

»» Besonderheiten der Konjunkturzyklen in Schwellenländern

Nr. 142, 12. September 2016

Autoren: Julian Wichert,
Dr. Katrin Ullrich, Telefon 069 7431-9791, research@kfw.de

In Schwellenländern ist der Konjunkturzyklus ausgeprägter als in Industrieländern. So schwanken das reale Bruttoinlandsprodukt, der private Konsum und die Investitionen stärker als in Industrieländern. Daher entwickelt sich der Handelsbilanzsaldo entgegengesetzt zur Konjunktur. Hinzu kommen die prozyklischen Reaktionen der Kapitalströme. Die großen Schwankungen erfordern vonseiten der Schwellenländer robuste Institutionen und eine adäquate Wirtschaftspolitik.

kungen noch sehr hoch, doch seit dem Zweiten Weltkrieg haben sie deutlich abgenommen. In Schwellenländern hingegen ist diese Tendenz zur Stabilisierung weniger erkennbar. Eine gewisse Verbesserung lässt sich allerdings auch bei den Schwellen- und Entwicklungsländern feststellen. Seit Beginn der 2000er-Jahre waren ihre Konjunkturabschwünge weniger stark ausgeprägt und die Expansionsphasen dauerten länger, auch weil das Bruttoinlandsprodukt weniger volatil ist.²

Wird die jährliche Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts pro Kopf in ausgewählten Schwellenländern mit der wichtiger Industrieländer verglichen, zeigen sich in beiden Ländergruppen zwischen dem Jahr 1900 und dem Zweiten Weltkrieg sowohl starke positive als auch negative Ausschläge. Nach dem Zweiten Weltkrieg fallen die Wachstumsraten der Industrieländer weniger extrem aus, bei den Schwellenländern sind sie jedoch immer noch vergleichsweise hoch, sowohl im negativen wie im positiven Bereich (Grafik 1).

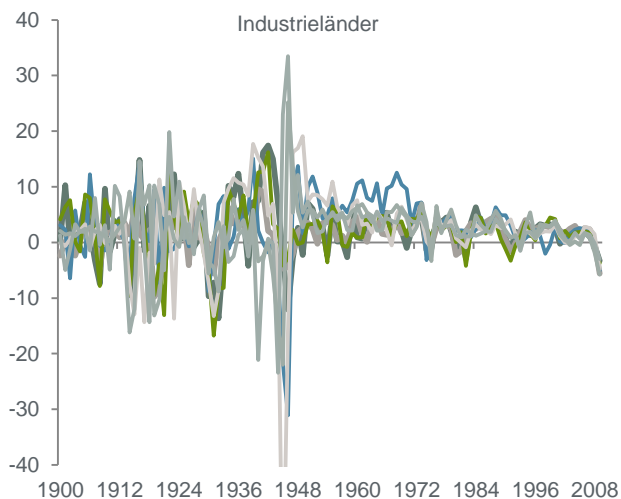
Dieses Muster überträgt sich auf den Konjunkturzyklus. Das reale Bruttoinlandsprodukt von Schwellenländern schwankt im Konjunkturverlauf gut doppelt so stark wie das von Industrieländern.¹ Auch in Industrieländern waren in der ersten Hälfte des zwanzigsten Jahrhunderts die Konjunkturschwän-

