

Hefeker, Carsten et al.

Article

Türkei, Argentinien, Brasilien, Indien: Schwellenländer vor neuer Krise?

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Hefeker, Carsten et al. (2018) : Türkei, Argentinien, Brasilien, Indien: Schwellenländer vor neuer Krise?, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 71, Iss. 23, pp. 3-21

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/198691>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Türkei, Argentinien, Brasilien, Indien: Schwellenländer vor neuer Krise?

Türkei, Argentinien, Indonesien, Brasilien: Die Währungen vieler Schwellenländer befinden sich zunehmend unter Druck. Die Ursachen sind ähnlich: hohe Schulden, steigende Inflation und schwaches Wachstum. Es fällt den Ländern zunehmend schwer, internationales Kapital zu attrahieren. Stehen die Schwellenländer vor einer neuen Krise?

Carsten Hefeker*

Dollardominanz und Krisenanfälligkeit von Schwellenländern

Internationaler Währungsfonds (IWF) und Finanzpresse warnen vor einem globalen Abschwung, wenn auch noch nicht vor einer Rezession. Die projektierte Wachstumsrate für Schwellenländer liegt nur noch bei etwas über 3% und selbst für China werden nur noch 6% erwartet. Erste Vorboten einer möglichen Krise zeigen sich in erheblichen Wechselkurseffekten. So haben seit Beginn dieses Jahres der argentinische Peso um rund 50% und die türkische Lira um rund 30% gegenüber dem Dollar verloren. Auch die Währungen Brasiliens, Indiens und Russlands haben um über 10% an Wert eingebüßt, und Länder wie Mexiko, Südafrika, Indonesien, Pakistan und die Philippinen sind ebenfalls unter Druck geraten. Die Probleme der Türkei und Argentiniens sind mit Inflationsraten von 20 bzw. 40% nicht überraschend, aber die moderaten Inflationsraten der anderen Schwellenländer weisen auf andere Gründe hin.

Sieht man von den hausgemachten Problemen ab, so sind die Schwellenländer derzeit doppelt negativ von amerikanischer Handels- und Währungspolitik betroffen. Die von Präsident Trump gegen China, die Türkei, Mexiko, Russland und die EU verhängten Zölle auf Stahl und Aluminium und deren Gegenmaßnahmen beeinflussen durch die globalen Wertschöpfungsketten auch den Handel mit Drittstaaten. Potenziell noch bedrohlicher wäre es, wenn Trump seine Ankündigung umsetzt und aus der Welthandelsorganisation WTO ausscheidet. So befürchten Bown und Irwin (2018), dass die durchschnittlichen Zollsätze der USA bei Konsumgütern von 4,6%

auf 35,5% und bei Vorprodukten von 3% auf 31% steigen könnten.

Globale Kapitalströme

Die Konsequenzen der amerikanischen Handelspolitik und die Gefahr eines Handelskriegs sind Themen internationaler Diskussionen, aber es wird wenig davon gesprochen, wie sehr die restriktiver gewordene amerikanische Geldpolitik Auswirkungen auf Schwellenländer hat. Seit die Federal Reserve im Jahr 2013 erstmals vorsichtig den geldpolitischen Wechsel ankündigte, sind die negativen Effekte der amerikanischen Zinspolitik für Schwellenländer sichtbar und steigt die Anzahl von *sudden stops* (vgl. De Gregorio et al. 2018).¹ Da die amerikanische Zentralbank weitere Zinssteigerungen angekündigt hat, ist davon auszugehen, dass sich der Druck weiter verstärken wird.

Während vor wenigen Jahren der brasilianische Finanzminister Mantega den USA noch vorwarf, durch ihre expansive Geldpolitik einen »Währungskrieg« gegen die Schwellenländer zu führen, wird nun betont, dass niedrige Zinsen im Zentrum Kapitalströme in die Peripherie lenken und dort zu Fehlinvestitionen und steigenden Vermögenspreisen, vor allem im Immobiliensektor, führen (vgl. Rajan 2015, Gopinath 2017). Insbesondere Schwellenländer mit liquiden und entwickelten Finanzmärkten ziehen in Niedrigzinsphasen große Zuflüsse an. Hier aber findet dann ebenso der stärkste Abfluss statt, wenn sich die Zinssituation ändert, da die Anleger die höhere Liquidität dieser Märkte nutzen, um ihre Anlagen zu verkaufen.

Dabei ist besonders auffällig, dass die Wechselkurse und Aktienmärkte von Ländern mit starken makroökonomischen Fundamentaldaten (hohe Währungsreserven, geringe öffentliche Defizite und Verschuldung, starkes Wachstum) hierfür keineswegs weniger anfällig sind. Lediglich Länder, die erst eine



Carsten Hefeker

* Prof. Dr. Carsten Hefeker ist Inhaber des Lehrstuhls für Europäische Wirtschaftspolitik an der Universität Siegen.

¹ *Sudden stops* bezeichnet die abrupte Umkehr von Kapitalzuflüssen, die vor allem Schwellenländer betrifft.

starke reale Aufwertung hatten und große Leistungsbilanzdefizite aufbauten, erleben stärkere Abflüsse als Länder, die nur moderat aufwerteten und deren Leistungsbilanzdefizite relativ gering anstiegen (vgl. Eichengreen und Gupta 2015).

