich die Sparquote noch stärker als die Investitionsquote, was zu enormen Leistungsbilanzüberschüssen und zum Aufbau umfangreicher Währungsreserven führte. Andere aufstrebende Volkswirtschaften hingegen, insbesondere in Mittel- und Osteuropa, verzeichneten trotz des raschen Exportwachstums



erhebliche Leistungsbilanzdefizite. Nach diesem Überblick wird näher auf einige Aspekte des jüngsten Abschwungs in den aufstrebenden Volkswirtschaften eingegangen, u.a. auf die Probleme bei der Stärkung der Inlandsnachfrage. Darauf folgt – basierend auf BIZ-Statistiken – eine Analyse der abrupten Umkehr der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland, die insofern problematisch war, als die private Auslandsverschuldung in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Gegensatz zur öffentlichen Auslandsverschuldung bis zuletzt hoch geblieben war. Abschließend werden zwei Faktoren erörtert, die die Wirtschaftstätigkeit in den aufstrebenden Volkswirtschaften seit Beginn der Krise gestützt haben: die umfangreichen Währungsreserven und die robuste inländische Kreditvergabe.

Vor der Krise

Vor dem Ausbruch der Krise verzeichneten die aufstrebenden Volkswirtschaften hohe BIP-Zuwachsraten. Problematisch im Hinblick auf die jüngste Abschwungphase war jedoch, dass die hohen BIP-Zuwächse von 2003 bis Mitte 2008 in den meisten dieser Länder einseitig vom Export getragen waren und es zugleich zu einem Anstieg der Bruttoersparnisse und zu einem massiven Zufluss ausländischen Kapitals kam. Damit stiegen die Währungsreserven in einem noch nie dagewesenen Ausmaß, und die zunehmend komplexe wirtschaftliche und finanzielle Verflechtung zwischen den aufstrebenden und den fortgeschrittenen Volkswirtschaften schritt rasch voran. Insbesondere durch die globale Verzahnung der Produktionsketten waren viele aufstrebende Volkswirtschaften inzwischen stärker von Exporten abhängig als noch zehn Jahre zuvor. Außerdem waren die Finanzsektoren der aufstrebenden Volkswirtschaften aufgrund der engeren internationalen Verflechtung auch von den Investitionsmöglichkeiten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften abhängig geworden und teilweise auch von Nettokapitalzuflüssen aus diesen Ländern.

Kräftiges, aber unausgewogenes Wachstum

Im Zeitraum 2003–07 verzeichneten die aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt reale BIP-Zuwachsraten von durchschnittlich 7,4% jährlich, verglichen mit 6,0% im Zeitraum 1992–96, der Entstehungsphase der Asienkrise. Verantwortlich für diese Wachstumsbeschleunigung waren im Wesentlichen Effizienzgewinne in der Produktion im Zusammenhang mit der Wettbewerbsintensivierung und dem Zugang zu technischen Neuerungen im Zuge vermehrter Exporte. Speziell in China und Indien lag die Exportquote gemessen am BIP im Jahr 2007 um 100% über dem Durchschnitt für die Jahre 1992–96 (Grafik V.2 links). In anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens stiegen die Exporte, ausgehend von einem bereits hohen Niveau, 2007 auf etwa 75% des BIP, in Mittel- und Osteuropa auf mehr als 40% des BIP.

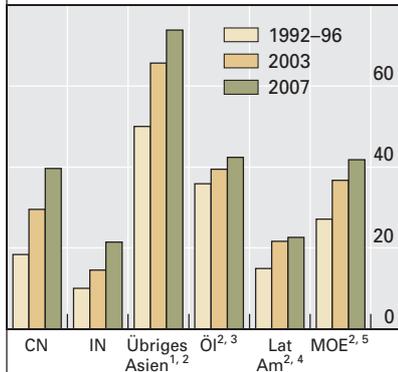
Steigende Exportquoten

Die wachsende Bedeutung der Exporte für die aufstrebenden Volkswirtschaften wirkte sich auch erheblich auf die Struktur der Anlageinvestitionen aus. In Brasilien, China, Indien, Korea und Polen stiegen die durchschnittlichen Bruttoanlageinvestitionen im Sektor der handelbaren Güter (Landwirtschaft, Bergbau und verarbeitende Industrie) von 2003 bis 2007 um 3,2 Prozentpunkte auf 39% der Anlageinvestitionen insgesamt. In der ersten Hälfte der 1990er Jahre hatte der Anteil dieses Sektors an den gesamten Anlageinvestitionen in

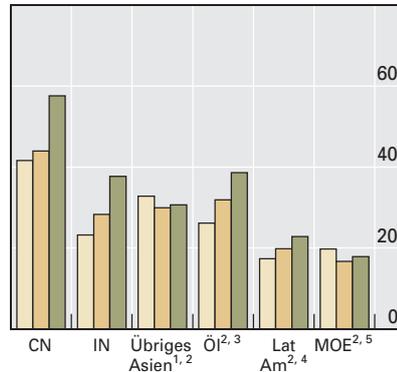
Exporte, Ersparnisbildung und Investitionen

In Prozent des BIP

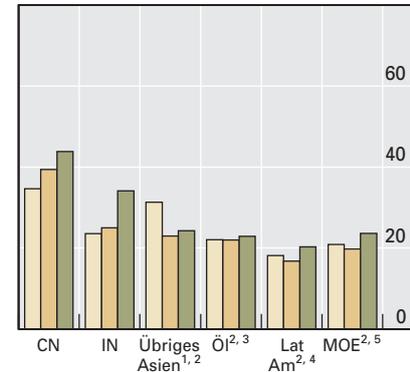
Export von Gütern und Dienstleistungen



Bruttoersparnis



Bruttoinvestitionen



CN = China; IN = Indien; LatAm = Lateinamerika; MOE = Mittel- und Osteuropa; Öl = Erdölexporteur.

¹ Chinesisch-Taipen, Hongkong SVR, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. ² Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Volkswirtschaften auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. ³ Algerien, Aserbaidschan, Iran, Kasachstan, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Oman, Russland, Saudi-Arabien, Usbekistan, Vereinigte Arabische Emirate. ⁴ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁵ Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*.

Grafik V.2

China noch etwa 28% (gegenüber 36% in den Jahren 2003–07) und in Brasilien etwa 19% (gegenüber 56% in den Jahren 2003–06) betragen.

Höherer Anteil an der globalen Ersparnisbildung ...

Im Zuge der rasch zunehmenden Bedeutung der aufstrebenden Volkswirtschaften im Welthandel stieg auch ihr Anteil an der globalen Ersparnisbildung (Kapitel IV) – brutto gesehen von 25% im Zeitraum 1992–96 auf 30% im Jahr 2003 bzw. 40% im Jahr 2007. Damit stieg ihr Anteil an der globalen Ersparnisbildung stärker als ihr Anteil am globalen BIP, der sich von 21% im Zeitraum 1992–96 auf 31% im Jahr 2007 erhöhte.

... doch große regionale Unterschiede

Regional waren im Zeitraum 2003–07 deutliche Unterschiede beim Verhältnis zwischen Spar- und Investitionsvolumen zu beobachten. In China überstiegen die Bruttoersparnisse die Bruttoinvestitionen ganz erheblich; die Sparquote erreichte 2007 einen Wert von 58% des BIP, wobei China eine der höchsten Investitionsquoten der Welt aufweist – 44% des BIP im Jahr 2007 (Grafik V.2). Die chinesischen Unternehmen behielten einen immer größeren Teil ihrer Nachsteuergewinne ein, während die privaten Haushalte nicht zuletzt wegen des dünner werdenden sozialen Netzes höhere Summen ansparen. Auch in Indien war ein erheblicher Anstieg der Sparquote zu verzeichnen, doch nahm die Investitionsquote noch stärker zu. In anderen aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens erhöhten sich die Spar- und die Investitionsquote von 2003 bis 2007 nur mäßig, wobei beide jeweils unter dem vor der Asienkrise beobachteten Niveau blieben (Grafik V.2).

Im Gegensatz hierzu übertrafen die Bruttoinvestitionen in Mittel- und Osteuropa (ebenso wie in Südafrika) die Bruttoersparnisse ganz beträchtlich, was für die Region als Ganzes Leistungsbilanzdefizite in Höhe von 5–7% des BIP bedeutete. Diese Defizite wurden hauptsächlich durch relativ hohe private Kapitalzuflüsse finanziert, womit es in Mittel- und Osteuropa vor der aktuellen

Private Bruttokapitalströme in die und aus den aufstrebenden Volkswirtschaften ¹					
In Prozent des BIP					
	Jahresdurchschnitt		2003	2007	2008
	1992–96	2003–07			
Zuflüsse insgesamt	5,1	6,6	3,9	10,7	3,5
Direktinvestitionen	1,6	2,7	1,9	3,4	3,3
Portfolioinvestitionen	2,9	1,8	1,1	2,6	-0,3
Sonstige Anlagen	0,6	2,0	1,0	4,8	0,5
Abflüsse insgesamt	2,0	4,8	2,3	7,3	3,7
Direktinvestitionen	0,3	0,9	0,3	1,5	1,2
Portfolioinvestitionen	1,2	2,0	1,0	2,6	0,8
Sonstige Anlagen	0,6	1,8	1,1	3,2	1,7
<i>Nachrichtlich:</i>					
Leistungsbilanzsaldo	-1,7	3,9	2,3	4,6	4,4
Veränderung der Währungsreserven ²	-1,2	-5,5	-3,9	-7,8	-4,3

¹ Algerien, Argentinien, Aserbaidshon, Brasilien, Bulgarien, Chile, China, Estland, Indien, Indonesien, Iran, Kasachstan, Katar, Kolumbien, Korea, Kroatien, Kuwait, Lettland, Libyen, Litauen, Malaysia, Mexiko, Nigeria, Oman, Peru, Philippinen, Polen, Rumänien, Russland, Saudi-Arabien, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn, Venezuela, Vereinigte Arabische Emirate. ² Ein Minuszeichen zeigt eine Zunahme an.