Wachstum und Konjunktur

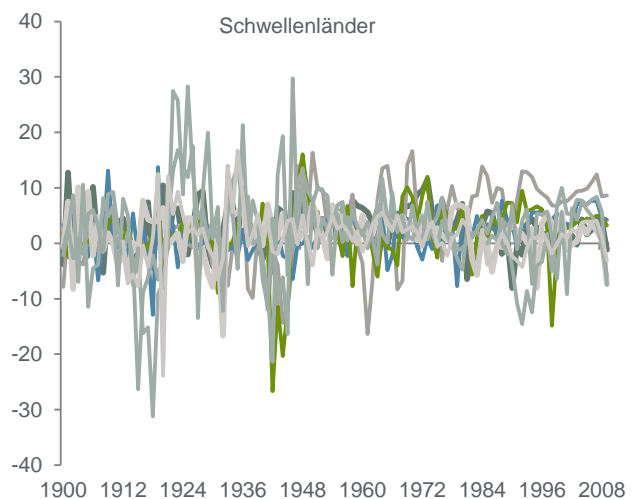
Klassischerweise wird bei der Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts – ausgehend von Industrieländern – zwischen einem längerfristigen Trend und den um diesen Trend verlaufenden Schwankungen unterschieden. Der Trend bildet vor allem das Produktionspotenzial einer Volkswirtschaft ab. Es wird durch langfristige Faktoren wie der Qualifikation der Arbeitskräfte, der Kapitalausstattung, dem technischen Fortschritt und den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen bestimmt. Die Konjunkturzyklen hingegen sind eher kurzfristiger Natur und können durch variierende Nachfrage und Produktionsauslastung entstehen oder durch angebotsseitige Faktoren wie plötzliche Veränderungen der Produktivität oder auch der Institutionen einer Volkswirtschaft.³

Grafik 1: Reales Bruttoinlandsprodukt pro Kopf

(Veränderung ggü. Vorjahr in Prozent)



Industrieländer: US, UK, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien.



Schwellenländer: Brasilien, China, Indien, Indonesien, Mexiko, Russland, Türkei, Südafrika.

Quelle: Barro and Ursua, Macroeconomic Data, 2010, scholar.harvard.edu/barro/publications/barro-ursua-macroeconomic-data, eigene Berechnungen.

Hinweis: Dieses Papier gibt die Meinung der Autoren wieder und repräsentiert nicht notwendigerweise die Position der KfW.

Neben einem volatileren Bruttoinlandsprodukt zeichnet sich der Konjunkturzyklus in Schwellenländern dadurch aus, dass Konsum und Investitionen stark prozyklisch schwanken, sich die Nettoexporte jedoch stark antizyklisch entwickeln. Hinzu kommen eine höhere Reallohnvolatilität und sich antizyklisch entwickelnde Realzinsen. Diese stilisierten Fakten haben sich etabliert, wobei die Erfahrung einzelner Länder und Regionen durchaus abweichen kann.

Während diese empirischen Fakten gut dokumentiert sind, steht ein Konsens bei der Erklärung der starken Volatilität makroökonomischer Variablen in Schwellenländern noch aus. In der Theorie erfahren beispielsweise Produktivitätsschocks, Eigenschaften des Arbeitsmarktes wie der Beschäftigungsschutz und finanzielle Friktionen einschließlich eines begrenzten Zugangs zum internationalen Kapitalmarkt Aufmerksamkeit. Gleichzeitig senkt zwar eine stärkere Finanzsektorentwicklung zunächst die Volatilität des Wachstums. Wenn jedoch die Verschuldung von Unternehmen, Haushalten und Staat zu schnell zu stark steigt, erhöht dies die Krisenanfälligkeit. Weitere Kandidaten, um die Fluktuationen in Entwicklungsländern zu erklären, sind die Qualität von Institutionen oder die Offenheit der Wirtschaft und damit die Anfälligkeit für Schocks von außen. Auch die Wirtschaftsstruktur spielt eine Rolle, denn ein großer Dienstleistungssektor reduziert die makroökonomische Volatilität, während ein starker Landwirtschaftssektor dieselbe erhöht.