Somit zeigt sich ein globaler Finanz- und Kreditzyklus, in dem die amerikanischen Zinssätze ganz entscheidend sowohl für das Niveau wie auch die Veränderungen von Kapitalströmen in Schwellenländer sind. So schätzen Bräuning und Ivashina (2018) einen Volumeneffekt von rund 2%, wenn sich die US-Zinsen um 0,25% verändern. Geht man von einer Veränderung von insgesamt 4% über den Zinszyklus in den USA aus, so hat dies einen Effekt auf mehr als 30% der Kapitalströme. Mit der Entscheidung der Schwellenländer zur Öffnung der Kapitalmärkte und der Integration in die globalen Finanzströme werden diese also anfällig für Änderungen der amerikanischen Geldpolitik – und dies gilt sowohl bei festen wie bei flexiblen Wechselkursen (vgl. Rey 2015). Während die meisten Studien immer noch zeigen, dass flexible Wechselkurse eine gewisse geldpolitische Autonomie erhalten und Länder weniger anfällig für Krisen machen, sind die Vorteile flexibler Kurse aber offenbar deutlich geringer, als herkömmliche Theorien annehmen, da die Integration in die globalen Finanzmärkte auch bei Ländern mit flexiblen Wechselkursen die Finanzmarktstabilität gefährdet (vgl. Obstfeld und Taylor 2017).

ANFÄLLIG FÜR DEN DOLLAR

Tatsächlich trauen die meisten Schwellenländer den angeblichen Vorteilen weitgehend flexibler Wechselkurse nicht. Es wird geschätzt, dass rund 80% der Entwicklungs- und Schwellenländer Arrangements haben, die implizit einen Zielwert oder Korridor zu einer anderen Währung definieren und somit nur eine beschränkte Flexibilität der Wechselkurse aufweisen, was in der Anfälligkeit aus schwankenden Wechselkursen begründet ist (vgl. Gopinath 2017).

Anfällig gegenüber starken Abwertungen sind die Schwellenländer dabei aus verschiedenen Gründen. Traditionell wird vor allem auf das Ausmaß an Fremdwährungsverschuldung verwiesen, das Kreditnehmer unter Druck setzt, wenn die Dollarzinsen steigen und die heimische Währung gegenüber dem Dollar abwertet. Dabei hat der Anteil des Dollar in internationaler Verschuldung zugenommen. Waren 2008 noch 45% der grenzüberschreitenden Verschuldung in Dollar gezeichnet, so waren es 2016 über 60% (vgl. Gopinath 2017). Entsprechend stark ist die Weltwirtschaft gegenüber einer Änderung des Dollar exponiert.

Während für lange Zeit vor allem die Staatsverschuldung in Fremdwährung Ursache für Finanzkrisen gewesen ist, kann man hier eine gewisse Besserung beobachten, da es Schwellenländern zunehmend gelingt, Staatsschulden in lokaler Währung aufzunehmen. So berichten Du und Schreger (2017) für eine Gruppe von 14 Ländern, dass der Anteil exter-

ner Verschuldung in eigener Währung seit dem Jahr 2000 von 10% auf 60% gestiegen ist.² Aber während sich die Fremdwährungsverschuldung einiger Staaten in Schwellenländern entspannt hat, gilt dies nicht für die Auslandsverschuldung von Unternehmen. Bruno und Shin (2018) zeigen, dass vor allem Unternehmen in Schwellenländer ihre Dollarverschuldung in den letzten Jahren erhöht haben. Der gesamte Bestand an Dollar denominierter Verschuldung von Nichtbanken steht nach ihren Schätzungen bei mehr als 11 Billionen, wovon 3,7 Billionen auf Schwellenländer entfallen, und sich somit seit 2010 verdoppelt hat. Grund dafür ist der sogenannte *carry trade*, der besonders lukrativ ist, solange der Zinsabstand zum Dollar hoch und der Wechselkurs stark ist.³ Sie finden auch, dass nicht die Fremdwährungsverschuldung per se ein Problem ist, sondern die Verwendung der Mittel entscheidend ist. Gefährdet sind vor allem diejenigen Firmen, die mit den Fremdwährungsschulden Finanzanlagen in heimischer Währung finanzieren und durch das damit verbundene Währungsungleichgewicht zwischen Anlagen und Verbindlichkeiten anfällig für eine Abwertung werden. Da *carry trade* besonders von größeren Firmen betrieben wird, verlieren diese in diesem Fall stark an Börsenwert. Insgesamt finden die Autoren, dass vor allem Firmen mit großen Bargeldbeständen in Brasilien, China und Russland von Abwertungen betroffen sind, was auf den ersten Blick kontraintuitiv ist. Der Grund liegt darin, dass offenbar vor allem riskantere Firmen einen größeren Bedarf sehen, Reserven zu halten.