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*. Tabelle V.1

Krise Parallelen zur Situation in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens vor der Krise 1997 gab. Eine weitere Parallele war die starke Nachfrage nach Fremdwährungskrediten von Kreditnehmern ohne entsprechende Fremdwährungseinkünfte. Zwischen den beiden Regionen gab es allerdings auch einige wichtige Unterschiede. Insbesondere hatten die Länder Mittel- und Osteuropas ihr Bankensystem für ausländische Beteiligungen geöffnet und ihre institutionellen und rechtlichen Rahmenbedingungen sowie ihre Managementstrukturen nach und nach an EU-Standards angeglichen. Damit waren die Gesetzes-, Regulierungs- und Aufsichtsbestimmungen in diesen Ländern bei Ausbruch der aktuellen Krise robuster als in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens 1997.

Parallel zur steigenden Bedeutung der aufstrebenden Volkswirtschaften im Welthandel und bei der globalen Ersparnisbildung nahm auch die Verflechtung ihres Finanzsektors mit dem der fortgeschrittenen Volkswirtschaften rasch zu. Private ausländische Portfolioinvestitionen in Finanzaktiva aufstrebender Volkswirtschaften sowie die grenzüberschreitende Kreditvergabe durch Banken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften erhöhten sich im Vorfeld der aktuellen Krise deutlich. Die privaten Bruttokapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften stiegen von 4% ihres aggregierten BIP 2003 auf 10,7% 2007 (Tabelle V.1), verglichen mit einem Anstieg von 4,7% auf 5,7% von 1992 bis 1996. Zur gleichen Zeit entwickelten sich Unternehmen aus Brasilien, China, Indien, Korea, Russland und verschiedenen anderen aufstrebenden Volkswirtschaften zu wichtigen Direktinvestoren in vielen fortgeschrittenen wie aufstrebenden Volkswirtschaften. Außerdem investierten China, die

Umfangreiche Kapitalzuflüsse und -abflüsse

ölexportierenden Länder und mehrere andere aufstrebende Volkswirtschaften einen Teil ihrer Währungsreserven (u.a. über staatliche Vermögensfonds) in Aktien und Anleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften. Die privaten Bruttokapitalabflüsse aus den aufstrebenden Volkswirtschaften weiteten sich somit von 2,3% ihres BIP 2003 auf 7,3% 2007 aus (Tabelle V.1), verglichen mit einem Anstieg von 1,5% auf 2,5% des BIP von 1992 bis 1996.

Aufbau von
Währungsreserven

Die hohen Kapitalzuflüsse in Verbindung mit dem Aufbau hoher Leistungsbilanzüberschüsse führten zu einem beträchtlichen Aufwertungsdruck auf die Währungen vieler aufstrebender Volkswirtschaften. Bis etwa 2007 erhöhten sich die Währungsreserven aufgrund wiederholter umfangreicher Interventionen an den Devisenmärkten erheblich; Grund für die Interventionen waren Bedenken hinsichtlich unerwünschter Aufwertungen gewesen. Die jährlichen Zuwächse bei den Reserven der größeren aufstrebenden Volkswirtschaften erhöhten sich von \$ 0,3 Bio. 2003 auf den bisher beispiellosen Betrag von \$ 1 Bio. 2007, verlangsamten sich dann aber 2008 wieder deutlich auf \$ 0,4 Bio., wobei der Anstieg 2008 in erster Linie auf China zurückzuführen war. In absoluter Betrachtung sind die Währungsreserven in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften – wie weiter unten ausgeführt – nach Höchstständen 2008 inzwischen aber drastisch geschrumpft. Im Januar 2009 lagen die gesamten Währungsreserven der aufstrebenden Volkswirtschaften bei über \$ 4,3 Bio.

Liquiditätszuwachs
im Inland

Bis zum ersten Halbjahr 2008 ging der Aufbau hoher Währungsreserven mit Liquiditätszuwächsen einher, die in unterschiedlichem Ausmaß durch Sterilisierung von Devisentransaktionen oder den Verkauf von Staatsanleihen an private Anleger wieder abgebaut wurden. Insgesamt kam es zu einer deutlichen Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen, mit entsprechend niedrigen Realzinsen und einem Boom bei Bankkrediten an den Privatsektor. In Asien und Lateinamerika sanken die Realzinsen von 2001 bis 2005 auf nahe null oder darunter, stiegen danach aber wieder an. Die Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften weiteten ihre Inlandskredite an den Privatsektor 2006 und 2007 im Schnitt um jeweils mehr als 23% aus, wobei besonders hohe Steigerungen in Lateinamerika (über 30%), Mittel- und Osteuropa (24%) sowie Russland (fast 50%) verzeichnet wurden. Bis Ende 2008 hatte sich das Kreditwachstum zwar deutlich verlangsamt, lag jedoch in Lateinamerika, Indien, Indonesien, Mittel- und Osteuropa sowie Russland noch immer bei knapp 20% oder darüber. Die Liquiditätszuwächse waren nicht zuletzt auf die niedrigen Zinsen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zurückzuführen. Insbesondere vor dem Hintergrund des Inflationsschubs in den Jahren 2007 und 2008 zögerten viele aufstrebende Volkswirtschaften, die Leitzinsen zu erhöhen, weil sie fürchteten, damit vermehrt Kapital anzuziehen und den Aufwertungsdruck weiter zu erhöhen.

Schwerer Schock für die Realwirtschaft

Die aufstrebenden Volkswirtschaften waren teilweise durch ihre relativ stabile Finanzlage geschützt, nicht zuletzt auch aufgrund ihrer hohen Währungsreserven (s. unten), und daher im Allgemeinen von der globalen Finanzkrise von August 2007 bis Mitte 2008 nicht ernsthaft beeinträchtigt. Inzwischen haben

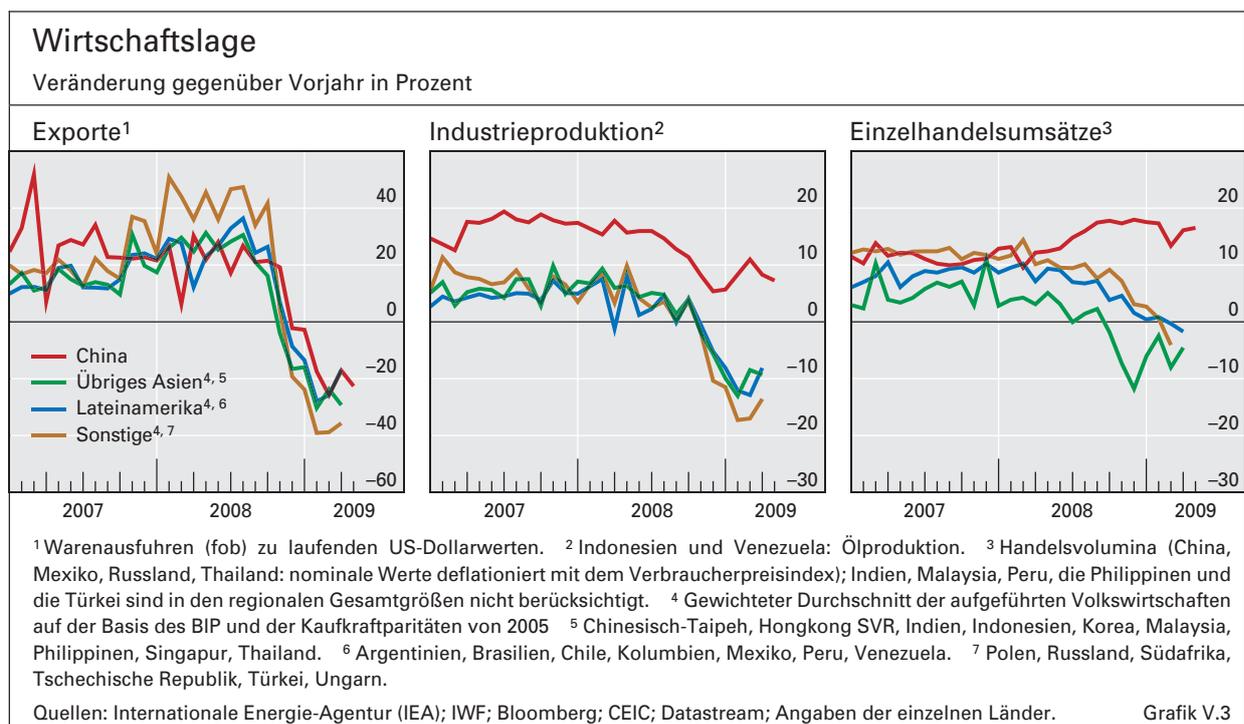
sich aber zwei realwirtschaftliche Entwicklungen verstärkt negativ ausgewirkt: die rückläufige Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern in den Industrieländern und der Einbruch der Rohstoffpreise.

Konjunkturunbruch

Der Einbruch des Wachstums in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im vierten Quartal 2008 führte zu einem starken Rückgang des BIP in den aufstrebenden Volkswirtschaften, mit zweistelligen Rückgängen bei den Exporten und der Industrieproduktion sowie einer deutlichen Abschwächung der Einzelhandelsumsätze (Grafik V.3). Der generelle Rückgang der Exporte verstärkte sich in einigen größeren aufstrebenden Volkswirtschaften im ersten Quartal 2009 weiter auf durchschnittlich etwa 25% gegenüber dem Vorjahresquartal. In einigen rohstoffexportierenden Ländern, insbesondere Chile und Russland, brachen die Exporte im ersten Quartal 2009 gar um über 40% ein.

Die rückläufigen Ausgaben für langlebige Konsumgüter in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in der zweiten Jahreshälfte 2008 (Kapitel IV) haben die Exporte der aufstrebenden Volkswirtschaften im Automobilsektor und in der Informationstechnologie (IT) stark reduziert. In einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften erwirtschaftet die Automobilindustrie einen erheblichen Anteil am BIP (3% in der Türkei, 6% in Mexiko, 8% in Korea und Thailand sowie über 10% in Mitteleuropa); hier sind die Exporte der Automobilindustrie rapide zurückgegangen, beispielsweise um 45% im Februar 2009 in Mexiko und um 54% im ersten Quartal 2009 in der Türkei. Der für Ostasien besonders wichtige IT-Sektor, der für die Konjunkturabschwächung in dieser Region während der Rezession in den USA im Jahr 2001 hauptverantwortlich gewesen war, wurde auch in der aktuellen Krise in Mitleidenschaft gezogen. Die Lagerbestände an elektronischen Gütern haben im Verhältnis zum Absatz

Sinkende Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern ...