Starke Konsum- und Investitionsschwankungen

Als erstes Indiz zeigen die Variation des privaten Konsums und der Investitionen ausgewählter Schwellen- und Industrieländer die erwartete Tendenz stärkerer Schwankungen in den Schwellenländern (Grafik 2). Die relativ geringen Schwankungen des russischen Konsums und Investitionen sind durch ihre geringe Schwankung in der Zeit der Sowjetunion bedingt, ab 1992 ergeben sich höhere Werte. Tiefer gehende Analysen zum Konjunkturzyklus in Schwellenlän-

dern zeigen Folgendes:

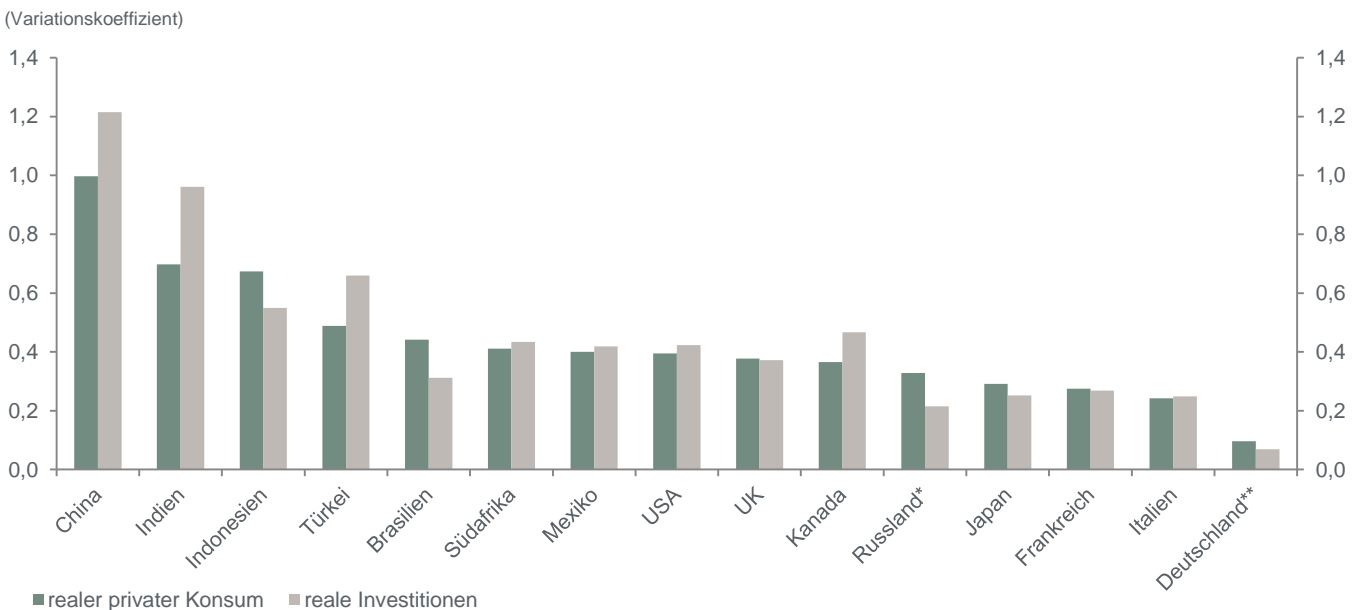
- Der reale Konsum der privaten Haushalte schwankt im Konjunkturverlauf in Schwellenländern stärker als in Industrieländern, sogar stärker als das reale Bruttoinlandsprodukt.⁴ Zwar reagiert auch in Industrieländern der Konsum auf vorübergehende Einkommensänderungen. Die Kurzsichtigkeit der Haushalte und begrenzte Informationen über die Dauerhaftigkeit von Einkommensänderungen spielen dabei ebenso eine Rolle wie Finanzierungsbeschränkungen. Aber auch ein großer informeller Sektor kann eine hohe Konsumvolatilität des formellen und daher gemessenen Teil der Wirtschaft suggerieren.⁵
- Bei den Investitionen sind die Unterschiede zwischen Industrieländern und Schwellenländern geringer als beim Konsum. Die Investitionen sind in beiden Ländergruppen vergleichsweise volatil und schwanken im Konjunkturverlauf stärker als das reale Bruttoinlandsprodukt.⁶ Entsprechend lassen sich die Erklärungsansätze für das Verhalten der Investitionen im Konjunkturverlauf für Industrieländer einfacher auf Schwellenländer übertragen.