Bruno und Shin (2018) kontrollieren auch für die positiven Effekte einer Abwertung durch eine Verbesserung der Exportchancen, finden aber, dass die negativen Effekte aus der Verschuldung überwiegen. Anders als oft erwartet, hat eine Abwertung vielfach nicht die erwünschten positiven Effekte für eine Verbesserung der Leistungsbilanz. Dabei wird meist unterstellt, dass eine nominale Abwertung zu einer realen Abwertung führt, die Exporte verbilligt und Importe verteuert. Tatsächlich zeigen neuere Arbeiten, dass eine nominale Abwertung des Wechselkurses um 1% nur eine Veränderung um 0,1% des realen Wechselkurses bewirkt (vgl. Gopinath 2017). Anders als in den Standardmodellen unterstellt, sind offenbar nicht die Produzentenpreise in heimischer Währung fixiert, sondern werden die Exportpreise in Dollar fixiert. Eine Veränderung des Wechselkurses verändert damit zwar die Gewinne der exportierenden Firmen, hat aber nur geringe Effekte auf das Handelsvolumen.

Zurückzuführen ist dies auf die dominante Stellung des Dollar im internationalen Handel. Das Phäno-

² Dies gilt aber noch längst nicht für alle Länder. Die Gebietskörperschaften Argentiniens sind mit rund 100 Mrd. in Dollar verschuldet, dazu kommen im privaten Sektor noch einmal knapp 70 Milliarden. 50 Milliarden dieser Auslandsschulden sind zum nächsten Jahr fällig. Es überrascht daher nicht, dass das Land beim IWF einen Kredit von mehr als 50 Mrd. Dollar aufgenommen hat.

³ Beim *carry trade* werden niedrig verzinsten Fremdwährungskrediten aufgenommen und zu höheren Zinsen in Heimatwährung investiert.

men der »dominanten« Währung zeigt sich vor allem darin, dass der Anteil des Dollar mit 40% im internationalen Handel viermal höher ist als der Anteil der USA am internationalen Handel.⁴ Nicht nur Handel, bei denen die USA auf einer Seite beteiligt sind, wird in Dollar fakturiert, sondern auch der zwischen Staaten, die andere Währungen benutzen. Daher ist es nicht der bilaterale Wechselkurs zwischen zwei Ländern, sondern der Kurs der eigenen Währung gegenüber dem Dollar, der die Handelsvolumen beeinflusst. Eine Abwertung der eigenen Währung gegenüber dem Dollar, der die Handelsvolumen beeinflusst. Eine Abwertung der eigenen Währung gegenüber der des Handelspartners beeinflusst demnach die eigenen Importpreise nur wenig. Wertet aber die Währung gegenüber dem Dollar um 1% ab, so steigen die Importpreise um 0,8%. Eine Aufwertung des Dollar gegenüber dem Rest der Welt führt daher zu einem Rückgang des Handelsvolumens, da dies die Importpreise aller Länder erhöht und so zum Rückgang von Importen führt (vgl. Gopinath 2017). Diese Dominanz des Dollar wird schließlich noch verstärkt durch den Anreiz, sich in Dollar zu verschulden. Um eine natürliche Absicherung gegen schwankende Wechselkurse zu schaffen, ist es naheliegend, Einkommen in Dollar zu erzielen. Werden aber Exporte vermehrt in Dollar abgerechnet, stärkt dies die Rolle des Dollars weiter.

REDUZIERUNG DER ANFÄLLIGKEIT

Um die negativen Effekte einer Änderung der amerikanischen Geldpolitik auf Schwellenländer zu reduzieren, ist eine naheliegende Forderung an die Fed, die externen Effekte ihrer Geldpolitik stärker zu berücksichtigen (vgl. Rajan 2015). Eine moderatere Zinspolitik würde, so die Hoffnung, auch die Volatilität von Kapitalströmen reduzieren. Ob die Fed dazu bereit ist, ist jedoch fraglich. Eine weitergehende Form der internationalen Zusammenarbeit besteht in der Ausweitung der existierenden Swap-Abkommen, die Ländern unter Druck Zugang zu internationaler Währung verschaffen, sowie die Schaffung regionaler Währungsfonds wie der Chang-Mai-Initiative, dem BRICS Contingent Reserve Arrangement oder des lateinamerikanischen Reservefonds FLAR, die den IWF ergänzen (vgl. De Gregorio et al. 2018). Noch sind die Mittel aber beschränkt, und einer Ausweitung der multilateralen Möglichkeiten im Rahmen des IWF werden die USA kaum zustimmen.

Unilateral können die betroffenen Staaten ihre Verwundbarkeit natürlich durch die Reduzierung ihrer Dollarverschuldung senken, wofür erste Anzeichen zu sehen sind. Neue Schuldverschreibungen in den sechs Monaten bis Oktober sind auf rund 24 Mrd. Dollar und damit um mehr als 70% im Vergleich zum Vorjahr gefallen. Stattdessen nahmen die Emissionen in anderen Währungen zu (vgl. *Financial Times*, 15. November 2018).

Nicht zuletzt hat die jüngste Entwicklung auch die Diskussion über die dominante Rolle des Dollar wiederbelebt. So hat kürzlich EU-Kommissionprasident Jean-Claude Juncker in einer Rede vor dem Europäischen Parlament kundgetan, es sei »unsinnig« und »lächerlich«, wenn Produkte, die nicht aus den USA importiert würden, in Dollar abgerechnet würden. Bereits seit längerer Zeit ist auch die chinesische Regierung bemuhnt, die globale Bedeutung des Dollar zugunsten des Renminbi zu reduzieren. Bislang ist allerdings nicht zu erkennen, dass die chinesische Währung dem Dollar Konkurrenz machen könnte (vgl. De Gregorio et al. 2018). Und während mit der Einführung des Euro spekuliert wurde, dieser könnte irgendwann den Dollar ablösen, ist davon gegenwärtig nur noch wenig zu hören.

