

## Aktueller Kommentar

### Langfristige Betrachtung der Emerging Markets – „mittlere Einkommensfalle“, demografischer Wandel und Wirtschaftswachstum

21. April 2016

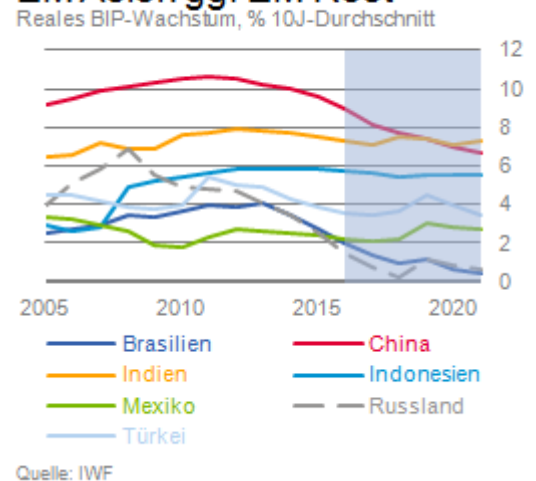
**Einige Faktoren wie der Rückgang der Rohstoffpreise, die hohe Fremdwährungsverschuldung der Unternehmen, der USD-Anstieg und die Erwartung eines Zinsanstiegs in den USA belasten die wirtschaftlichen und finanziellen Perspektiven in den Emerging Markets (EM). Der relative Mangel an Reformen sowie die Abschwächung einiger struktureller wachstumsfördernder Faktoren haben Bedenken bezüglich der mittelfristigen Aussichten in vielen, aber nicht allen Schwellenländern ausgelöst.**

Nach Einschätzung des IWF wird die Wachstumslücke zwischen den großen asiatischen Emerging Markets und den übrigen Schwellenländern signifikant bleiben (Grafik). Diese Kluft hat immer bestanden, scheint sich jedoch – mit Ausnahme von China – auszuweiten. Dies ist zum Teil auf den Konjunkturerinbruch in Brasilien und Russland zurückzuführen, die besonders stark vom Rückgang der Rohstoffpreise betroffen sind. Umfassende strukturelle Tendenzen zeigen jedoch ebenfalls Wirkung. Das Pro-Kopf-Einkommen und die demografischen Tendenzen begünstigen Indien und Indonesien im Vergleich zu allen anderen großen aufstrebenden Ländern. Dies ist auf folgende Faktoren zurückzuführen:

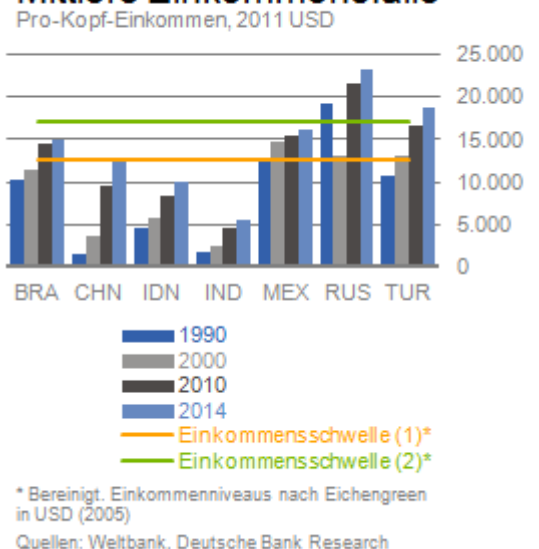
Erstens bleibt das Pro-Kopf-Einkommen in Indien und Indonesien im Vergleich zu den anderen großen Emerging Markets gering. Nach der bedingten Einkommenskonvergenzhypothese haben ärmere Länder ein höheres Wachstumspotenzial als reichere Länder, da sie die Fähigkeit haben, leichter Produktivitätszuwächse zu generieren, was sich auf eine höhere Grenzproduktivität von Kapital und einen stärkeren potenziellen Anstiegs der totalen Faktorproduktivität zurückführen lässt. Ob Konvergenz stattfindet, hängt natürlich davon ab, ob die Länder eine vernünftige Wirtschaftspolitik verfolgen. Die Korrelation zwischen Pro-Kopf-Einkommen und Wirtschaftswachstum (sowohl in der Vergangenheit als auch in der Zukunft) ist im Falle der größeren Emerging Markets relativ hoch.

Zweitens haben alle größeren Emerging Markets – mit Ausnahme von Indien und Indonesien – Pro Kopf-Einkommen erreicht, die mit der „mittleren Einkommensfalle“ in Verbindung gebracht werden. Nach der These von Eichengreen et al (2013) gibt es zwei Einkommenniveaus, bei denen tendenziell signifikante Wachstumsabschwächungen auftreten (Grafik, kritische Niveaus angepasst). Aus dieser Sicht könnte China in der Tat auf einige schwierige Jahre zusteuern. Auch in Brasilien, Mexiko und der Türkei könnte sich das Wirtschaftswachstum verlangsamen, da sie sich nunmehr der zweiten, höheren Einkommensschwelle nähern. Sollten die Daten zutreffen, könnte Russland interessanterweise bereits die kritischen Schwellenwerte überschritten haben. Wahrscheinlicher ist aber, dass der Rohstoffboom bis vor kurzem dazu beitrug zu kaschieren, dass sich Russlands zugrundeliegendes Wachstumspotenzial aufgrund der „mittleren Einkommensfalle“ abgeschwächt hat.