Nettoexporte entwickeln sich entgegengesetzt zum Konjunkturzyklus

Sowohl für die meisten Industrie- als auch für Schwellenländer gilt, dass die Nettoexporte im Konjunkturaufschwung zurückgehen, während sie im Abschwung zunehmen. Für Schwellenländer ist dieser Zusammenhang oft stärker ausgeprägt als für Industrieländer.⁷ Dies spiegelt sich auch in der stärkeren jährlichen Veränderung des Handelsbilanzsaldos im Verhältnis zum BIP wider (Grafik 3).

Die antizyklische Veränderung der Nettoexporte im Konjunkturverlauf ist das Ergebnis der mit dem Konjunkturverlauf schwankenden Größen Konsum und Investitionen. Denn Importe werden i. d. R. unmittelbar durch die inländische Nach-

Grafik 2: Schwankung des privaten Konsums und der Investitionen (1970 bis 2014)



* bis 1992 Sowjetunion, ** bis 1998 Westdeutschland, in US-Dollars zu konstanten Preisen von 2005

frage beeinflusst. Die verstärkte Einfuhr von z. B. Gebrauchsgütern im Konjunkturaufschwung aus dem Ausland wirkt sich negativ auf den Handelsbilanzsaldo aus. Im Konjunkturabschwung hingegen geht die Nachfrage nach importierten Gütern zurück, was einen positiven Effekt auf den Handelsbilanzsaldo hat. Ein Teil der Konsumausweitung wird somit durch ausländisches Kapital finanziert, welches im Konjunkturaufschwung wegen sinkender Risikoaufschläge besser verfügbar ist.

Auch die Kapitalflüsse schwanken mit der Konjunktur

Ein sich im Konjunkturabschwung verbessernder Handelsbilanzsaldo impliziert gleichzeitig, dass am internationalen Kapitalmarkt netto Schulden zurückgeführt werden. Im Konjunkturaufschwung hingegen werden netto tendenziell Schulden aufgebaut. Zwar verlaufen die grenzüberschreitenden Kapitalflüsse sowohl in Industrieländern als auch in Schwellenländern im Gleichlauf mit der Konjunktur. Diese Dynamik gilt sowohl für das Anlageverhalten ausländischer Investoren im Inland, als auch für das Anlageverhalten inländischer Investoren im Ausland. In guten Zeiten fließt somit nicht nur mehr Kapital ins Land hinein, sondern es fließt auch mehr Kapital aus dem Land ins Ausland (und entsprechend umgekehrt in schlechten Zeiten). Dies würde zunächst einmal darauf hindeuten, dass sich die Kapitalzuflüsse und -abflüsse ausgleichen. In Industrieländern ist dies auch größtenteils der Fall. Die Krux in Schwellenländern ist allerdings, dass die ausländischen Investoren in der Regel heftiger auf die jeweilige Konjunktur in den Schwellenländern reagieren als die inländischen Investoren aus den Schwellenländern.⁸ Dies führt dazu, dass in guten Zeiten mehr Kapital dem Land zufließt als abfließt. In schlechten Zeiten hingegen ziehen die ausländischen Investoren mehr Kapital ab als durch die Kapitalabflüsse der inländischen Investoren dem Inland wieder zufließt. Entsprechend schwanken die Netto-Kapitalflüsse in Schwellenländern stärker im Gleichlauf mit der Konjunktur.⁹

Antizyklischer Realzins und prozyklischer Reallohn

Die Realzinsen werden als wichtiger Treiber der Konjunktur in Schwellenländern angesehen, denn sie verhalten sich antizyklisch und volatil.¹⁰ Eine Erklärung ist, dass im Konjunkturaufschwung die Risikoaufschläge sowohl für Unternehmen als auch den Staat und damit die Finanzierungskosten sinken. Dies dürfte die Kreditaufnahme zur Finanzierung von Investitionen attraktiver werden lassen. Gleichzeitig vereinfacht sich auch die Finanzierung von Betriebskapital, die vor Produktionsbeginn erfolgen muss.