Es sind vor allem strukturelle Gründe, die gegen eine größere internationale Rolle anderer Währungen sprechen, und hier besonders die relativ geringe Liquidität der Währungs- und Anleihemärkte. Die Rolle des Dollar wird erst zurückgehen, wenn sich sichere und verlässliche Anlagealternativen bieten. Mindestens im Fall des Euro könnte man dem relativ leicht begegnen, wenn es gemeinsame Eurobonds gäbe, die einen entsprechend großen Markt schaffen würden. Das wird aber nicht nur von der deutschen Regierung vehement abgelehnt, und so lange das so ist, ist von einer größeren Rolle des Euro als Anlagewahrung nicht auszugehen. Es ist also zu erwarten, dass der Dollar weiter die dominante Währung bleiben wird und die Schwellenländer wohl oder übel daran und an der Geldpolitik der USA hängen bleiben werden.

LITERATUR

- Bown, C. und D. Irwin (2018), *What Might a Trump Withdrawal from the World Trade Organization Mean for US Tariffs?*, Policy Brief 18-23, Peterson Institute for International Economics, Washington DC.
- Bräuning, F. und V. Ivashina (2018), »U.S. Monetary Policy and Emerging Market Credit Cycles«, NBER Working Paper 25185.
- Bruno, V. und H. S. Shin (2018), »Currency Depreciation and Emerging Market Corporate Distress«, Bank for International Settlements, Working Paper 753.
- De Gregorio, J., B. Eichengreen, T. Ito und C. Wyplosz (2018), *IMF Reform: The Unfinished Agenda*, Geneva Reports on the World Economy 20, CEPR, London.
- Du, W. und J. Schreger (2017), »Sovereign Risk, Currency Risk, and Corporate Balance Sheets«, Columbia University, mimeo.
- Eichengreen, B. und P. Gupta (2015), »Tapering Talk: The Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets«, *Emerging Markets Review* 25, 1–15.
- Gopinath, G. (2017), »Rethinking Macroeconomic Policy: International Economy Issues«, Harvard University, mimeo.
- Obstfeld, M. und A. Taylor (2017), »International Monetary Relations: Taking Finance Seriously«, *Journal of Economic Perspectives* 31(3), 3–28.
- Rajan, R. (2015), »Competitive Monetary Easing: Is It Yesterday Once More?«, *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies* 8, 5–16.
- Rey, H. (2015), »Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence«, NBER Working Paper 21162.

⁴ Für manche Länder, vor allem in Lateinamerika, ist der Anteil noch höher. So sind 88% der argentinischen Importe in Dollar denominated, obwohl nur 15% aus den USA kommen.

Volker Treier* Asienkrise 2.0 – droht ein neuer Flächenbrand?



Volker Treier

Lira, Peso, Rand und Rupie. Im Laufe des Jahres sind die Währungen einiger Schwellenländer unter Druck geraten. Auslöser war die Erhöhung der US-Leitzinsen durch die Fed. Die Steuerreform des US-Präsidenten hat dem Dollar zusätzlich Aufwind verliehen. Das hat dazu geführt, dass sich die Renditeaussichten der Kapitalanleger im Vergleich zu den risikoreicheren *Emerging Markets* zum Vorteil des »sicheren« Hafens USA verschoben haben. In der Folge kam es zu einer Umschichtung von Kapital nach Nordamerika. Das wiederum hat die Währungen einiger aufstrebender Ökonomien zur Abwertung gezwungen – vor allem dort, wo angesichts großer Leistungsbilanzdefizite eine US-Dollarverschuldung vorherrscht. Insbesondere in Argentinien und in der Türkei hat zwischenzeitlich eine massive Kapitalflucht eingesetzt. Länderspezifische Probleme, die sich auch eher in einer strukturell ungleichgewichtigen Außenwirtschaft ausdrücken, wurden offengelegt. Der Handelskonflikt zwischen China und den USA belastet die Schwellenländer zusätzlich. Die meisten asiatischen Länder sind bei ihren Exporten auf den amerikanischen Markt über das Reich der Mitte verbunden.

Angesichts der aktuellen Entwicklungen fühlen sich viele an die Asienkrise in den 1990er Jahren erinnert. Damals hatten unter anderem hohe Handelsdefizite und eine exzessive Kreditaufnahme in Fremdwährung eine schwere Wirtschafts- und Finanzkrise in den Tiger- und Pantherstaaten ausgelöst. Heute ist die Situation jedoch eine andere. Schwellenland ist nicht mehr Schwellenland. Viele aufstrebende Volkswirtschaften konnten ihre makroökonomischen Rahmenbedingungen unter anderem durch die Einführung flexibler Wechselkurse und die Reduzierung ihrer Staatsschulden signifikant verbessern. Im Vergleich zu einigen kriselnden Eurostaaten ist die staatliche Gesamtverschuldung in der Breite geradezu vorbildlich. Dementsprechend präsentieren sich viele *Emerging Markets* deutlich widerstandsfähiger. Die Türkei und Argentinien bilden zwei schwierige Sonderfälle. Abgesehen von den politischen Widrigkeiten im Zusammenhang mit dem Putschversuch im Juli 2016 in der Türkei belastet beide Länder ein immenses strukturelles Leistungsbilanzdefizit, das zu einem Großteil durch kurzfristige Fremdwährungskredite finanziert wird. Die Gefahr einer Ausbreitung der regionalen Krisen in Verbindung mit höheren Zinsen – insbesondere in den USA – zu einem Flächenbrand erscheint daher aktuell als nicht sehr hoch. Allerdings haben sich die negativen konjunkturellen Auswirkungen