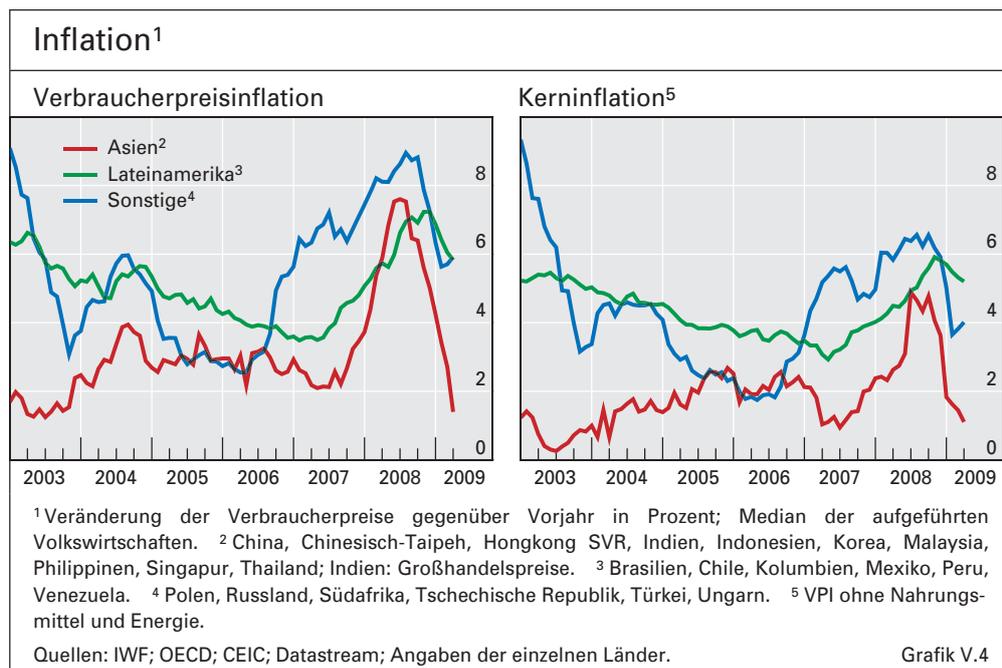
drastisch zugenommen, und sowohl die Exporte als auch die Produktion sind rückläufig. So verringerte sich das Wachstum der IT-Exporte Koreas sechs Monate in Folge, wobei der Rückgang im März 2009 im Jahresvergleich etwa 27% betrug. Das Verhältnis von Lagerbeständen zum Absatz stieg im koreanischen IT-Sektor von 104% im September 2008 auf einen Spitzenwert von 129% im Dezember 2009, ging allerdings bis Februar 2009 wieder auf 93% zurück.

... und rückläufige Rohstoffpreise

Parallel zum Wachstumsrückgang in der Weltwirtschaft brachen die Rohstoffpreise ein. Von Juli 2008 bis März 2009 fielen der Ölpreis um 65% und die Preise für andere Rohstoffe um 34%. Profitiert haben hiervon die Rohstoffimportländer in Form von höheren verfügbaren Einkommen und geringeren Kosten. In den rohstoffexportierenden Ländern hingegen gingen die Einkommen zurück, wodurch sich die Nachfrage und das Wachstum tendenziell verringerten. Beispielsweise erwirtschaftet Lateinamerika über 40% der Gesamtexporte mit Rohstoffen (Mexiko über 20%). Aktuellen Schätzungen des IWF zufolge könnte sich durch den Rückgang der Rohstoffpreise um 30% in der Zeit von Juli bis Dezember 2008 das Wachstum in Lateinamerika um insgesamt mehr als 2 Prozentpunkte verringert haben. Allerdings vermag die jüngste Erholung der Rohstoffpreise (etwa 19% seit dem Tiefpunkt im Dezember) möglicherweise weitere Wachstumseinbrüche teilweise abzufedern.

Inflationsrückgang

Der Verfall der Rohstoffpreise und die infolge des Konjunkturerinbruchs zunehmende Wirtschaftsflaute haben die hohe Inflationsrate der aufstrebenden Volkswirtschaften sinken lassen, die laut Prognosen von durchschnittlich 6% 2008 auf unter 5% 2009 fallen wird. Sowohl die ausgewiesene Teuerungsrate als auch die Kerninflation sind in Asien abrupt gefallen (Grafik V.4). In China und Thailand war in den vergangenen Monaten sogar eine deflationäre Entwicklung zu beobachten. In China hat der Verlust ausländischer Exportmärkte zu Überkapazitäten geführt, die den Druck auf die Preise weiter verstärkten. In Lateinamerika und Russland dagegen hielt sich die Inflation bis Anfang 2009 hartnäckiger. In einigen Ländern (z.B. Mexiko und Russland)



wurde die Inflationsangst durch den Abwertungsdruck verschärft – eine Kombination, die die Geldpolitik in ein Dilemma stürzt.

Aussichten auf Erholung

Die Erfahrungen im 20. Jahrhundert zeigen, dass ohne Ausweitung des Handels keine nachhaltige Erholung der Weltwirtschaft möglich ist. Insbesondere das Exportwachstum spielte in den Erholungsphasen nach den Krisen der 1990er Jahre in den aufstrebenden Volkswirtschaften eine wichtige Rolle. Untersuchungen legen nahe, dass eine Belebung des Handels mittelfristig das Wirtschaftswachstum stützt.¹ Die hohe Abhängigkeit der aufstrebenden Volkswirtschaften von der Auslandsnachfrage könnte derzeit jedoch die Erholung verzögern. Ein Grund hierfür ist das beispiellose Ausmaß des Importrückgangs in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. So sollen Prognosen zufolge die US-Importe 2009 um zweistellige Raten fallen (verglichen mit 3% in der US-Rezession 2001). Auch für den Euro-Raum und für Japan bewegen sich die Prognosen im zweistelligen Bereich. Eine weitere Ursache ist, dass das Ausmaß, in dem sich die fortgeschrittenen Volkswirtschaften verschuldet haben, um u.a. ihre Importe aus den aufstrebenden Volkswirtschaften zu stützen, nicht haltbar war. Künftig müssen höheren Importen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften wohl höhere Exporte in die aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüberstehen. Oder allgemeiner ausgedrückt: Der Fremdfinanzierungsgrad lässt sich nur verringern und die weltweiten wirtschaftlichen Ungleichgewichte können nur korrigiert werden, wenn einige fortgeschrittene Volkswirtschaften mehr sparen bzw. weniger investieren und einige aufstrebende Volkswirtschaften mehr investieren bzw. weniger sparen. Derartige Anpassungen dürften allerdings Zeit brauchen.

Möglicherweise schleppende Erholung aufgrund der Exportabhängigkeit

Die Erholungsaussichten in den aufstrebenden Volkswirtschaften hängen weitgehend auch davon ab, ob die Inlandsnachfrage genügend robust ist, um den Rückgang der Nachfrage aus den fortgeschrittenen Volkswirtschaften auszugleichen. Wie im letztjährigen BIZ-Jahresbericht (Kapitel III) festgehalten, sind verschiedene Aspekte zu berücksichtigen. Trotz starken Wachstums und ungeachtet der Maßnahmen einzelner aufstrebender Volkswirtschaften zur Belebung des Konsums oder zur Förderung von Investitionen ist der Anteil dieser Ausgaben am BIP in diesem Jahrzehnt im Allgemeinen nicht gestiegen. Inwiefern beim derzeitigen Abschwung Konsum- und Investitionsbelebungsprogramme erfolgreich sind, hängt zum Teil vom jeweiligen Spielraum für eine antizyklische Fiskal- und Geldpolitik ab (Kapitel VI) – und dieser Spielraum ist in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften begrenzt. Außerdem wirken sich Exportrückgänge tendenziell negativ auf die Konsum- und Investitionsausgaben aus, weil sich hierdurch die Gewinn- und Einkommensaussichten verringern. Bisher haben sich in den aufstrebenden Volkswirtschaften die Indikatoren für das Konsum- und Geschäftsklima deutlich verschlechtert, und auch die Einzelhandelsumsätze sind mehrheitlich zurückgegangen.

Wenig Spielraum für Belebung der Inlandsnachfrage

Ein positiver Einfluss auf die Exportnachfrage anderer Länder könnte von China ausgehen, nachdem dort die Inlandsnachfrage mit Konjunkturpaketen

Die Rolle Chinas

¹ S. J. Frankel und D. Romer, „Does Trade Cause Growth?“, *American Economic Review*, Vol. 89, Nr. 3, Juni 1999, S. 379–399.

und rasch wachsender inländischer Kreditvergabe offenbar gestärkt werden konnte. Chinas erfolgreiche Positionierung im globalen Fertigungsprozess hat seit 2000 zu einer gewaltigen Importnachfrage nach Vorleistungsgütern und Anlagegütern aus anderen aufstrebenden Volkswirtschaften geführt, um Endprodukte für den Export herzustellen. Doch seit in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften die Nachfrage nach Einfuhren aus China nachgelassen hat, importiert China entsprechend weniger, wovon die übrigen aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften besonders betroffen sind, da durchschnittlich 20% ihrer Exporte nach China gehen. Diesen Rückgang scheint China nur begrenzt durch mehr Importe für den inländischen Verbrauch ausgleichen zu können. Zwar dürfte das BIP in China 2009 aufgrund umfangreicher Konjunkturpakete weiterhin relativ stark wachsen. Trotz des zweistelligen Rückgangs der Exporteinnahmen fielen die Zuwächse bei der Industrieproduktion nämlich weiterhin positiv und bei den Einzelhandelsumsätzen robust aus (Grafik V.3), und auch die Kreditvergabe hat sich beschleunigt. Allerdings ist Chinas Importnachfrage zur Deckung des Inlandsbedarfs einigen Studien zufolge gering. Tatsächlich sind die nicht für die Exportproduktion bestimmten Einfuhren Chinas im vierten Quartal 2008 stark gesunken und haben sich bis dato noch nicht wieder erholt.