Die Vorfinanzierung von Löhnen als Teil des Betriebskapitals lässt auch die Arbeitsnachfrage in Schwellenländern abhängig von Zins werden. Steigen die Zinsen im Konjunkturabschwung, werden Neueinstellungen unattraktiv. Gleichzeitig erhöht die gestiegene Beschäftigungsunsicherheit die Arbeitsbereitschaft der privaten Haushalte. Im Zusammenspiel ergibt sich ein sinkender Reallohn. Im Konjunkturaufschwung erfolgt die Reaktion umgekehrt. Die Voraussetzung für diesen Mechanismus ist, dass die Suche nach passenden Arbeitskräften teuer ist und nicht zwingend erfolgreich sein muss. Aber auch allgemein gilt, dass stärkere Friktionen auf dem Arbeitsmarkt die Reallohnvolatilität erhöhen.

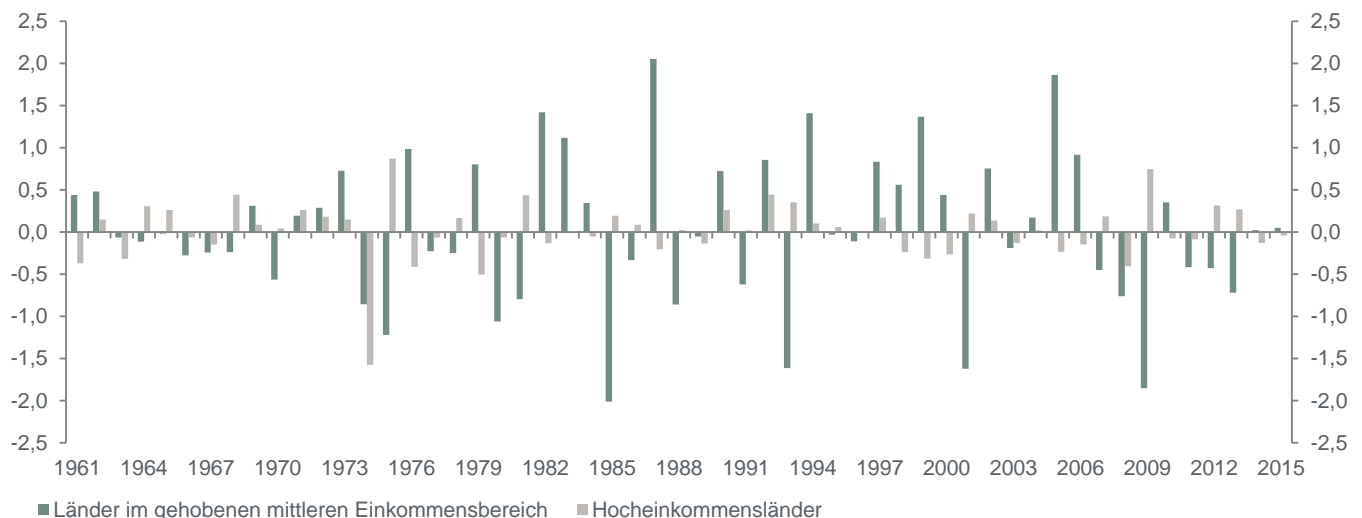
In der Tat zeigt sich, dass in Schwellenländern im Konjunkturabschwung die Reallöhne sinken und im Konjunkturaufschwung steigen, während sie in Industrieländern kaum ein zyklisches Muster zeigen.¹¹ Im Ergebnis schwanken die Reallöhne in Schwellenländern doppelt so stark wie in Industrieländern. Würde der in Schwellenländern häufig substanzielle informelle Sektor einbezogen, fielen die Reallohnanpassungen vermutlich noch größer aus. Die Beschäftigung hingegen ist in Schwellenländern tendenziell stabiler, in Industrieländern passt sie sich dagegen stärker dem Konjunkturverlauf an.