gen der handelspolitischen Konflikte – vor allem zwischen den USA und China – noch nicht in ihrer Gänze entfaltet, so dass es für eine generelle Entwarnung definitiv zu früh ist.

HÖHERE US-ZINSEN BELASTEN DIE EMERGING MARKETS

Derzeit belaufen sich die US-Dollarschulden der *Emerging Markets* laut Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) auf rund 3,7 Billionen US-Dollar. Damit haben sich die Verbindlichkeiten seit der Finanzkrise 2008 mehr als verdoppelt. Das lag in den vergangenen Jahren vor allem an den niedrigen Leitzinsen in den USA, Europa und anderen Industrienationen. Die im Vergleich dazu attraktive Risikoprämie hat vermehrt Investoren in die aufstrebenden Ökonomien gelockt. Ende 2014 beendete die Fed jedoch ihre stark expansive Geldpolitik. Zunächst ließ die amerikanische Währungshüterin ihr Ankaufprogramm für Staatsanleihen auslaufen. Im Dezember 2015 hob sie in Reaktion auf die anziehende US-Konjunktur auch die Zinsen von 0 auf 0,5% an. Ab diesem Zeitpunkt gestaltete die Fed ihren geldpolitischen Kurs zunehmend restriktiver. Seit November 2017 hat sie die Leitzinsen viermal erhöht – zum letzten Mal im September 2018 auf 2,25%. Die kurz aufeinanderfolgenden Zinsanhebungen haben die Währungen einiger Schwellenländer unter Abwertungsdruck gebracht. Durch die Zinserhöhung stieg die Zinslast der US-Dollarverschuldung deutlich an. Die durch die Steuerreform beflügelte US-Konjunktur sowie die mit ihr angestoßene Repatriierung von Gewinnen verstärkten den Run auf den Dollar. Zeitgleich büßten die betroffenen Staaten als Investitionsstandort relativ zu den USA an Attraktivität ein. Ausländische Geldgeber zogen Investitionsmittel in die Vereinigten Staaten ab. Das wiederum ließ den Wert der heimischen Währung fallen und vergrößerte die reale Schuldenlast. Argentinien und die Türkei traf die Zinserhöhung besonders hart. Dort setzte aufgrund der stark ausgeprägten Auslandsverschuldung und des hohen Leistungsbilanzdefizits ein Teufelskreis aus Kapitalflucht und Abwertung ein.

Auch in anderen *Emerging Markets* waren die Auswirkungen der gestiegenen Leitzinsen auf die heimischen Währungen zu spüren. Im aktuellen »AHK World Business Outlook Herbst 2018« berichtet weltweit jedes dritte deutsche Unternehmen, dass seine Auslandsgeschäfte von Wechselkursschwankungen bedroht werden – ein im Zeitvergleich besonders hoher Wert. Mit Ausnahme von den unter etlichen US-Sanktionen stehenden Ländern Iran (75%) und Russland (71%) sehen die Betriebe das größte Wechselkursrisiko in der Türkei (79%) und in Argentinien (68%). Aber auch in Südafrika (64%), Indien (44%) und Brasilien (42%) herrschen große Sorgen mit Blick auf die heimische Währung vor.

* Dr. Volker Treier ist Stellvertretender Hauptgeschäftsführer des Deutschen Industrie- und Handelskammertags, Berlin.

DENNOCH: SCHWELLENLÄNDER SIND WIDERSTANDSFÄHIGER GEWORDEN

Die aktuellen Entwicklungen in Argentinien und der Türkei sind zweifelsfrei besorgniserregend. Der Wert des Peso hat sich seit letztem November gegenüber dem US-Dollar nahezu halbiert. Die Lira verzeichnet im Vergleich zum April trotz einer leichten Erholungsphase noch immer ein Defizit von knapp 25%. Makroökonomisch zeigen sich beide Staaten durch die Wirtschafts- und Währungskrisen schwer angeschlagen. Das türkische Wirtschaftswachstum erfährt bereits dieses Jahr einen deutlichen Knick. Nächstes Jahr droht am Bosphorus eine Stagnation. Argentinien ist derweil bereits in eine Rezession gerutscht.

