

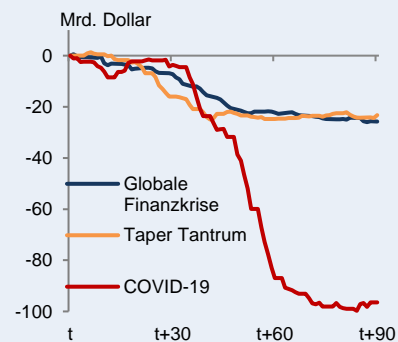
## Zu den Folgen der Corona-Pandemie für den Kapitalfluss in Schwellen- und Entwicklungsländer

*Klaus-Jürgen Gern, Philipp Hauber, Philipp Nickol und Lucie Stoppok*

Die Covid-19-Pandemie hat die Weltwirtschaft in eine tiefe Rezession gestürzt. In der Folge kam es auch zu einer sprunghaften Zunahme der Unsicherheit an den globalen Finanzmärkten. Gemessen am VIX, der die Volatilität von Aktienoptionen erfasst und als Maß für die Risikoaversion der Finanzmarktteilnehmer gilt, stieg die Unsicherheit auf das höchste Niveau seit der Globalen Finanzkrise im Jahr 2008. In diesem Umfeld zogen Investoren in großem Umfang Kapital aus Schwellen- und Entwicklungsländern ab. Laut Zahlen des Institute of International Finance (IIF), die die Aktien- und Anleihenmärkte in diesen Ländern abdecken, beliefen sich die akkumulierten Portfolioabflüsse im Zeitraum von März bis Mai des laufenden Jahres auf mehr als 95 Mrd. US Dollar (IIF, 2020a), ein mehr als dreimal so großes Volumen als während der globalen Finanzkrise 2008 oder des Taper Tantrums im Jahr 2013 (Abbildung K1-1). In der Folge waren die Regierungen aller Schwellen- und Entwicklungsländer für mehrere Wochen vom internationalen Kapitalmarkt ausgeschlossen (Thomson Reuters Eikon, 2020). Insbesondere Länder mit einer bereits am Beginn der Krise hohen Verschuldung und Länder, deren Wirtschaftsleistung stark von Ölexporten oder dem globalen Tourismus abhängt, waren somit mehreren Schocks gleichzeitig ausgesetzt (IWF, 2020). Kritisch ist die Lage insbesondere für afrikanische und südamerikanische Ölexporteure; der Einbruch im Tourismus trifft kleinere Inselentwicklungsländer in der Karibik, im Pazifik und im indischen Ozean besonders hart. Der Kapitalabfluss infolge der Corona-Pandemie war zwar ausgesprochen heftig, doch er hielt nicht lange an. Bereits im April stabilisierte sich die Lage und bis einschließlich Juli erholte sich der Kapitalverkehr in den Schwellen- und Entwicklungsländern wieder, wenigstens auf noch recht niedrigem Niveau (IIF, 2020b). Dies ging einher mit einer kräftigen Erholung an den Finanzmärkten: So lagen Indizes, die die Wertentwicklung an den Aktien- und Anleihenmärkten in den Schwellenländern abbilden, im Juli bereits wieder in etwa auf ihrem Vorjahresniveau, nachdem im März noch Einbrüche von bis zu 30 Prozent verzeichnet worden waren.<sup>a</sup>

Hinzu kommt, dass die Auswirkungen der Pandemie auf den Kapitalverkehr zwischen den einzelnen Ländern große Unterschiede aufweisen. Ein Indiz dafür ist die Wechselkursentwicklung. In den südostasiatischen Schwellenländern wie z.B. Thailand gaben sie vergleichsweise wenig und nur für einen kurzen Zeitraum nach. Hingegen wertete z.B. die türkische Lira sehr viel deutlicher und nachhaltiger ab. Besonders stark an Wert verlor der brasilianische Real, der sich zwischenzeitlich zwar wieder etwas erholte, aber auch zuletzt gegenüber dem US-Dollar noch um 30 Prozent niedriger notierte (Abbildung K1-2, folgende Seite). Die eingangs beschriebene Entwicklung des Kapitalverkehrs spiegelt sich in der Zahlungsbilanzstatistik in den ausländischen Wertpapieranlagen im Inland (Portfolioinvestitionen) wider. Demnach verzeichnete Brasilien allein im März einen Rückgang der ausländischen Wertpapieranlagen im Inland in Höhe von 22 Mrd. US-Dollar. Dies stellt den größten monatlichen Abfluss seit Beginn der Zeitreihe dar. Der Rückgang der Portfolioinvestitionen im gesamten ersten Halbjahr betrug 3,7 Prozent im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung. Zu einer ähnlich großen Veränderung kam es während der Globalen Finanzkrise im Jahr 2008, als der Zufluss an ausländischen Mitteln allerdings nur zum Erliegen kam. In der Türkei fiel der Abfluss an ausländischem Kapital im Vergleich zur Wirtschaftsleistung ähnlich hoch aus, er erstreckte sich jedoch über mehrere Monate. Zwischen März und Juni kam es dort zu einem Rückgang der ausländischen Portfolioinvestitionen in Höhe von 12 Mrd. US-Dollar. Erst im Juli stabilisierte sich die Lage, und es erfolgten nur noch geringe Abflüsse. Auch aus Thailand zogen internationale Investoren Kapital ab: Die Portfolioinvestitionen verzeichneten im ersten Halbjahr einen Rückgang in Höhe von ebenfalls 3,7 Prozent im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung. Der Abfluss in diesem