Tendenz zu stabilisierender Wirtschaftspolitik

Im Idealfall kann die Fiskalpolitik zur Glättung von Konjunkturschwankungen beitragen. Dies geschieht teilweise auto-

Grafik 3: Veränderungen des Handelsbilanzsaldos

(Veränderung des Handelsbilanzsaldos im Verhältnis zum BIP im Vergleich zum Vorjahr in Prozentpunkten)



Abgrenzung der Ländergruppen lt. Weltbank.

Quelle: WDI.

matisch, wenn im Konjunkturaufschwung z. B. die Steuereinnahmen steigen und Sozialausgaben sinken. Die Voraussetzung ist, dass der Staat im Konjunkturabschwung zusätzliche Ausgaben bzw. fehlende Einnahmen durch Verschuldung ausgleichen kann. Im Konjunkturaufschwung müsste dann eine Konsolidierung erfolgen. An den internationalen Kapitalmärkten sind die länderspezifischen Risikoaufschläge für Schwellenländer jedoch antizyklisch:¹² In guten Zeiten kann der Staat günstig Kredite im Ausland aufnehmen. In der konjunkturellen Flaute hingegen steigen die Verschuldungskosten oder eine Kreditaufnahme wird durch Verschuldungsgrenzen sogar unmöglich. Daher trägt in einigen Schwellen- und Entwicklungsländern die staatliche Ausgaben- und Steuerpolitik zu einer Verstärkung der konjunkturellen Schwankungen bei. Im Gegensatz dazu bleiben die Refinanzierungsbedingungen von Industrieländern größtenteils unbeeinflusst durch die konjunkturelle Lage.

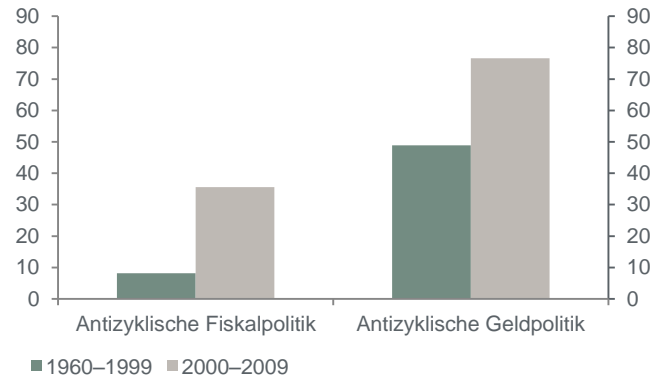
Aber auch die inländischen Finanzierungsbedingungen verhalten sich in Schwellen- und Entwicklungsländern tendenziell antizyklisch: Im Konjunkturabschwung erhöht die Zentralbank ggf. den Zins, sodass auch staatliche Ausgabenprogramme wegen der gestiegenen Finanzierungskosten ggf. geringer ausfallen. Die Beweggründe für diese geldpolitische Reaktion sind aber nachvollziehbar. Denn angesichts häufig unzureichend entwickelter heimischer Kapitalmärkte sind diese Länder stark von ausländischen Kapitalströmen abhängig. In Rezessionsphasen ziehen ausländische Investoren ihr Kapital ab. Um den drohenden und teilweise abrupten Änderungen der Kapitalflüsse entgegenzuwirken, sind höhere Zinsen notwendig. Prozyklische Kapitalflüsse können so zu prozyklischer Geld- und Fiskalpolitik führen.