Nichtsdestotrotz ist die Gefahr einer Ausbreitung der Krise auf andere aufstrebende Volkswirtschaften gering. Laut IWF werden die aufstrebenden Ökonomien auch 2018 und 2019 um fast 5% wachsen. Im Fall Argentinien und der Türkei sind die Probleme in erster Linie hausgemacht. In beiden Ländern kommt – so schmerzhaft die aktuellen Verwerfungen sind – schließlich das ökonomische Prinzip vom »rationalen Kapital« zum Tragen. Die Anteile wandern dorthin, wo unter Einbeziehung von Risikofaktoren der größte Ertrag erzielt werden kann. Schwellenländer wie Indien, Malaysia oder Indonesien haben in der Vergangenheit wirtschaftspolitische Aufgaben gründlicher erledigt und sind dementsprechend besser gegen den Abzug von ausländischem Kapital gewappnet. Der Blick auf zentrale Wirtschaftsdaten verschiedener *Emerging Markets* hilft, um die geringe Widerstandsfähigkeit von Buenos Aires und Ankara zu erklären.

Die Höhe der Staatsverschuldung scheint nicht der Auslöser der aktuellen Krise zu sein. In den meisten Schwellenländern hat sich die Staatsverschuldung zuletzt vergleichsweise positiv entwickelt. Brasilien verzeichnet mit fast 90% des Bruttoinlandsprodukts die höchste Schuldenquote unter den aufstrebenden Ökonomien. Indien ist mit knapp 70%, Argentinien mit 63%, Südafrika und Malaysia jeweils mit 56% verschuldet. Die Türkei und Russland verbuchen sogar nur ein Defizit von 33% beziehungsweise 15%.

Schwellenländer weisen traditionell eine hohe Verschuldung in Fremdwährung auf. Daher ist die Auslandsverschuldung – also alle Verbindlichkeiten des staatlichen und privaten Sektors gegenüber dem Ausland – ein aufschlussreicherer Indikator für die derzeitigen Probleme. Die Türkei ist mit über der Hälfte ihres Bruttoinlandsprodukts im Ausland verschuldet. Südafrika schuldet dem Ausland knapp die Hälfte seines Bruttoinlandsprodukts. Argentinien liegt bei 37%, Brasilien und Indien bei 26% beziehungsweise bei 20%. Angesichts dieser Zahlen wird deutlich, warum Schwellenländer bei einer Abwertung der eigenen Währung schnell in die Bredouille geraten können. Argentinien's Auslandsverschuldung wird 2018 laut IWF auf 51% steigen. Innerhalb eines Jahres erhöhen sich die Schulden des Landes damit um 14%.

Es bleibt die Frage zu klären, warum es andere Schwellenländer wie Südafrika nicht ähnlich hart getroffen hat wie die Türkei oder Argentinien. Im Frühjahr musste das Land am Kap der guten Hoffnung aufgrund einer verheerenden Dürre eine wirtschaftliche Talsohle durchschreiten und wird dieses Jahr nur um knapp 0,5% wachsen. Dennoch zeigt sich das Land relativ stabil. Der afrikanische Rand war zwar im Laufe des Jahres Schwankungen unterworfen, konnte sich jedoch leicht über dem Vorjahresniveau stabilisieren. Ein starker Anstieg der Verbraucherpreise blieb ebenfalls aus wie eine Kapitalflucht der Investoren.

Die größten Herausforderungen Argentinien und der Türkei sind die hohen Leistungsbilanzdefizite von rund 5% des Bruttoinlandsprodukts. Nach der Anhebung der Zinsen haben die Investoren das Vertrauen verloren, dass diese Defizite weiterhin durch Zufluss ausländischen Kapitals finanziert werden können – sie haben ihr Kapital abgezogen. Zum Vergleich: In Südafrika betrug das Defizit mit 2,3% nicht einmal die Hälfte. Indien verzeichnete ein Minus von 2%, Brasilien ein Minus von 0,5%.

Ein weiterer Grund für das Ausbleiben der Krise in anderen Schwellenländern ist die Struktur der Auslandsverschuldung. Ein hoher Anteil an kurzfristigen Schulden wie zum Beispiel in Form von Portfolioinvestitionen macht ein Land per se anfälliger für Wechselkursschwankungen. Bei dieser Form der Anlage stehen der Entwicklungsgedanke und der Kontrollaspekt über ein Unternehmen nicht im Mittelpunkt. Investoren können ihr Kapital zeitnah in attraktivere Anlagemärkte verlagern, wenn sich die Renditeaussichten ändern. Dem gegenüber stehen die längerfristigen Direktinvestitionen. Dabei handelt es sich um Vermögensinvestitionen. Neben dem Kapital fließen auch Technologie und Wissen in das Land. Der Investor versucht nachhaltige Strukturen vor Ort zu schaffen. Dementsprechend sind Direktinvestitionen weit weniger volatil als Portfolioinvestitionen. Insbesondere in Argentinien und der Türkei ist der Anteil an kurzfristigen Investitionen mit 12% beziehungsweise 14% überdurchschnittlich hoch. Im Vergleich kommt Südafrika lediglich auf 9%, Indien auf 4% und Brasilien auf 2,5%.