**Abbildung K1-1:**  
Kumulierte Kapitalabflüsse aus Schwellen- und Entwicklungsländern

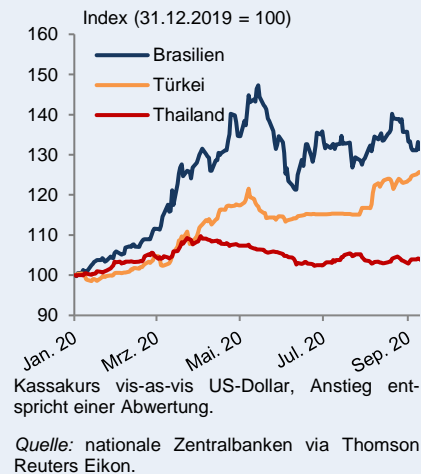


Tagesdaten. Ausländische Portfoliokapitalströme, Beginn der Zeitreihen: 8.9.2008 (Globale Finanzkrise), 17.5.2020 (Taper Tantrum), 21.1.2020 (Covid-19).

Quelle: Institute of International Finance.

Bereich der Zahlungsbilanz konnte jedoch teilweise durch ausländische Bankkredite abgedeckt werden. Außerdem war der Kapitalabfluss im historischen Vergleich nicht außergewöhnlich hoch und blieb deutlich hinter jenem während der Asienkrise Ende der 90er-Jahre zurück. Andere Schwellenländer, für die bereits amtliche Zahlen vorliegen, wie z.B. Indonesien oder Mexiko, verzeichneten lediglich einen verlangsamten

**Abbildung K1-2:**  
**Wechselkurse in ausgewählten Schwellenländern**



Kapitalzufluss im ersten Halbjahr, zu einem Rückgang kam es aber nicht. Unverändert hoch blieb sogar das Interesse internationaler Investoren an chilenischen Wertpapieren im ersten Halbjahr des laufenden Jahres.

Die wirtschaftlichen Folgen von abrupten Einbrüchen internationaler Kapitalzuflüsse, sogenannter „sudden stops“, sind in der akademischen Literatur gut dokumentiert. Sie führten in der Vergangenheit zu tiefen Rezessionen (Calvo et al., 2006 und Cavallo et al., 2015) oder gar Finanzkrisen (Joyce und Nabar, 2009, und Furceri et al., 2012). Calvo et al. (2006) zeigen auch, dass die wirtschaftliche Aktivität nach einem „sudden stop“ in der Regel erst innerhalb von durchschnittlich drei Jahren wieder das Vorkrisenniveau erreicht, wobei insbesondere die Investitionstätigkeit längerfristig gedämpft bleibt. Allerdings lag die durchschnittliche Dauer länderspezifischer „sudden stops“ der letzten 50 Jahre in Schwellen- und Entwicklungsländern bei etwas unter einem Jahr (David und Gonçalves, 2019). Angesichts der Kürze der COVID-19-Episode könnten die wirtschaftlichen Folgen in diesem Fall geringer ausfallen.

Zusammenhang mit Staatsbankrotten. Vor allem wenn Episoden von Einbrüchen internationaler Kapitalflüsse mit starken Rückgängen der Rohstoffpreise zusammenfallen, was auch im Frühjahr dieses Jahres der Fall war, droht der Anteil an Ländern, die einen Zahlungsausfall erleiden, zu steigen (Reinhart et al., 2016). Nickol und Stoppok (2020) zeigen, dass dieser Anstieg vornehmlich auf vermehrte Kreditausfälle in Schwellen- und Entwicklungsländern zurückzuführen ist. Als Antwort auf die Corona-Krise lockerten die betroffenen Länder Kapitalverkehrskontrollen, und ihre Zentralbanken intervenierten am Devisenmarkt, um Liquiditätsengpässen entgegenzuwirken (OECD, 2020). Zudem gibt es seit April eine Initiative des Internationalen Währungsfonds, der Weltbank und des G20-Hilfsfonds für Schuldenerlasse in Milliardenhöhe, um Schwellen- und Entwicklungsländern größeren Spielraum bei der Bekämpfung der wirtschaftlichen und sozialen Folgen der Krise zu verschaffen. Wahrgenommen wurden diese Angebote bisher allerdings nur zögerlich. Der Grund liegt wohl in der Sorge, dass es in der Folge zu einer Abstufung der Bonität durch die Ratingagenturen oder gar einem anhaltenden Ausschluss vom internationalen Kapitalmarkt kommen könnte (Financial Times, 2020).