Die Aussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften sind mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Mit Ausnahme von China und Indien fallen die Prognosen für das BIP-Wachstum 2009 der meisten größeren aufstrebenden Volkswirtschaften negativ aus. Erst für 2010 wird für die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften wieder ein positives Wachstum vorausgesagt. Allerdings sind in einzelnen Ländern bereits erste Anzeichen einer Erholung zu erkennen, beispielsweise höhere chinesische Exporte in die EU und die USA im März 2009 sowie höhere chinesische Importe aus Chinesisch-Taipeh und Korea im Februar und März 2009. Diese Belebung der Handelsaktivitäten beendete einen seit etwa einem halben Jahr zu beobachtenden Rückgang; allerdings lässt sich noch nicht sagen, ob dies den Beginn einer nachhaltigen Erholung signalisiert. Der Verlauf der Erholung wird auch davon abhängen, wie schnell die als Wachstumsstütze extrem wichtigen internationalen Kapitalzuflüsse, die sich 2008 umkehrten, wieder in Gang kommen werden.

Erschwerter Zugang zu Auslandskapital

Bei den meisten Krisen in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den 1980er und 1990er Jahren kam es aufgrund eines Vertrauensverlusts in die regionale Wirtschaftspolitik zu einer Umkehr der privaten Bruttokapitalzuflüsse. Die aktuelle Krise verlief diesbezüglich etwas anders. Zumindest anfänglich waren viele aufstrebende Volkswirtschaften besser gegen Veränderungen der Kapitalströme gefeit, weil sie – mit Ausnahme einiger mittel- und osteuropäischer Länder – vor der Krise eine solide Wirtschaftspolitik verfolgt hatten. Aber im weiteren Verlauf der Krise zeichnete sich bei der Entwicklung der Kapitalströme in mancher Hinsicht ein ähnliches Muster wie bei früheren Krisen ab. Wie weiter unten ausgeführt, waren der erschwerte Zugang zu Auslandskapital und die Kapitalabflüsse für Länder mit höheren Leistungsbilanz- und

Haushaltsdefiziten sowie für stark wechselkursanfällige Branchen vergleichsweise problematischer.

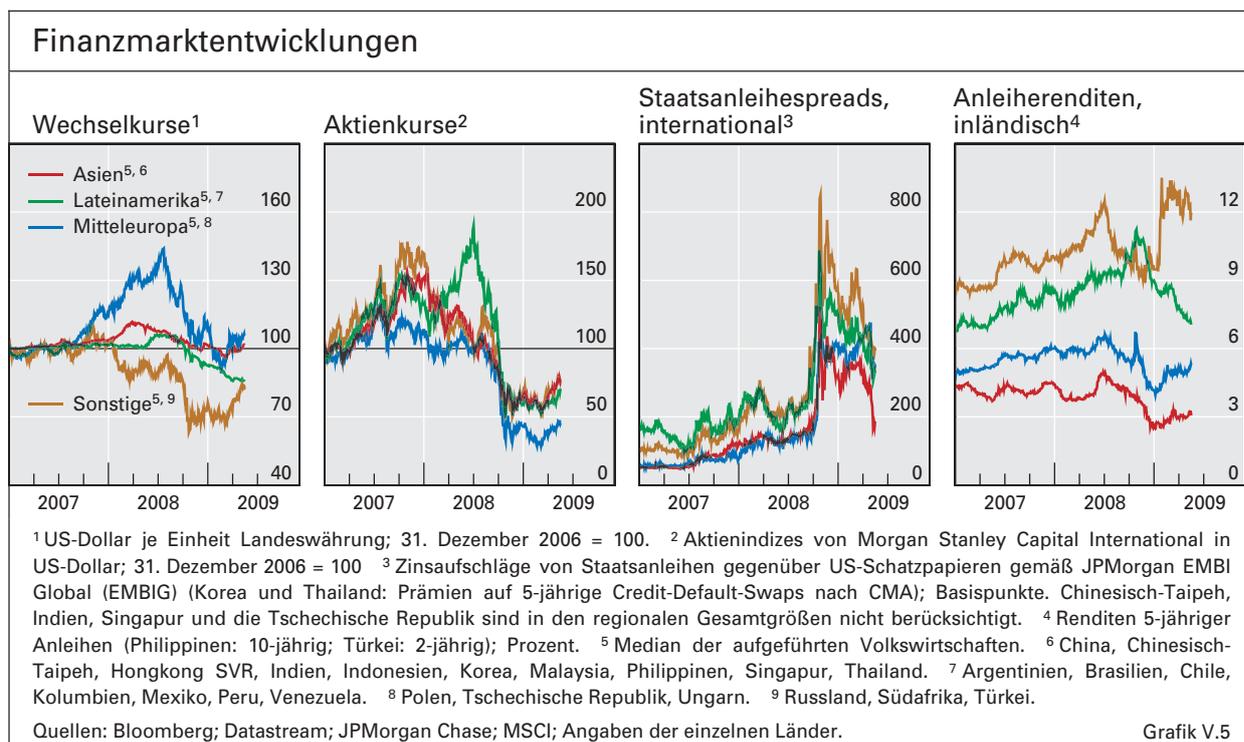
Im ersten Halbjahr 2008 blieben die Bruttokapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften bemerkenswert stabil und erreichten in vielen Fällen noch 60–70% der Rekordwerte von 2007. Der Abzug von Kapital war hauptsächlich an den Aktienmärkten zu spüren, wo die Kurse nach den historischen Höchstständen des vierten Quartals 2007 ins Rutschen kamen. Die Tatsache, dass andere Anleger (Banken und Anleiheanleger) ihre Positionen weiter hielten, dürfte wie gesagt u.a. darauf zurückzuführen gewesen sein, dass viele aufstrebende Volkswirtschaften sehr hohe Währungsreserven und robuste Bankensysteme aufgebaut hatten. In einigen Ländern spielten auch besser entwickelte lokale Anleihemärkte eine Rolle.

Anfänglich stabile Kapitalzuflüsse ...

Im dritten Quartal 2008 begannen die internationalen Banken, Kapital aus einzelnen aufstrebenden Volkswirtschaften abzuziehen. Hiervon waren zuerst die Länder mit stabilen und relativ liquiden Bankensystemen betroffen. So reduzierte sich beispielsweise das Volumen der Auslandskredite an Banken und Nichtbanken in China, Chinesisch-Taipeh, Malaysia, Polen und der Tschechischen Republik im dritten Quartal um \$ 30 Mrd. Zentralbanken und Marktbeobachter vermuteten damals, dass einzelne international tätige Banken mit der Drosselung ihrer Kredite an diese aufstrebenden Volkswirtschaften die schweren Liquiditätsprobleme an ihren eigenen Märkten in den Griff bekommen wollten.

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten breiteten sich nach dem Konkurs von Lehman Brothers am 15. September 2008 und im Zuge der darauffolgenden Liquiditätskrise an den weltweiten Interbankmärkten weiter aus (Kapitel II). Der Abzug von Portfolioanlagen in Aktien beschleunigte sich, die

... doch dann Umkehr



Währungen aufstrebender Volkswirtschaften werteten stark ab, die Zinsaufschläge auf internationale Staatsanleihen erhöhten sich drastisch, und an den inländischen Anleihemärkten stiegen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften die Renditen (Grafik V.5). Die steigenden Kosten und der erschwerte Zugang zu Auslandskapital trafen zunächst sowohl Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten (z.B. in Mittel- und Osteuropa sowie Südafrika) als auch Länder, deren Leistungsbilanzüberschüsse aufgrund des Einbruchs der Öl- und Rohstoffpreise rückläufig waren (z.B. Argentinien, Russland und Venezuela).

Finanzierungsprobleme im Unternehmenssektor

In aufstrebenden Volkswirtschaften mit robusterer Leistungsbilanz verzeichnete als Erstes der Unternehmenssektor Finanzierungsprobleme. Mit dem Wechselkursverfall gegenüber den wichtigsten internationalen Währungen bekamen Unternehmen, die sich zur Finanzierung ihrer Investitionen am ausländischen Kredit- und Anleihemarkt hoch verschuldet hatten (u.a. russische Energiekonzerne), Schwierigkeiten bei der Refinanzierung. Außerdem traten durch die Turbulenzen im September 2008 Schwachstellen zutage, die offenbar sowohl Behörden als auch Marktteilnehmern bislang entgangen waren. So hatten viele Unternehmen in Brasilien, Korea, Mexiko und Polen 2007 und 2008 Derivatgeschäfte mit in- oder ausländischen Banken abgeschlossen, um ihre Exporterlöse gegen eine starke Aufwertung der Landeswährung abzusichern, wobei zum Teil auch auf eine anhaltende Aufwertung spekuliert wurde. Dabei handelte es sich in der Regel um außerbilanzielle Positionen. Mit der Abwertung der Landeswährung gegenüber dem US-Dollar und dem Euro schrieben diese Unternehmen massive Verluste, die sich im Fall Koreas auf etwa 0,8% des BIP und in Polen auf über 1% des BIP beliefen.