#### EM Asien gg. EM Rest



#### Mittlere Einkommensfalle



Drittens weist der demografische Ausblick der EM-Länder ebenfalls große Unterschiede auf, wobei die demografischen Perspektiven in Indien, Indonesien und Mexiko (Grafik) am günstigsten sind. In diesen Ländern gehen die Abhängigkeitsquotienten zurück, während die Anzahl der Erwerbstätigen in absoluten Zahlen rasch zunimmt. Dies kontrastiert stark mit der Konstellation in China und Russland. Nicht nur haben die Abhängigkeitsquotienten dort ihren Tiefpunkt erreicht; gleichzeitig geht die Anzahl der Erwerbsfähigen in diesen Ländern absolut gesehen zurück. In Brasilien und der Türkei ist die demografische Entwicklung etwas positiver, aber selbst in diesen Ländern wird sich das demografische Fenster ungefähr innerhalb der nächsten 10 Jahre schließen.

Zugegebenermaßen deutet der Growth-Accounting-Ansatz (Erklärung der Wachstumsrate eines Landes oder einer Ländergruppe) darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum primär auf die Kapitalakkumulierung und den Anstieg der totalen Faktorproduktivität und weniger auf den Anstieg des Arbeitskräfteangebots zurückzuführen ist. Nach diesem Verständnis haben demografische Tendenzen recht wenig mit dem Wachstum einer Volkswirtschaft zu tun. Analysen haben jedoch ergeben, dass die demografische Dividende (fallende Altenquotienten) ca. 1/3 des Wirtschaftswachstums (pro Kopf) Ostasiens von 1965-2000 erklärt, was zum Großteil auf ihren Einfluss auf die Ersparnisbildung und die Investitionen zurückzuführen ist. Aus dieser Sicht dürfte die Verschlechterung der demografischen Entwicklung in den Emerging Markets auf kurze und mittlere Sicht durchaus Auswirkungen haben.

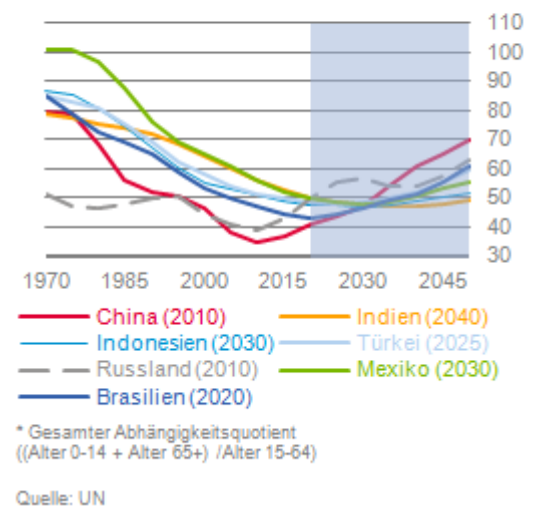
Weder die „mittlere Einkommensfalle“ noch die demografischen Probleme werden das Wirtschaftswachstum in Indien und Indonesien in der nahen Zukunft eindämmen. In China dagegen erweisen sich die Anpassung an den sich abschwächenden Produktivitätszuwachs und ungünstige demografische Tendenzen als große Herausforderungen. Im Vergleich dazu sind die wirtschaftspolitischen Herausforderungen Indiens und Indonesiens wesentlich weniger komplex. Eine Kombination aus makroökonomischer Stabilität und Infrastrukturinvestitionen dürften ausreichend sein, das hohe Wirtschaftswachstum aufrechtzuerhalten.

Natürlich können (und sollten) konzertierte Reformanstrengungen zur Förderung des Wachstums in den anderen Emerging Markets beitragen. Interessanterweise vertreten Eichengreen et al des Weiteren die Einschätzung, dass das Bildungssystem eine wichtige Rolle spielt, die „mittlere Einkommensfalle“ in den Schwellenländern zu vermeiden. Dies ist einleuchtend. Der Aufbau eines angemessen produktiven Kapitalstocks ist leichter (obwohl nicht notwendigerweise leicht) und weniger zeitaufwendig als der Aufbau eines Bildungssystems mit hohem Qualitätsstandard und Humankapital. Das heißt natürlich nicht, dass z.B. die mangelnde Infrastruktur in Ländern wie Brasilien keine große Bremse für das Wachstum darstellt. Sie ist durchaus ein wichtiges Hemmnis. Aber sie ist ein viel geringeres Problem als in z.B. in China, Mexiko oder der Türkei. In dieser Hinsicht dürfte China deutlich besser positioniert sein, die „mittlere Einkommensfalle“ zu bewältigen als Brasilien, Mexiko und die Türkei, die in den letzten Jahrzehnten sehr viel begrenztere Fortschritte bezüglich der Humankapitalakkumulation gemacht haben als China. Umfassendere, produktivitätssteigernde Reformen wären im Hinblick auf die Steigerung des Potenzialwachstums in allen Emerging Markets wünschenswert – wichtige strukturelle Faktoren führen indes dazu, dass sich Indien und Indonesien vorerst in einer günstigeren Konstellation befinden als die anderen Schwellenländer.

Original in Englisch: 13. April 2016

## Demografischer Ausblick sehr unterschiedlich

Abhängigkeitsquotient\* %, [Jahr, in dem Tiefpunkt erreicht]





Autor: Markus Jaeger +1 212 250 6971

mehr zum Research-Bereich **Emerging Markets / Länderrisiko**  
Aktuelle Kommentare - Archiv

© Copyright 2016. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.