Die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten in der ersten Jahreshälfte lässt angesichts der in der Literatur dokumentierten wirtschaftlichen Effekte von Kapitalflusszyklen befürchten, dass die Konjunktur in einigen Schwellenländern über die pandemiebedingten Produktionsausfälle hinaus zusätzlich belastet wird. Prognosen, dass es in Folge von Kapitalabflüssen zu einer Welle von Finanzkrisen kommt, haben sich bislang allerdings nicht bestätigt. Mit Ausnahme der Türkei stiegen die Renditen auf Staatsanleihen der Schwellenländer bislang nicht an, und für Fremdwährungstitel gingen die Spreads gegenüber US-Anleihen sogar zurück (BIZ 2020), wozu die massive Ausweitung der Dollarliquidität durch die US-Notenbank beigetragen haben dürfte. Dennoch bleibt der Ausblick verhalten. Denn die Unsicherheit an den Finanzmärkten ist zwar zurückgegangen, im historischen Vergleich befindet sie sich aber immer noch auf einem hohen Niveau, und zum jetzigen Zeitpunkt ist schwer abzuschätzen, wie schnell sich der internationale Kapitalverkehr von dem Corona-Schock erholen wird. Hinzu kommt, dass die Pandemie in einigen Ländern noch lange nicht ausgestanden ist. Erhebliche Mehrausgaben für den Gesundheitssektor und zusätzliche Sozialleistungen zur Bekämpfung des Anstiegs der Armut könnten in einigen Ländern wie z.B. Brasilien oder Indien zu Fiskal- und Schuldenkrisen führen. Das Risiko einer steigenden Zahl von Kreditausfällen öffentlicher Schuldner als mittelfristige Folge des Corona-Schocks ist in Anbetracht der hohen Anzahl an Länderratings, die in Folge der Pandemie bislang herabgestuft wurden, beträchtlich.

<sup>a</sup>Der dort berücksichtigte Länderkreis ist allerdings nicht deckungsgleich mit der vom IWF verwendeten Klassifizierung von Schwellenländern. So sind bspw. Wertpapiere aus Südkorea oder Taiwan in dem Aktienindex MSCI Emerging Markets vertreten.

---

## Literatur

---

- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) (2020). Quartalsbericht, September 2020, Genf.
- Calvo, G. A., A. Izquierdo, and E. Talvi (2006). Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets. *American Economic Review* 96(2): 405-410.
- Cavallo, E., A. Powell, M. Pedemonte, and P. Tavella (2015). A new taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops should countries be most concerned about? *Journal of International Money and Finance* 51: 47-70.
- David, A. C. and C. E. Goncalves (2019). In Search of Lost Time: Examining the Duration of Sudden Stops in Capital Flows. IMF Working Paper WP/19/230.
- Financial Times (2020). Emerging economies hold back on asking creditors for debt relief. Via Internet (11. September 2020) <https://www.ft.com/content/3b4a5684-81e5-4ed0-9a9a-660d85f024e9>
- Furceri, D., S. Guichard, and E. Rusticelli (2012). Episodes of Large Capital inflows, Banking and Currency Crises, and Sudden Stops. *International Finance* 15(1): 1-35.
- Institute of International Finance (IIF) (2020a). IIF Capital Flows Tracker – April 2020, The COVID-19 Cliff. Via Internet (11. September 2020) <https://www.iif.com/Publications/ID/3847/Macro-Notes-Sub-Saharan-Africa--Key-Vulnerabilities>
- Institute of International Finance (IIF) (2020b). IIF Capital Flows Tracker – August 2020, Ongoing Recovery. Via Internet (14. August 2020) [https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/IIF\\_Capital%20Flows%20Tracker\\_August.pdf](https://www.iif.com/Portals/0/Files/content/IIF_Capital%20Flows%20Tracker_August.pdf)
- IWF (2020). COVID-19 Response in Emerging Market Economies: Conventional Policies and Beyond. Via Internet (12. September 2020). <https://blogs.imf.org/2020/08/06/covid-19-response-in-emerging-market-economies-conventional-policies-and-beyond/>
- Joyce, J. P., and M. Nabar (2009). Sudden stops, banking crises and investment collapses in emerging markets. *Journal of Development Economics* 90(2): 314-322.
- Nickol, P. and L. Stoppok (2020). The collapse of capital flows to emerging markets: What are the consequences? In G. Felbermayr (ed.), *The World Economy after the Coronavirus Shock: Restarting Globalization?* (pp. 41 – 48). Kiel: Kiel Institute for the World Economy.
- OECD (2020). COVID-19 and global capital flows. Via Internet (12. September 2020) <http://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/covid-19-and-global-capital-flows-2dc69002/>
- Reinhart, C. M., V. Reinhart and C. Trebesch (2016). Global Cycles: Capital Flows, Commodities, and Sovereign Defaults, 1815-2015. *American Economic Review* 106(5): 574-580.
- Thomson Reuters Eikon. (2020). Data on sovereign bond issuances (1970-2020). Heruntergeladen 22. August 2020 von <https://eikon.thomsonreuters.com/index.html>