

## Zu den Risiken in den Schwellenländern angesichts der geldpolitischen Normalisierung in den Vereinigten Staaten

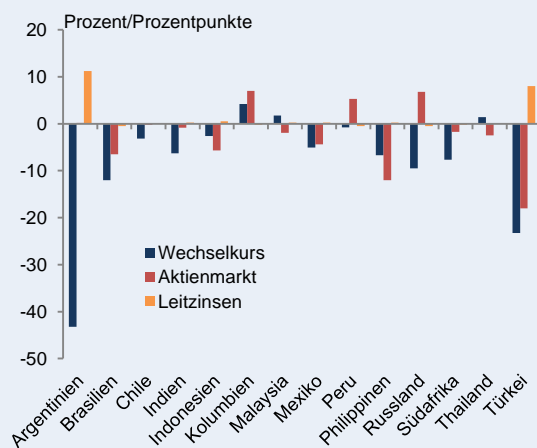
*Philipp Hauber*

Mit der voranschreitenden geldpolitischen Normalisierung und der Aussicht auf höhere Zinsen in den Vereinigten Staaten sind die Währungen einiger Schwellenländer seit Jahresbeginn unter Druck geraten. Im Fokus standen dabei Argentinien und die Türkei: Der Peso und die Lira haben um etwa 40 bzw. 20 Prozent gegenüber dem US-Dollar an Wert verloren. In beiden Ländern reagierten die Zentralbanken mit deutlichen Zinserhöhungen.<sup>a</sup> Aber auch in anderen Schwellenländern gaben die Wechselkurse seit Jahresbeginn teilweise deutlich nach (Abbildung 1). Geldpolitische Reaktionen blieben jedoch größtenteils aus; vereinzelt wurden die Leitzinsen zuletzt sogar gesenkt (Brasilien, Russland). Mit Ausnahme der Türkei und der Philippinen kam es ebenfalls nicht zu größeren Kurskorrekturen an den Aktienmärkten. Allerdings sind Schwellenländeranleihen unter Verkaufsdruck gekommen und im Mai kam es zu den größten Kapitalabflüssen in dieser Wertpapierklasse seit über einem Jahr (Financial Times 2018).

Angesichts dieser Entwicklung stellt sich die Frage, inwiefern Risiken für die Konjunktur in den Schwellenländern bestehen, da mit einer Abwertung die reale Schuldenlast von in Dollar denominierter Krediten und Anleihen steigt. Seit der Globalen Finanzkrise hat die Verschuldung in Schwellenländern stark zugenommen.<sup>b</sup> In der sektoralen Abgrenzung verzeichneten dabei laut Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, die bis ins Jahr 2008 zurückreichen, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften den größten Anstieg der Verschuldung (60 Prozentpunkte im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung).<sup>c</sup> Deutlich geringer war die Zunahme bei den privaten Haushalten und dem Staat (21 bzw. 16 Prozentpunkte). Berechnungen der Weltbank zufolge spielten dabei Verbindlichkeiten in Fremdwährungen, insbesondere US-Dollar, eine bedeutende Rolle: etwa ein Drittel des Anstiegs der Verschuldung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in den Jahren 2010 bis 2017 war demnach auf Verbindlichkeiten in Fremdwährungen zurückzuführen (Weltbank 2018). Klammert man die Entwicklung in China aus, machten Fremdwährungsschulden sogar knapp die Hälfte des Anstiegs aus.

Abbildung 1:

Schwellenländer: Leitzinsen, Devisen- und Aktienmärkte

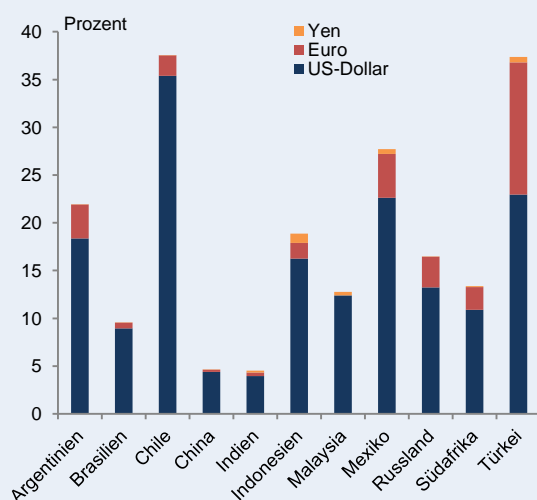


Veränderung seit 1.1.2018 (Stand 15.6.2018). Aktienmarkt: in Prozent; Leitzinsen: in Prozentpunkten; Wechselkurs: in Prozent, negativer Wert entspricht Abwertung gegenüber dem US-Dollar.