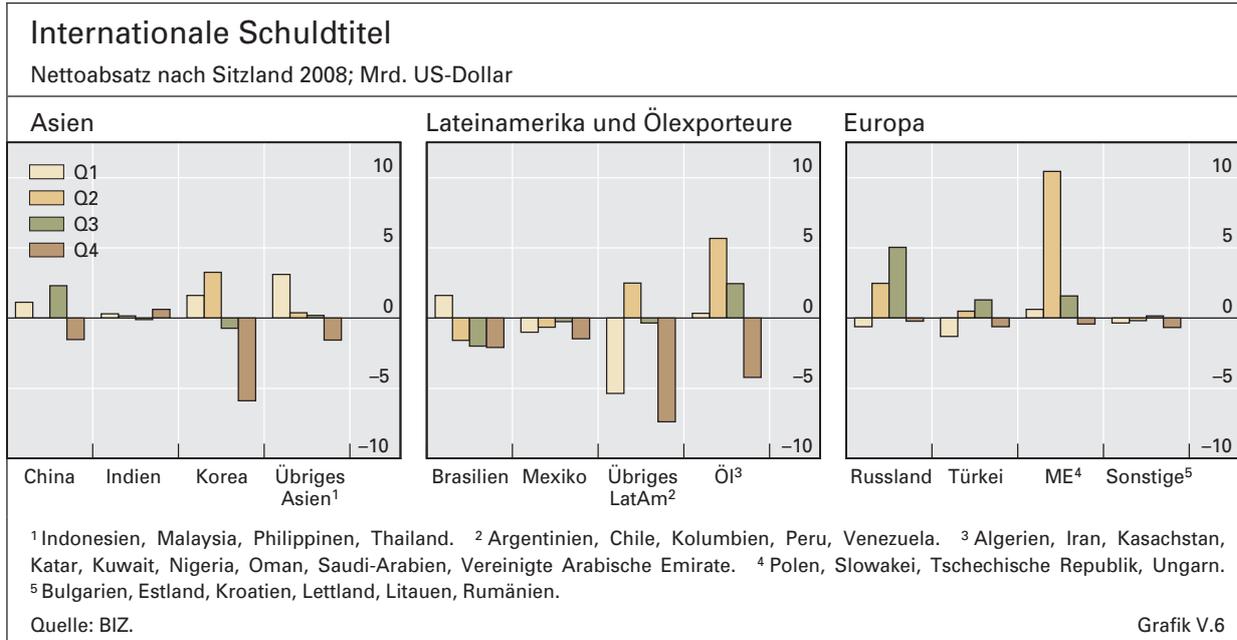
Anleihemärkte aufstrebender Volkswirtschaften ohne Kapitalzuflüsse

An den internationalen Anleihemärkten kam im September und Oktober der Primärhandel zum Erliegen, und der Sekundärhandel mit Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften brach ein – selbst bei Unternehmen mit hohem Rating und finanziell relativ soliden Staaten (z.B. Brasilien, Malaysia und Südafrika). Nachdem die aufstrebenden Volkswirtschaften in den ersten drei Quartalen 2008 noch einen Nettoabsatz von \$ 28 Mrd. erzielt hatten, überwogen im vierten Quartal – als viele Unternehmensschuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten verloren – per saldo die Tilgungszahlungen mit \$ 27 Mrd. (Tabelle V.2). Besonders hoch waren die Nettotilgungen in Korea und Lateinamerika sowie

Internationale Bankkreditströme und Anleiheemissionen					
Mrd. US-Dollar					
	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1
Grenzüberschreitende Kredite ¹	168	105	47	-205	...
Internationale Anleihen, Nettoabsatz	-1	23	6	-27	4

¹ Auslandskreditvergabe der an die BIZ berichtenden Banken an aufstrebende Volkswirtschaften, geschätzte wechsellkursbereinigte Veränderung.
Quelle: BIZ.

Tabelle V.2



in den ölexportierenden Ländern (Grafik V.6). Die Vergabe von Konsortialkrediten ging im vierten Quartal um insgesamt \$ 65 Mrd. gegenüber dem Vorquartal zurück, wobei die SVR Hongkong, Singapur und Länder des Nahen Ostens am stärksten betroffen waren. Auch an den lokalen Anleihemärkten der aufstrebenden Volkswirtschaften zogen sich Auslandsinvestoren aus Anleihen in Landeswährung zurück, was nicht nur am gestiegenen Liquiditätsbedarf der Investoren lag, sondern auch an ihrer Risikoaversion, da die Kursentwicklung in vielen Ländern (z.B. Indonesien, Mexiko, der Türkei und Ungarn) äußerst volatil war.

Auch im Bereich der Auslandskreditvergabe kam es im vierten Quartal 2008 zu einer verstärkten Korrektur. Aktuellen BIZ-Statistiken zum internationalen Bankgeschäft zufolge drosselten Banken in fortgeschrittenen Ländern ihre Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften im vierten Quartal um \$ 205 Mrd. (1% des aggregierten BIP der aufstrebenden Volkswirtschaften), was einem Abzug von über 60% der in den vorangegangenen drei Quartalen verzeichneten Kapitalzuflüsse entspricht (Tabelle V.2). Besonders stark betroffen von dieser Entwicklung waren Brasilien, China, Korea, die Türkei und die ölexportierenden Länder, darunter Russland (Grafik V.7). Bei Krediten an Banken war ein stärkerer Rückgang festzustellen als bei Krediten an Nichtbanken. Gleichzeitig zogen Gebietsansässige vieler aufstrebender Volkswirtschaften (insbesondere in Mitteleuropa und den ölexportierenden Ländern, einschl. Russlands) einen Teil ihrer Einlagen und andere Auslandsanlagen von den an die BIZ berichtenden Banken ab. Mit diesen zurückgeführten Anlagen verfügten die aufstrebenden Volkswirtschaften anders als in der Vergangenheit über einen wichtigen Puffer. Einige aufstrebende Volkswirtschaften dürften diese Anlagen aber nicht nur aufgelöst haben, um nicht mehr verfügbares Auslandskapital zu kompensieren; ein Teil dieser Transaktionen hing wahrscheinlich auch mit den staatlichen Interventionen am Devisenmarkt zusammen.

Stärkere Korrektur im Auslandskreditgeschäft

Rolle der Präsenz
ausländischer
Banken

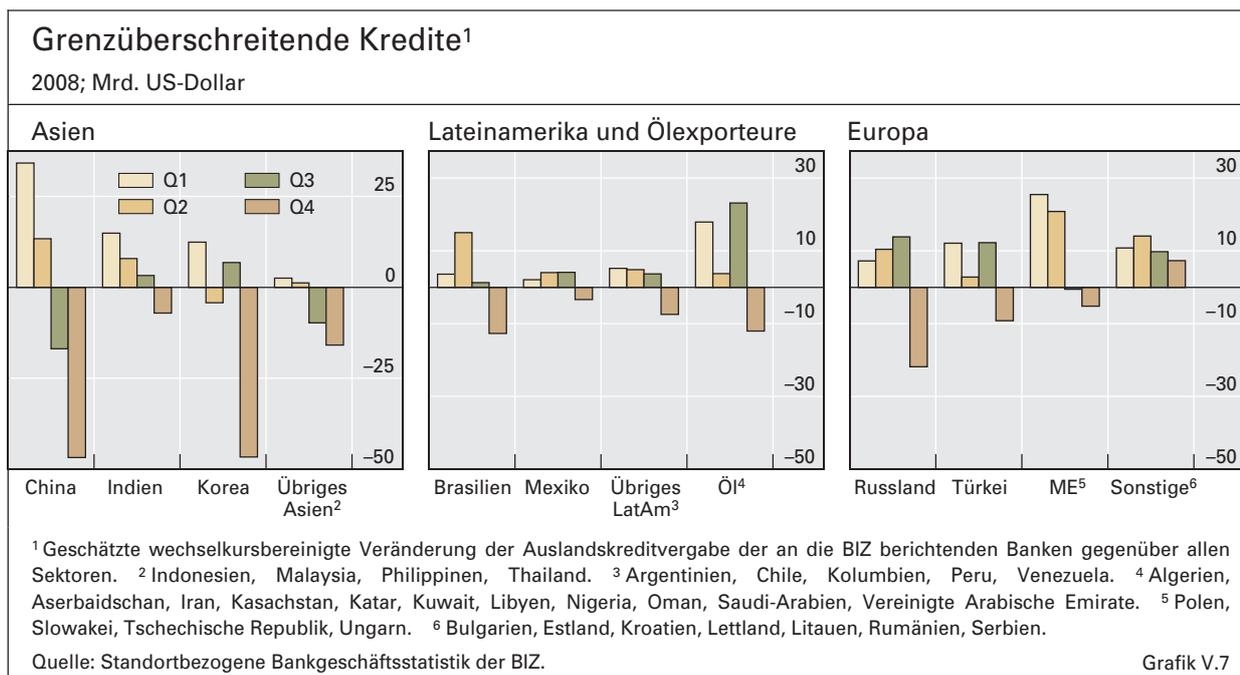
In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob die Präsenz ausländischer Banken in aufstrebenden Volkswirtschaften spürbare Auswirkungen auf die Bankmittelströme hatte. Mit anderen Worten: Ist das Volumen der von lokalen Konzerntöchtern ausländischer Banken vergebenen Fremdwährungskredite und Kredite in Landeswährung in Ländern mit einer stärkeren Präsenz ausländischer Banken stabiler geblieben?

Auslandskredit-
vergabe vorerst
stabil ...

In einigen kleineren Ländern mit einer vergleichsweise stärkeren Präsenz ausländischer Banken traf dies offenbar vorübergehend zu. So fiel der Rückgang der Auslandskreditvergabe im vierten Quartal 2008 in den kleineren Ländern Mittel- und Osteuropas (in den baltischen Ländern und in Ländern Südosteuropas) – deren Bankensysteme fast vollständig in ausländischem Besitz sind – weniger deutlich aus als in den größeren mittel- und osteuropäischen Ländern (Polen, Russland, der Tschechischen Republik und der Türkei) – in denen (mit Ausnahme der Tschechischen Republik) ausländische Banken keine dominante Rolle spielen (Grafik V.7 rechts).

Die Stabilität der Auslandskreditvergabe in den kleineren Ländern Mittel- und Osteuropas überrascht, weil viele dieser Länder erhebliche Leistungsbilanzdefizite aufweisen. Im Februar 2009 wurde jedoch klar, dass sich die Konjunktur in diesen Ländern unerwartet schnell verschlechtert hatte und viele Schuldner Mühe hatten, ihre Kredite zurückzuzahlen oder zu verlängern. Durch den Vertrauensverlust bei den Anlegern traten bereits seit längerer Zeit bestehende Schwächen plötzlich zutage, z.B. der hohe Anteil an Fremdwährungskrediten bei den privaten Haushalten sowie kleinen und mittleren Unternehmen in vielen Ländern. Ob die westeuropäischen Mutterbanken ihre Konzerntöchter in diesen kleineren Ländern unverändert stützen, wird sich deutlicher zeigen, wenn Anfang Juli die Daten für das erste Quartal 2009 vorliegen.

