

Zu den starken Kapitalzuflüssen in die Schwellenländer

Im Verlauf der vergangenen Jahre sind die Nettokapitalimporte der Schwellenländer stark gestiegen. Dabei sind die Zuflüsse sowohl struktureller als auch zyklischer Natur. Strukturell haben sich die makroökonomischen Rahmenbedingungen mit inzwischen zumeist solide Staatsfinanzen, hohen Währungsreserven und gestiegener geldpolitischer Glaubwürdigkeit sowohl im historischen Vergleich als auch relativ zu vielen Industrieländern deutlich verbessert. Konjunkturell hat sich die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Schwellenländern deutlich schneller und kräftiger von der Großen Rezession erholt als die in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Im Vergleich zu früheren Phasen hoher Kapitalimporte in die Schwellenländer sind die Zuflüsse zwar nicht außerordentlich hoch, sie legten jedoch außergewöhnlich rasch zu. Es ist zu vermuten, dass auch die globale Liquiditätsschwemme und die anhaltend niedrigen Zinsen in den Industrieländern maßgeblich zum Kapitalimport in die Schwellenländer beigetragen haben. Der massive Kapitalzufluss hat die Renditen von Staats- und Unternehmensanleihen deutlich gesenkt und somit zu niedrigeren Finanzierungskosten geführt. Zudem haben die Währungen vieler Schwellenländer im Anschluss der Finanzkrise stark aufgewertet. Der brasilianische Real beispielsweise wertete seit Januar 2009 gegenüber dem US-Dollar um mehr als 30 Prozent auf. Dies alles hat zu großen Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik geführt.

Während viele Schwellenländer konventionelle makroökonomische Instrumente, wie Zinserhöhungen und Interventionen am Devisenmarkt einsetzten, um die Kapitalimporte zu bremsen, wurden mancherorts auch unkonventionelle Maßnahmen (sogenannte *capital flow management measures*) eingesetzt. Diese Maßnahmen sind verschieden motiviert. So bestehen Sorgen über ein Überhitzen der heimischen Wirtschaft, über eine Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit durch nominale Aufwertung der Währung, um die Finanzmarktstabilität oder um die Sterilisierungskosten von Kapitalbildung durch Devisen.

Alles in allem lassen sich fünf Hauptziele der unkonventionellen Maßnahmen erkennen: die Entschärfung von Komplikationen bei Zentralbankoperationen, die beim Ankauf von Zentralbanksicherheiten ausländischer Investoren auftreten,^a die Limitierung von Zuflüssen in die lokalen Anleihemärkte, die Senkung der Anfälligkeit des heimischen lokalen Bankensystems und der Realwirtschaft, die Reduzierung der Anfälligkeit von in Fremdwährung laufenden Krediten des Privatsektors und das Verhindern von spekulativen Währungsattacken, die maßgeblich für eine steigende Wechselkursvolatilität sein können.

Um diese Ziele zu erreichen, haben die Länder unterschiedliche Instrumente angewandt. So wurden in Indien Restriktionen für die Aufnahme von Krediten aus dem Ausland eingeführt, in Indonesien und Taiwan wurden die Mindestreservesätze für Fremdwährung und ausländische Konten erhöht, in Korea und Thailand wurde eine Kapitalertragssteuer auf den Besitz von Staatsanleihen für ausländische Investoren eingeführt wurde, um den Kapitalzufluss in den lokalen Anleihemarkt zu drosseln. In Brasilien, wo die heimische Währung seit der Finanzkrise am stärksten aufwertete, wurden bisher die weitgehendsten Maßnahmen ergriffen. So wird seit Oktober 2009 eine zweiprozentige Steuer auf ausländische Portfolioinvestitionen (Imposto de Operações Financeiras) erhoben, um Carry Trades einzudämmen. Zudem wurden Mindestreserveanforderungen für Dollar-Leerverkaufspositionen am Geldmarkt eingeführt, um Spekulationen auf einen steigenden Real zu unterbinden. Eine Studie (Pradhan et al. 2011) zeigt jedoch, dass die ergriffenen Maßnahmen den Kapitalzufluss nicht entscheidend reduziert haben. So hat sich der Anstieg der Kapitalimporte zwar leicht verlangsamt, sie sind jedoch noch immer aufwärts gerichtet. Solange die Unsicherheit über die Einkommenswartungen und die konjunkturelle Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften anhält, rechnen wir damit, dass die Nettokapitalzuflüsse in die Schwellenländer weiter zunehmen.

^aIn vielen Schwellenländern geben die Zentralbanken eigene handelbare Wertpapiere aus, um den Ankauf von Währungsreserven zu sterilisieren. Sollten jedoch ausländische Investoren diese meist kurzläufigen Wertpapiere erwerben, könnten diese Sterilisierungsoperationen den Kapitalzufluss noch verstärken.

Literatur

Pradhan, M., R. Balakrishnan, R. Baqir, G. Heenan, S. Nowak, C. Oner und S. Panth (2011). Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets. IMF Staff Discussion Note, Asia and Pacific Department, Washington D.C.