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich; Thomson Reuters.

Abbildung 2:

Schwellenländer: Fremdwährungsverbindlichkeiten



Im Verhältnis zur nominalen Wirtschaftsleistung, Stand 4. Quartal 2017.

Quelle: Bank for International Settlements, *Global Liquidity Indicators*.

Im Verhältnis zur nominalen Wirtschaftsleistung zeigen sich deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern (Abbildung 2). Neben Argentinien und der Türkei ist die Verschuldung in Fremdwährungen demnach auch in Chile und Mexiko besonders hoch. Aber auch in Indonesien beträgt sie knapp 20 Prozent im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung. Deutlich wird auch die Vorherrschaft des US-Dollars auf den internationalen Kredit- und Kapitalmärkten: Außer in der Türkei spielen in Euro oder Yen denominierte Verbindlichkeiten nur eine untergeordnete Rolle.

Zwar kann der Anteil der Fremdwährungsschulden zur nominalen Wirtschaftsleistung einen Eindruck darüber geben, wie anfällig einzelne Länder gegenüber Wechselkursanpassungen sind. Allerdings wird dabei unterschlagen, dass sich neben Fremdwährungspassiva auch -aktiva in den Bilanzen der ökonomischen Akteure befinden. Zum Beispiel verfügen exportierende Firmen, die in US-Dollar verschuldet sind, über eine natürliche Währungsabsicherung da bei einer Abwertung auch ihre Einnahmen oder auf US-Dollar lautende Forderungen gegenüber Handelspartnern in heimischer Währung zunehmen. So zeigen Analysen des Internationalen Währungsfonds, dass sich die Nettoauslandsvermögenspositionen der Schwellenländer in den Jahren 2014 und 2015 trotz einer teils massiven Abwertung ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar nicht verschlechtert hatten (IWF 2018). Dies dürfte zum einen Folge einer solchen natürlichen Währungsabsicherung sein. Zum anderen reflektiert es auch die vielerorts gestiegenen Bestände an Devisenreserven in den Bilanzen der Zentralbanken. Für eine Resilienz vieler Schwellenländer gegenüber Wechselkursschwankungen spricht auch, dass es während dieser Episode weder zu einer merklichen Häufung von Kreditausfällen noch zu krisenhaften Verwerfungen an den Finanzmärkten gekommen ist.

<sup>a</sup>Die argentinische Regierung hat darüber hinaus ein Stand-by-Abkommen mit dem Internationalen Währungsfonds über 50 Mrd. US-Dollar abgeschlossen. — <sup>b</sup>Zu den Schwellenländern zählen: Argentinien, Brasilien, Chile, China, Indien, Indonesien, Malaysia, Mexiko, Russland, Südafrika, Türkei. — <sup>c</sup>Eine wesentliche Rolle spielte dabei die Entwicklung in China, wo der als Antwort auf die Globale Finanzkrise expansive Kurse der Wirtschaftspolitik zu einem rasanten Anstieg der Verschuldung von knapp 90 Prozent im Verhältnis der Wirtschaftsleistung im ersten Quartal des Jahres 2008 auf 170 Prozent Ende des Jahres 2017 geführt hat.

---

## Literatur

- Financial Times (2018). Bond investors pull money from emerging markets. 3. Mai, 2018. London. Via Internet (18. Juni 2018) <<https://www.ft.com/content/699a91bc-4f1a-11e8-9471-a083af05aea7>>.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (2018). Global Financial Stability Report April 2018: A Bumpy Road Ahead. Washington, D.C. Via Internet (18. Juni 2018) <<https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/04/02/Global-Financial-Stability-Report-April-2018>>.
- Weltbank (2018). Global Economic Prospects: The Turning of the Tide? Washington, D.C. Via Internet (18. Juni 2018) <<http://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>>.