In Bezug auf Kredite in Landeswährung lässt sich noch nicht eindeutig sagen, ob sich eine vergleichsweise stärkere Präsenz ausländischer Banken



positiv ausgewirkt hat. Das entsprechende Kreditgeschäft der Konzerntöchter ausländischer Banken hat sich – wechsellkursbereinigt – in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften weiter gut entwickelt. So waren im vierten Quartal 2008 etwa in Brasilien, China, Polen und der Türkei Zuwächse zu verzeichnen, während die Landeswährungsforderungen von Konzerntöchtern ausländischer Banken in kleineren Ländern Mittel- und Osteuropas mit starker ausländischer Bankenpräsenz stabil blieben. Andere Länder wie Korea und Südafrika hingegen meldeten Rückgänge.

... aber uneinheitliches Bild bei Krediten in Landeswährung

Eine weitere interessante Frage ist, ob Länder mit höher entwickelten lokalen Anleihemärkten die Kapitalabflüsse vergleichsweise besser verkräftet haben. Die aufstrebenden Volkswirtschaften hatten in den vergangenen Jahren versucht, ihre Anfälligkeit gegenüber dem Abfluss ausländischen Kapitals zu verringern, indem sie inländische Emissionen forcierten. Im Zuge der Krise haben aber insbesondere die ausländischen Anleger offenbar versucht, sich aus den lokalen Anleihemärkten aufstrebender Volkswirtschaften zurückzuziehen und ihr Kapital in liquidere Fremdwährungsanlagen umzuschichten. Dadurch wurden die lokalen Anleihemärkte u.a. in Indonesien, Mexiko, der Türkei und Ungarn in Mitleidenschaft gezogen; außerdem wurde auf diese Weise der Abwertungsdruck vielfach noch verstärkt, weil die internationalen Märkte für Devisenswaps damals nur eingeschränkt funktionierten (Grafik II.4 Mitte). Beispielsweise beteiligte sich an der Auktion von Staatsanleihen in Ungarn Mitte Oktober kein einziger Bieter. Auch die Bestände von Gebietsfremden an Anleihen in Forint schrumpften angesichts der steigenden Devisennachfrage ausländischer Investoren. Gleichzeitig waren die international tätigen Banken nicht bereit, Devisenswaps zwischen Euro und Forint durchzuführen, und lösten dadurch eine starke Abwertungswelle aus, die von Ungarn auf die anderen Länder Mittel- und Osteuropas übergriff. So fiel die tschechische Krone trotz wesentlich besserer Fundamentaldaten im vierten Quartal gegenüber dem Euro um 9%.

Rolle der lokalen Anleihemärkte

Ende 2008 und Anfang 2009 verstärkte der Einbruch der Auslandsnachfrage die negativen Auswirkungen der globalen Finanzkrise auf die Kapitalströme in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Besonders deutlich zeigte sich dies bei der Handelsfinanzierung. In Lateinamerika beispielsweise erneuerten führende internationale Banken im ersten Quartal 2009 nur 50–60% der im Vorjahr bestehenden Handelskreditlinien, was im Wesentlichen auf das schrumpfende Handelsvolumen und die gesunkenen Rohstoffpreise zurückzuführen war. Allerdings trocknete auch der Sekundärmarkt für Handelsfinanzierungen aus, und auf Handelsfinanzierung spezialisierte Banken kürzten die entsprechenden Kreditlinien. Der fehlende Zugang zu Handelskrediten beeinträchtigte zwar auch einige Exportländer in Asien, am schwerwiegendsten dürften aber die afrikanischen Länder betroffen sein, weil ihre Finanzsysteme unterentwickelt sind und die staatlichen Handelskredite nicht weiter erhöht werden konnten.

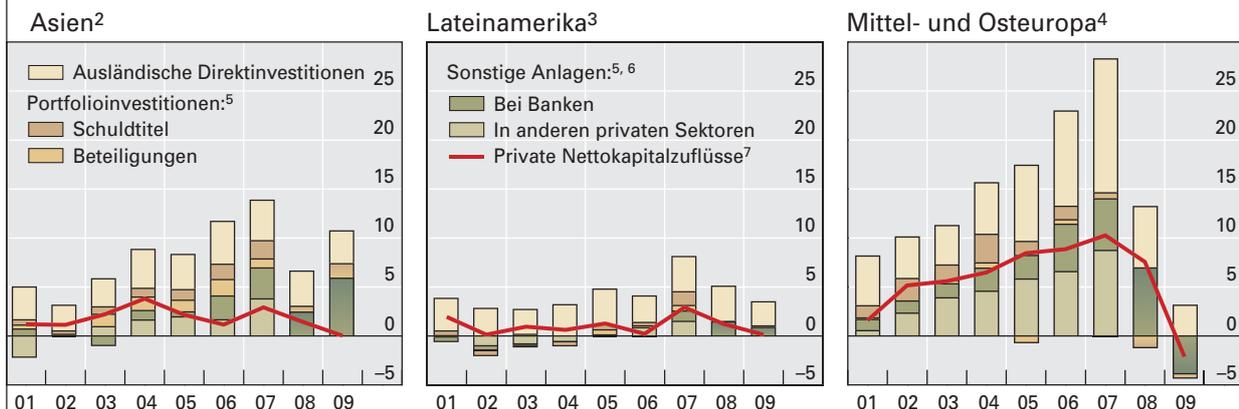
Probleme bei der Handelsfinanzierung

Auch die Entwicklung der ausländischen Direktinvestitionen, die in der Vergangenheit relativ krisenfest waren, gibt Anlass zu Besorgnis. Die Bruttozuflüsse von ausländischen Direktinvestitionen entwickelten sich 2008 verglichen mit 2006/07 noch recht gut, insbesondere in den aufstrebenden

Ausländische Direktinvestitionen bisher weniger betroffen ...

Zusammensetzung der privaten Bruttokapitalzuflüsse¹

In Prozent des BIP



¹ Die Bruttozuflüsse sind einfache Durchschnitte der aufgeführten Volkswirtschaften; 2008 und 2009: Schätzungen aus dem *World Economic Outlook*. ² China, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. ³ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁴ Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ⁵ Für 2008 und 2009 ist keine Aufschlüsselung der Portfolio- und sonstigen Anlagen verfügbar. ⁶ Ein negativer Wert zeigt einen Rückgang ausländischen Eigentums an den inländischen Vermögenswerten an, die unter „Sonstige Anlagen“ fallen. ⁷ Regionale Gesamtwerte in Prozent des regionalen BIP.

Quellen: IWF, *International Financial Statistics*, *World Economic Outlook*.

Grafik V.8

Volkswirtschaften Asiens und in Lateinamerika (Grafik V.8). Aktuellen Berichten zufolge waren die ausländischen Direktinvestitionen aber Anfang 2009 in einer Reihe von Ländern rückläufig. Ein Grund hierfür ist, dass zuletzt etwa ein Drittel dieser Kapitalzuflüsse im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen erfolgte, die typischerweise durch internationale Bankkredite finanziert werden. Die Tatsache, dass im vierten Quartal 2008 und im ersten Quartal 2009 deutlich weniger Konsortialkredite vergeben wurden, scheint dies zu bestätigen. Außerdem wurden aus einigen aufstrebenden Volkswirtschaften vermehrt Gewinne abgeschöpft, da viele multinationale Unternehmen ebenso wie internationale Banken die Mittel für ihre Heimatmärkte benötigten. Dramatische Einschnitte gibt es nach Angaben des OECD Development Centre aufgrund der finanziellen Refokussierung auf die Konzernmütter auch bei den reinvestierten Gewinnen und den konzerninternen Handelskrediten.

... Aussichten
aber ungewiss

Da die aktuelle Krise mit einem beispiellosen Abschwung der Weltwirtschaft einhergeht, ist äußerst ungewiss, wann und in welchem Ausmaß die privaten Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften wieder in Gang kommen. Die Aktienmärkte sind im März 2009 wieder angesprungen. Auch der internationale Anleihemarkt hat sich im ersten Quartal 2009 erholt (Tabelle V.2), allerdings nur im Bereich der höchstbewerteten Staats- und Unternehmensanleihen – und selbst hier mit viel höheren Aufschlägen als Anfang 2008. Ferner spielt eine Rolle, dass der Ursprung der Krise in den Finanzsystemen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu finden ist. Deshalb werden wirtschaftspolitische Reformen in den aufstrebenden Volkswirtschaften – das Patentrezept der Vergangenheit – nicht ausreichen, um den Kapitalfluss in Richtung der aufstrebenden Volkswirtschaften wieder zu beleben. Außerdem ist unklar, wie sich die weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte, die entscheidend zum markanten Anstieg der Kapitalimporte

und -exporte der aufstrebenden Volkswirtschaften vor der aktuellen Krise beigetragen haben, letztlich auflösen werden.

Impulse für die Wirtschaftsentwicklung

Neben dem in Kapitel VI erörterten Spielraum für eine antizyklische Wirtschaftspolitik werden zwei Faktoren Einfluss darauf haben, inwieweit die wirtschaftliche Dynamik in den aufstrebenden Volkswirtschaften auch angesichts des Exportrückgangs und der Kapitalabflüsse aufrechterhalten werden kann. Zum einen wird eine Rolle spielen, wie erfolgreich die Devisenmärkte stabilisiert und die Auslandsfinanzierung gesichert werden können, indem öffentliche Instanzen Fremdwährungsliquidität zur Verfügung stellen. Zum anderen hängt viel davon ab, wie stabil das inländische Bankensystem ist und wie gut es die Kreditnachfrage erfüllen kann; bedeutsam sind also auch die Finanzlage der Banken und die jüngsten Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors.