SONDERFALL ARGENTINIEN

In Argentinien wurde auch während der Erholungsphase der letzten Jahre weiterhin ein Großteil der Staatsausgaben sowie das immense Leistungsbilanzdefizit von mehr als 30 Mrd. Euro über eine hohe Auslandsverschuldung in US-Dollar finanziert. Eine stärkere Finanzierung über die Anziehung von Direktinvestitionen ist auch der Reformregierung von Präsident Macri nicht gelungen. Der wachsende Schuldenberg wurde dem Land im Frühjahr zum Verhängnis. Die Anhebung der US-Leitzinsen hat die noch immer existierenden strukturellen Probleme des Landes frei gelegt, die Anleger zum Geldabzug bewegt und den Peso letztlich

zur Abwertung gezwungen. Der vergleichsweise hohe Anteil an kurzfristigen Auslandsverbindlichkeiten hat die Lage verschärft. Insbesondere die Portfolioinvestitionen haben 2017 stark zugenommen. Dementsprechend einfach war es für Investoren, ihr Geld aus dem Markt herausziehen. Selbst das IWF-Darlehen von über 50 Mrd. Euro und Leitzinsen von 60% konnten die Kapitalflucht nicht gänzlich stoppen. Es fehlt das Vertrauen der Anleger in die Nachhaltigkeit des eigentlich positiven wirtschaftspolitischen Kurses der Regierung. Auch die deutsche Wirtschaft zeigt sich über die dortigen wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen besorgt: Knapp drei Viertel der Betriebe in Argentinien geben die Wirtschaftspolitik als großen Unsicherheitsfaktor an. Im lateinamerikanischen Durchschnitt sind es ohnehin auch hohe 52%.

Ein Übergreifen der Krise auf andere aufstrebende Ökonomien Südamerikas erscheint unwahrscheinlich. Brasiliens Expansion hat sich zwar abgeschwächt, bleibt aber im positiven Bereich. Der brasilianische Real hat ebenfalls spürbar abgewertet, jedoch bei Weitem nicht im Umfang des Pesos. Gefahr droht am Zuckerhut allerdings für den Fall, dass die neugewählte Regierung der weltweit achtgrößten Volkswirtschaft die nötigen Reformen im Land unterlässt. Für die restlichen Volkswirtschaften Südamerikas stehen die Zeichen mit Ausnahme von Venezuela in der Summe weiterhin auf Wachstum.

SONDERFALL TÜRKEI

Am Bosphorus zeigt sich eine ähnliche Entwicklung wie in Argentinien – ergänzt um eine politische Komponente. Das türkische Wachstum wurde in den letzten Jahren stark von Krediten in Fremdwährung getrieben. So hat sich in der Türkei über die Jahre ein Leistungsbilanzdefizit von fast 50 Mrd. US-Dollar pro Jahr aufgebaut. Dabei haben die hohe Kassen- und Importnachfrage die Preise sukzessive in die Höhe getrieben. Bei einem Inflationsziel von 5% lag die Preissteigerung im Jahr 2017 mit 11% mehr als doppelt so hoch. Als im Frühjahr 2018 die US-Leitzinsen gestiegen waren und gleichzeitig einige Ratingagenturen die Bonität des Landes herabgestuft hatten, geriet die heimische Währung unter Druck. Die von den Märkten geforderte Leitzinserhöhung wurde lange Zeit unterlassen. Auch in der Türkei konnten Investoren einen signifikanten Teil ihres Kapitals in kurzer Zeit problemlos abziehen.

Die später erfolgten etatistischen Eingriffe der Regierung zur Stabilisierung der Währung wie die Konvertierungspflicht konnten den Sturz der Lira nicht stoppen. Sie wurden vielmehr als Signal der Verzweiflung gesehen. Erst die deutliche Anhebung des Leitzinses von 17,75 auf 24% durch die Nationalbank im September 2018 verschaffte der türkischen Währung etwas Luft. Aktuell leidet die Wirtschaft jedoch noch immer unter einer hohen Inflationsrate. Im September erhöhten sich die Verbraucherpreise um knapp ein Viertel – so stark wie seit 15 Jahren nicht mehr. Da ein

Großteil der Geschäfte wie zum Beispiel Mietverträge in Dollar getätigt werden, haben sich die Kosten für viele Betriebe in der Türkei nahezu verdoppelt. Zahlungsausfälle und Insolvenzen sind derzeit die Folge.

Von der Türkei geht dennoch wenig Ansteckungsgefahr aus. Die Verknüpfungen zu anderen Schwellenländern sind zu gering ausgeprägt. Die türkischen Probleme sind in erster Linie länderspezifisch. Ein Einbruch des Handels träfe zunächst die engsten Wirtschaftspartner: Das sind Deutschland, Russland und China. Ein Risiko für andere vulnerable *Emerging Markets* besteht vor allem dann, wenn diese Staaten dem türkischen Beispiel von Kapitalverkehrskontrollen – oder Ankündigung derselben – nacheifern und so das Vertrauen der Kapitalgeber verspielt werden sollte.