Ein weiterer Aspekt, der die konjunkturelle Glättung durch Fiskalpolitik in Schwellenländern erschwert, ist der vergleichsweise geringere Staatsausgabenmultiplikator. Dieser drückt aus, wie stark das reale BIP durch staatliche Ausgaben- und Steuerpolitik beeinflusst werden kann. Der stabilisierende Effekt von Ausgabenprogrammen ist zwar spürbar, allerdings deutlich schwächer als in Industrieländern. Zum einen können ein ineffizientes Ausgabenmanagement und mangelhafte Einnahmenadministration starke Effekte verhindern. Auch die Implementierung von Konjunkturprogrammen kann sich bei hohen bürokratischen Hürden stark verzögern. Zum anderen sind Schwellenländer im Schnitt offener gegenüber dem Handel, sodass Staatsausgaben in stärkerem Maß in den Import ausländischer Güter fließen und somit nicht der heimischen Wirtschaft zugutekommen. Außerdem kommt es für die Wirkung auf das BIP darauf an, wofür die Staatsausgaben verwendet werden. Staatsausgabenprogramme wirken stärker stimulierend, wenn sie in Infrastruktur oder in Produktionskapazität investiert, statt für laufende konsumtive Ausgaben wie etwa Löhne oder Betriebskosten verwendet werden.¹³

Insgesamt deutet jedoch viel darauf hin, dass in der Fiskal- und Geldpolitik der Schwellen- und Entwicklungsländer seit der Jahrtausendwende ein Reifungsprozess stattgefunden hat: Fiskal- und Geldpolitik werden in mehr Schwellen- und Entwicklungsländern konjunkturstabilisierend eingesetzt (Grafik 4).

Grafik 4: Schwellen- und Entwicklungsländer mit antizyklischer Fiskal- und Geldpolitik

(Anteil an der Zahl der betrachteten Länder in Prozent)



Geldpolitik 47 Entwicklungs- und Schwellenländer, Fiskalpolitik: 73 Entwicklungs- und Schwellenländer.

Quelle: Frankel, J. A., Végh, C. A. and G. Vuletin (2012), Frankel, On Graduation from Fiscal Procyclicality, HKS Faculty Research Working Paper Series RWP12-011. Végh, C. A. and G. Vuletin (2012), Overcoming the Fear of Free Falling: Monetary Policy Graduation in Emerging Markets, NBER Working Paper Nr. 18175, eigene Berechnungen.

Fazit

Schwellenländer wachsen im Durchschnitt schneller als Industrieländer. Gleichzeitig sind die Konjunkturschwankungen stärker ausgeprägt und auch andere volkswirtschaftlich und für die Wohlfahrt wichtige Größen wie der Konsum oder der Realzins sind volatiler als in Industrieländern. Ein insgesamt volatiles makroökonomisches Umfeld kann sich aber auch langfristig negativ auswirken. Denn Unternehmen halten sich mit Investitionen zurück und auch Investitionen in Humankapital fallen geringer aus mit den entsprechend negativen Auswirkungen für das Produktionspotenzial. Gleichzeitig stellen die starken Konjunkturschwankungen nach wie vor eine Herausforderung für die Wirtschaftspolitik dar, wenngleich mehr Schwellenländer zuletzt eine stabilitätsorientierte Geld- und Fiskalpolitik verzeichneten. Der Spielraum für die Konjunkturpolitik würde erhöht, wenn die Länder neben den Schwankungen des BIP nicht auch noch die teilweise übermäßigen Reaktionen der Kapitalströme berücksichtigen müssten. Bessere institutionelle Rahmenbedingungen in den Schwellen- und Entwicklungsländern selbst würden sowohl konjunkturpolitische Maßnahmen erleichtern, als auch Ursachen für die starken Konjunkturschwankungen beispielsweise im Arbeitsmarkt oder Finanzsystem zumindest abmildern. ■