Bereitstellung von Fremdwährungsliquidität

Wie bereits ausgeführt, wurde die aktuelle Krise wesentlich dadurch geprägt, dass die private Auslandsverschuldung – anders als die Staatsverschuldung, die in vielen Ländern in der Zeit vor der Krise zurückgeführt oder stabilisiert worden war – hoch geblieben oder sogar angestiegen war. Die Zentralbanken reagierten auf die plötzlichen Kapitalabflüsse mit Maßnahmen zur Sicherstellung der Versorgung mit Fremdwährungen, um zu verhindern, dass der private Zahlungsverkehr ins Stocken geriet. Sie intervenierten an den Devisenmärkten, um diese zu stabilisieren und die Wechselkursvolatilität zu verringern. Außerdem setzten sie ihre Währungsreserven ein, um den Auslandskapitalzufluss im privaten Sektor zu glätten, insbesondere um Umschuldungsrisiken zu begrenzen und Lücken in der Handelsfinanzierung durch die Bereitstellung von Finanzmitteln oder Garantien zu schließen.

Zentralbank-
interventionen

Während sich inzwischen die Bedingungen an den Devisen- und Refinanzierungsmärkten in den aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüber der äußerst turbulenten Phase im Oktober und November 2008 stabilisiert haben dürften, bleibt die Lage an den Finanzmärkten relativ unruhig – hier ist es noch zu keiner wirklichen Erholung gekommen (Grafik V.5).

Anlass zur Sorge ist in diesem Zusammenhang, dass Interventionen an den Devisenmärkten teilweise zu einem massiven Abbau der Währungsreserven geführt haben. Gegenüber dem Stand von Juni 2008 sind im ersten Quartal 2009 die Währungsreserven Indiens und Koreas auf 80%, Polens auf rund 75% und Russlands auf 65% gesunken. Sollten die externen Schocks andauern – was nicht auszuschließen ist –, stellt sich bei einem weiteren Abbau die Frage, ob die Währungsreserven tatsächlich hoch genug sind, obwohl die konventionellen Indikatoren dafür sprechen. Beispielsweise verfügten viele aufstrebende Volkswirtschaften Ende 2008 trotz massiver Interventionen im vierten Quartal 2008 noch über ein größeres Polster an Währungsreserven als Ende 2007 (Tabelle V.3). Zudem schneiden die aufstrebenden Volkswirtschaften auch im Hinblick auf eine vielzitierte Daumenregel – die sog. Guidotti-Greenspan-Regel – gut ab: Danach sollten die im Laufe

Besorgnis über
Umfang der
Währungsreserven

Angemessenheit der Währungsreserven¹

Bestände an Währungsreserven zum Jahresende

	Mrd. US-Dollar				In Prozent von:								
					BIP	Kurzfristigen Auslandsschulden ²				Importen			
	96	07	08	09	08	96	07	08	09	96	07	08	09
Asien ³	477	2 907	3 320	3 355	45	170	449	589	595	49	84	74	83
China	105	1 528	1 946	1 954	44	376	1 249	1 865	1 873	76	160	172	186
Indien	20	267	247	242	20	260	339	333	324	55	123	85	88
Korea	33	262	200	212	21	45	176	173	177	22	73	46	55
Übriges Asien ⁴	319	850	927	948	52	145	389	502	511	48	69	62	72
Lateinamerika ⁵	142	397	440	410	13	145	238	369	300	89	82	71	69
Brasilien	58	179	193	186	12	111	292	342	329	109	149	111	115
Chile	16	17	23	24	14	201	86	113	114	89	38	40	47
Mexiko	19	86	94	84	9	60	256	241	218	21	31	30	29
Mittel- und Osteuropa ⁶	53	227	233	211	17	504	114	107	92	36	51	43	...
Naher Osten ⁷	17	58	54	47	9	111	98	112	90	34	51	41	...
Russland	11	467	413	368	25	42	486	509	446	16	209	141	143
<i>Nachrichtlich:</i>													
<i>Nettoölexporteur</i> ⁸	93	883	885	...	21	200	1 050	1 862	...	42	98	87	...

¹ Die regionalen Gesamtgrößen entsprechen der Summe der aufgeführten Volkswirtschaften; Prozentangaben: einfacher Durchschnitt. 2009: neueste verfügbare Daten. ² Konsolidierte grenzüberschreitende Forderungen aller an die BIZ berichtenden Banken an Länder außerhalb des Berichtsgebiets mit einer Restlaufzeit von bis zu 1 Jahr zuzüglich umlaufender internationaler Schuldtitel mit einer Restlaufzeit von bis zu 1 Jahr. ³ Aufgeführte Länder. ⁴ Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. ⁵ Aufgeführte Länder sowie Argentinien, Kolumbien, Peru und Venezuela. ⁶ Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Rumänien, Slowakei, Slowenien, Tschechische Republik, Ungarn. ⁷ Kuwait, Katar, Saudi-Arabien. Saudi-Arabien: ohne Anlagen in ausländischen Wertpapieren. ⁸ Algerien, Angola, Kasachstan, Mexiko, Nigeria, Norwegen, Russland, Venezuela, Naher Osten.

Quellen: IWF; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle V.3

eines Jahres anfallenden Auslandsschulden zu 100% durch die Währungsreserven gedeckt sein. Fast alle aufstrebenden Volkswirtschaften übertrafen diesen Wert im Jahr 2008 bei Weitem – die asiatischen Länder und Russland erreichten mehr als 400% und die Länder Lateinamerikas etwa 300%. Auch ein zweiter Richtwert – dem zufolge die Währungsreserven dem Importvolumen von drei bis sechs Monaten entsprechen sollten (d.h. 25–50% der jährlichen Importe) – wurde Ende 2008 in der Regel mehr als erfüllt. Diese Zahlen zeigen, dass viele Zentralbanken in aufstrebenden Volkswirtschaften den Finanzierungsbedarf des privaten Sektors in Fremdwährung weit über ein Jahr hinaus decken könnten. Sollte es allerdings zu einem schweren Konjunkturunbruch kommen und sollten neue Kapitalzuflüsse allzu lange ausbleiben, dann könnten die Märkte derart erschüttert werden, dass die Währungsreserven viel schneller dahinschmelzen, als die genannten Indikatoren andeuten. Unter derartigen Umständen könnte der Mittelabzug aus den aufstrebenden Volkswirtschaften den Wiederaufschwung der Wirtschaft ernsthaft gefährden.

Ferner ist anzumerken, dass es auch von anderen, mit den herkömmlichen Indikatoren nicht erfassten volkswirtschaftlichen Gegebenheiten abhängt, ob die Währungsreserven angemessen sind. Chile beispielsweise weist in Relation zur kurzfristigen Auslandsverschuldung des Landes verhältnismäßig

geringe Währungsreserven auf und verzeichnet hohe Einbußen bei den Exporterlösen. Trotzdem konnte es seine Währungsreserven bisher bemerkenswert stabil halten, und der chilenische Peso konnte sich schneller erholen als andere lateinamerikanische Währungen. Ein Grund dafür ist, dass sowohl der Staat (über seinen Vermögensfonds) als auch die privaten Haushalte (über Pensionsfonds) umfangreiche Auslandsanlagen aufgebaut haben. Die Widerstandsfähigkeit des chilenischen Finanz- und Unternehmenssektors hat dazu geführt, dass auf diese Auslandsanlagen, die zeitweise den Wechselkurs beeinflusst haben könnten, trotz rückläufiger Erträge nur begrenzt zurückgegriffen wurde. Damit gilt im Umkehrschluss, dass Länder mit wesentlich höheren Währungsreserven, aber weniger robusten Finanzsystemen vergleichsweise anfälliger sein könnten.

In diesem Zusammenhang ist wichtig, inwieweit die aufstrebenden Volkswirtschaften als Alternative zur kostspieligen Währungsreservehaltung externe Ressourcen nutzen oder auf gemeinsame Reserven zugreifen könnten, um auf diese Weise ihre Widerstandsfähigkeit zu stärken. Im Rahmen der aktuellen Krise wurden drei völlig neue Wege beschritten, die letztlich die Notwendigkeit umfangreicher Währungsreserven verringern könnten. Erstens schlossen im Oktober 2008 vier Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften Swapvereinbarungen mit der Federal Reserve über jeweils \$ 30 Mrd. ab. Zweitens wurde zwischen ostasiatischen Ländern kürzlich eine multilaterale Fazilität über \$ 120 Mrd. eingerichtet, die auf Währungsreserven zurückgreift. Dadurch konnten die bisherigen bilateralen Devisenswapfazilitäten im Rahmen der sog. Chiang-Mai-Initiative deutlich ausgebaut werden. Drittens haben sich die G20 zuletzt für eine umfassende Aufstockung der Ressourcen internationaler Finanzorganisationen ausgesprochen, um diese Gremien in ihrem Bestreben zu unterstützen, ihr Kriseninstrumentarium auszubauen und zu verbessern. Eine wichtige Entwicklung in diesem Zusammenhang ist die Entscheidung einiger aufstrebender Volkswirtschaften (Kolumbien, Mexiko und Polen), sich um die Einräumung einer flexiblen Kreditlinie beim IWF zu bemühen; dies ist ein Instrument, das jüngst speziell für Länder mit solider Gesamtwirtschaft geschaffen wurde.

Alternativen zu Währungsreserven

Stabilität der Bankensysteme und Kreditvergabe

Der bereits erwähnte drastische Rückgang der grenzüberschreitenden Kreditvergabe (Grafik V.7) betraf Nichtbanken und Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften gleichermaßen. Angesichts des erschwerten Zugangs zu Auslandskrediten bemühten sich Unternehmen verstärkt um Inlandskredite. Ein Indikator dafür, um wie viel die inländische Kreditvergabe zunehmen müsste, wenn die Auslandskredite komplett mit Inlandskrediten zu ersetzen wären, ist das Verhältnis der Auslandskredite an inländische Nichtbanken zu den inländischen Bankkrediten. Gemäß Daten für das dritte Quartal 2008, also noch vor dem Einbruch des internationalen Bankgeschäfts, betrug dieses Verhältnis in Mexiko und der Türkei etwa 45%, in Mitteleuropa, den baltischen Ländern und Südosteuropa etwa 30%.

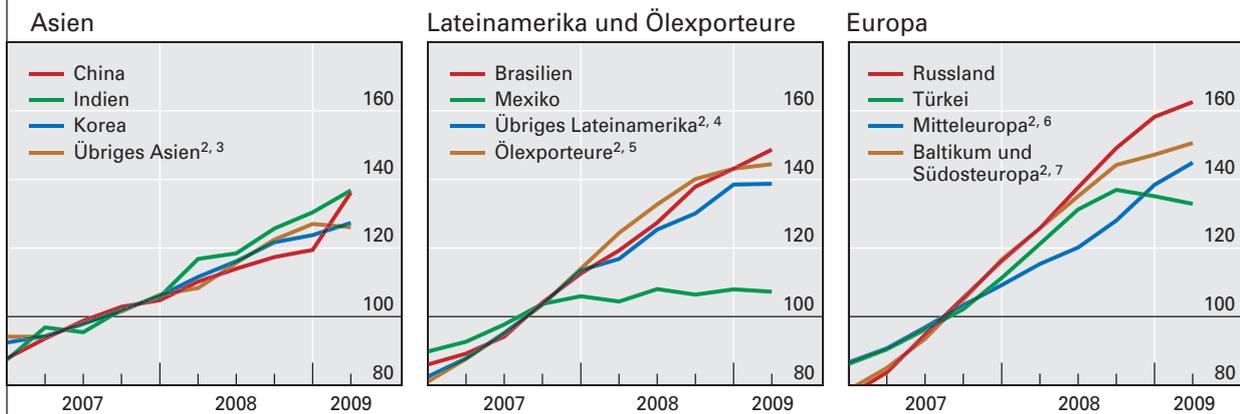
Höhere Nachfrage nach Inlandskrediten

Von der Befriedigung dieser gestiegenen Kreditnachfrage können wichtige Impulse für die Wirtschaftsentwicklung ausgehen. Allerdings sind die inländi-

Kreditvergabe-kapazität möglicherweise begrenzt

Inländische Bankkreditvergabe an den privaten Sektor¹

2007 = 100



¹ Nominalwerte in Landeswährung ² Gewichteter Durchschnitt der aufgeführten Volkswirtschaften auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. ³ Indonesien, Malaysia, Philippinen, Thailand. ⁴ Argentinien, Chile, Kolumbien, Peru, Venezuela. ⁵ Algerien, Aserbaidschan, Iran, Kasachstan, Katar, Kuwait, Libyen, Nigeria, Oman, Saudi-Arabien, Vereinigte Arabische Emirate. ⁶ Polen, Slowakei, Tschechische Republik, Ungarn. ⁷ Bulgarien, Estland, Kroatien, Lettland, Litauen, Rumänien.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik V.9

schen Banken dazu womöglich nur begrenzt in der Lage, nicht zuletzt weil es für sie selbst problematischer geworden ist, sich im Ausland zu refinanzieren. Diesbezüglich gestaltet sich die Situation in den einzelnen Ländern recht unterschiedlich: In Korea, Russland und Ungarn – Ländern, deren Währungen an den Devisenmärkten unter erheblichen Druck kamen – übersteigt die Kreditsumme die Höhe der Einlagen (ein mögliches Indiz für die Auslandsfinanzierung), aber auch in Kolumbien und Südafrika, wo der Währungsdruck wesentlich geringer war, haben die Banken mehr Kredite vergeben als Einlagen hereingenommen. Ein weiterer Indikator für die Bedeutung der Auslandsfinanzierung – der Anteil der ausländischen Verbindlichkeiten an den Gesamtverbindlichkeiten des Bankensystems – lag in Korea, Polen, Russland, Südafrika und Ungarn bei etwa 15–30%.

Bankkredite robust

Im ersten Quartal 2009 war das Kreditwachstum in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften – ungeachtet des Einbruchs der Auslandskreditvergabe an Banken wie Nichtbanken im vierten Quartal 2008 – im Vorjahresvergleich zwar rückläufig, blieb aber noch über weite Strecken zweistellig. Die Inlandskreditvergabe ist in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften sogar stabil geblieben bzw. tendenziell weiter gestiegen (Grafik V.9).

Solidität des Bankensektors wichtig ...

Positiven Einfluss auf die Inlandskreditvergabe hatte möglicherweise die Solidität der Bankensysteme aufstrebender Volkswirtschaften, die sich seit 2000 deutlich verbessert hat. Eine wichtige Ertragskennzahl für den Bankensektor, die Gesamtkapitalrendite (gemessen am Median² der Renditen der 23 größeren aufstrebenden Volkswirtschaften), verbesserte sich von unter 1% zu

² Ob sich ein repräsentativer Anteil (50%) der Länderstichprobe im Zeitablauf tendenziell verbessert hat, lässt sich mit dem Median besser ausdrücken als mit dem einfachen Durchschnitt. Der einfache Durchschnitt ist nämlich selbst bei einer nur geringen Zahl stark über- oder unterdurchschnittlicher Länderwerte weniger repräsentativ, weil er diesen ein vergleichsweise höheres Gewicht beimisst.

Beginn des Jahrzehnts auf 1,5% 2007. In jenem Jahr lagen die Eigenkapitalquoten der größeren aufstrebenden Volkswirtschaften in der Regel weit über der nach den Basler Eigenkapitalvorschriften erforderlichen Mindesthöhe von 8%, nämlich bei einem Median von etwa 13%. Einige Länder (z.B. Brasilien, Indonesien und die Türkei) verzeichneten sogar Eigenkapitalquoten von rund 19%. Der Median der Anteile notleidender Kredite ging von etwa 10% zu Beginn des Jahrzehnts auf unter 3% 2007 zurück. Allerdings handelt es sich hierbei tendenziell um nachlaufende Indikatoren. Auch bei einem alternativen Indikator – dem Financial Strength Index von Moody's, der Banken nach ihrer individuellen Solidität bewertet (d.h. unter Herausrechnung etwaiger externer Unterstützung) – ist eine signifikante Verbesserung zu beobachten, wenngleich die absoluten Werte tendenziell gering sind. Ohne zwei Finanzzentren mit relativ hohen Werten (die SVR Hongkong und Singapur) stieg der Median der Indexwerte von 26 (auf einer Skala bis 100) im Dezember 1998 auf 34 im Januar 2008, bevor er bis April 2009 auf 33 zurückging.

Ein weiterer Faktor, der das Kreditwachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften begünstigt haben könnte, sind die staatlichen Maßnahmen zur Stärkung der inländischen Liquidität und zur Stützung der nationalen Bankensysteme – darunter die Bereitstellung von Zentralbankliquidität über die geldpolitischen Geschäfte, die Senkung der Leitzinsen und Änderungen der Mindestreservebestimmungen (Kapitel VI). Auch die Ausweitung der Einlagensicherung, Hilfspakete für die Banken (u.a. Rekapitalisierungen), Maßnahmen zur Stabilisierung der Geld- und Kapitalmärkte sowie gezielte Finanzierungsförderungen etwa für kleine und mittlere Unternehmen haben dazu beigetragen, die Finanzierungskosten zu senken und die Bankkreditvergabe in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu sichern.

... ebenso Stützungsmaßnahmen für inländische Banken

Jedoch besteht ein erhebliches Risiko, dass der Bankensektor nur vorübergehend stabil bleibt und dass die inländische Kreditvergabe drastisch zurückgehen wird. Entgegen den derzeitigen Prognosen könnte es aufgrund des anhaltenden Konjunkturerinbruchs über einen deutlichen Anstieg der notleidenden Kredite zu einer Verschlechterung der Bilanzen kommen, wie in der Vergangenheit mehrfach geschehen.

Risikofaktor Stabilität

Schlussbemerkungen

Die aktuelle Wirtschaftskrise gibt besonders in zweierlei Hinsicht Anlass zu Besorgnis. Zum einen könnte es durchaus sein, dass sich die wirtschaftliche Erholung in den aufstrebenden Volkswirtschaften hinauszögert. Diesbezüglich besteht insbesondere die Gefahr einer Destabilisierung durch negative Rückkopplung: Das Ausmaß des Abschwungs könnte verhindern, dass die Kapitalzuflüsse in die aufstrebenden Volkswirtschaften bald wieder in Gang kommen, was wiederum wachstumshemmend wirkt. Außerdem erfordert die Erholung der Wirtschaft wahrscheinlich eine Wiederbelebung des Handels und gleichzeitig einen Abbau der globalen wirtschaftlichen Ungleichgewichte; es dürfte allerdings einige Zeit dauern, hier die notwendigen Weichen zu stellen, in den aufstrebenden wie auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. In

einem solchen Umfeld könnte die für das Wirtschaftswachstum bisher so wichtige inländische Kreditvergabe angesichts des Konjunkturreinbruchs deutlich schrumpfen.

Zum anderen haben die aufstrebenden Volkswirtschaften als Reaktion auf die abrupte Umkehr der Kapitalzuflüsse zu Interventionen an den Devisenmärkten und anderen Maßnahmen zur Gewährleistung der Devisenversorgung gegriffen. Indem sichergestellt wurde, dass die Devisenmärkte weiter funktionieren und Finanzierungsströme in diese Länder geglättet werden, konnte ein wichtiger Beitrag zur Stabilisierung der Wirtschaftsentwicklung geleistet werden. Allerdings bleibt offen, ob die Währungsreserven der aufstrebenden Volkswirtschaften und die deutliche Verbesserung des Zugangs zu Devisen über neue Initiativen (z.B. bilaterale Devisenwappvereinbarungen auf Zentralbankebene, die Zusammenlegung von Währungsreserven und die vor Kurzem erfolgte Aufstockung internationaler Finanzierungen für die aufstrebenden Volkswirtschaften) dazu führen, dass bald wieder Kapital in diese Länder fließt. Mittelfristig könnte in aufstrebenden Volkswirtschaften dank der neuen Initiativen auch die Bedeutung der Akkumulation von Währungsreserven abnehmen, was wiederum einen Beitrag zum Abbau der globalen Ungleichgewichte darstellen würde.