- ¹ Benczúr, P. and A. Rátfai (2014), Business Cycles Around the Globe: Some Key Facts, *Emerging Markets Finance & Trade*, 50 (2): 102–109.
- ² Z. B. Basu, S. and A. M. Taylor (1999), Business Cycles in International Historical Perspective, *Journal of Economic Perspectives*, 13 (2):45–68. Hakura, D. (2007), Output Volatility and Large Output Drops in Emerging Market and Developing Countries, IMF Working Paper WP/07/114. Abiad, A., Bluedorn, J., Guajardo, J. and P. Topalova (2012), The Rising Resilience of Emerging Market and Developing Economies, IMF Working Paper WP/12/300.
- ³ Für Schwellenländer wird – durchaus kontrovers – diskutiert, ob die Schwankungen des realen BIPs durch Veränderungen des Produktionspotenzials und nicht durch die klassischen Konjunkturzyklen verursacht werden. Siehe Mark, A. and G. Gopinath (2007), Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend, *Journal of Political Economy*, 115 (1): 69–102. García-Cicco, J., Pancrazi, R. and M. Uribe (2010), Real Business Cycles in Emerging Countries?, *American Economic Review* 100 (5): 2510–2531.
- ⁴ Alvarez-Parra, F., Brandao Marques, L. and M. Toledo (2011), Business Cycles in Emerging Markets: The Role of Durable Goods and Financial Frictions, IMF Working Paper WP/11/133. Boz, E., Daude, C. and C. Bora Durdu (2011), Emerging Market Business Cycles: Learning about the Trend *Journal of Monetary Economics*, 58: 616–631.
- ⁵ Restrepo-Echavarría, P. (2014), Macroeconomic Volatility: The Role of the Informal Economy, *European Economic Review*, 70: 454–469.
- ⁶ Z. B. Aguiar, M. and G. Gopinath (2007), Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend, *Journal of Political Economy*, 115 (1): 69–102. García-Cicco, J., Pancrazi, R. and M. Uribe (2010), Real Business Cycles in Emerging Countries?, *American Economic Review* 100 (5): 2510–2531. Benczúr, P. und A. Rátfai (2014), Business Cycles around the Globe: Some Key Facts, *Emerging Markets Finance and Trade*, 50 (2): 102–109. Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ECLAC) (2012), Structural Change for Equality: An integrated approach to development, Thirty-fourth session of eclac, San Salvador, 27–31 August, für Lateinamerika und die Karibik.
- ⁷ Aguiar, M. and G. Gopinath (2007), Emerging Market Business Cycles: The Cycle Is the Trend, *Journal of Political Economy*, 115 (1): 69–102. Naoussi, C. F. und F. Tripier (2013), Trend shocks and economic development, CEPII, WP No 2013-03, für einen ungefähr gleich starken Zusammenhang für Schwellen- und Industrieländer.
- ⁸ Broner, F., Didier, T., Erce, A., Schmukler, S. and L. Schmukler (2013), Gross capital flows: Dynamics and crises, *Journal of Monetary Economics*, 60(1): 113–133.
- ⁹ Aktuell gibt es Anzeichen für eine negative Korrelation zwischen Zu- und Abflüssen: Während die Kapitalzuflüsse in Entwicklungs- und Schwellenländer abnehmen, steigen die Abflüsse. IMF (2016). Too Slow for Too Long, *World Economic Outlook*, April 2016.
- ¹⁰ Fernández, A. and A. Gulan (2015), Interest Rates, Leverage, and Business Cycles in Emerging Economies: The Role of Financial Frictions, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7 (3): 153–188.
- ¹¹ Boz, E., Bora Durdu, C and N. Li (2015), Emerging market business cycles: The role of labor market frictions, *Journal of Money, Credit and Banking*, 47(1): 31–72.
- ¹² Aizenman, J., Gavin, M. and R. Hausmann (2000), Optimal tax and debt policy with endogenously imperfect creditworthiness, *The Journal of International Trade & Economic Development*, 9 (4): 367–395.
- ¹³ Ilzetzki, E., Mendoza, E. G., and C. A. Végh (2013), How big (small?) are fiscal multipliers?, *Journal of Monetary Economics*, 60 (2): 239–254.