ANSTECKUNGSEFFEKTEN VORBEUGEN

Die meisten *Emerging Markets* zeigen sich heute widerstandsfähiger als in früheren Zeiten. Die Probleme in Argentinien und der Türkei sind in erster Linie hausgemacht. Unsolide außenwirtschaftliche Defizite sowie politische Instabilität beziehungsweise Fragezeichen haben das Vertrauen der Anleger unterminiert beziehungsweise nicht überzeugend restauriert (Argentinien). Die beste Prävention gegen die Entstehung weiterer Krisenherde ist ein nachhaltiger wirtschaftspolitischer Kurs. Dazu zählt neben einer soliden Haushaltsführung auch die Stärkung des internationalen Handels und der Attrahierung ausländischer Direktinvestitionen im Rahmen von Freihandelsabkommen sowie einer Verbesserung von Standortfaktoren. Insbesondere rohstoffreichen Schwellenländern bietet sich durch Freihandelsabkommen ein lukrativer Wirtschafts- und Warenaustausch mit den Ländern der Europäischen Union. Eine rechtlich abgesicherte Investitionsregelung im Rahmen eines Abkommens wie zum Beispiel EU-Mercosur erhöht zudem die Attraktivität des Investitionsstandorts und kann helfen, neue Investoren ins Land zu ziehen.

LITERATUR

DIHK e.V. (2018), *AHK World Business Outlook*, Herbst, Berlin.

Internationaler Währungsfonds (2018), *World Economic Outlook, Challenges to Steady Growth*, Oktober, Washington DC.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2014), *Mehr Vertrauen in Marktprozesse*, Jahresgutachten 2014/2015, Wiesbaden.

Ulrich Kater*

Schwellenländer: Fester Bestandteil des Anlageuniversums

Die Bilanz Anfang des vierten Quartals war alles andere als berauschend: Finanzanlagen in Schwellenländern standen im Jahr 2018 unter keinem guten Stern. *Emerging-Markets*-Anleihen hatten sich von ihren im Sommer erreichten Tiefständen zwar stabilisiert, doch sie steuern noch immer auf das schwächste Jahresergebnis seit 2013 zu. Die Währungskrisen in der Türkei und in Argentinien haben einen erheblichen Beitrag zu der negativen Entwicklung 2018 geleistet. Die Panik, die beide Märkte phasenweise erfasst hatte, war zwar nicht auf andere Länder übersprungen, doch der makroökonomische Rahmen aller Länder wurde vor dem Hintergrund der beiden Krisen genauer unter die Lupe genommen. Durch den Test gefallen sind wie schon 2013 in erster Linie die Länder mit den höchsten Leistungsbilanzdefiziten: So zählten der südafrikanische Rand mit einem Rückgang von 12,2% in den ersten drei Quartalen, die indische Rupie (12,0%), die indonesische Rupiah (-8,9%), der philippinische Peso (-7,3%) und der chilenische Peso (-6,8%) zu den größten Verlierern unter den Währungen. Der brasilianische Real (-17,6%) und der russische Rubel (12,2%) kamen aufgrund der anhaltenden politischen Unsicherheit mit Blick auf die mittlerweile abgeschlossenen Wahlen in Brasilien und die lange Zeit drohende Verschärfung der Sanktionen für Russland noch weiter unter Druck. Zusätzlich stiegen die Renditen von Lokalanleihen der Schwellenländer, was Kursverluste auslöste. In der Gesamtertragsschau wurden diese Kursrückgänge zwar durch die Kuponzahlungen abgemildert, das reine Rentenergebnis lag aber immernoch bei -0,4%, hinzu kommt das Währungsergebnis des Index für EM-Inlandswährungsanleihen mit zusätzlichen -10,2%. Im Gegensatz dazu hielt sich der Markt für EM-Hartwährungsanleihen deutlich besser: Der hier maßgebliche Index verlor von Jahresbeginn bis zum Ende des dritten Quartals lediglich 3,0%. Ein ähnliches Bild bietet sich auf der Aktienseite: Ein breiter Marktindex über alle Schwellenländer wies von Jahresanfang bis Anfang des vierten Quartals einen Rückgang von 13,7% auf.

Die Entwicklungen in diesem Jahr, insbesondere zur Jahresmitte, haben die Angst vor einer generellen Schwellenländerkrise geschürt. Währungs- und Finanzkrisen gehören landläufig immer noch zu den Definitionsmerkmalen von Schwellenländern. Die Häufigkeit von staatlichen Zahlungsausfällen und Währungsschocks in den vergangenen Jahrzehnten scheinen das zu bestätigen. Dass die letzte große

Finanzkrise ausnahmsweise einmal nicht die Schwellenländer, sondern die »Industrieländer« betraf, gilt weiterhin als Ausnahme von der Regel.

Allerdings ist in den vergangenen Jahren eine stärkere Widerstandskraft der Schwellenländer gegenüber finanzwirtschaftlichen Störfaktoren zu erkennen. Nicht zuletzt sind die beiden letzten Belastungsphasen der Jahre 2013 und 2018 ohne eine weitergehende Ansteckung und damit ohne eine »Schwellenländerkrise« bewältigt worden. Dass es dabei zu lokalen Krisen in einzelnen Ländern gekommen ist, 2013 in Brasilien und in Indien, gegenwärtig in der Türkei und – wieder einmal – in Argentinien verdeutlicht vielleicht am besten, auf welchem Weg die Gruppe der Schwellenländer ist, nämlich auf einem Weg der Ausdifferenzierung, auf dem es krisenanfällige Volkswirtschaften ebenso gibt wie krisenresistente.

KAPITALFLÜSSE ÜBERRASCHEND STABIL

Bei allen individuellen Unterschieden war das Drehbuch der vergangenen Schwellenländerkrisen ähnlich. Eine zentrale Rolle spielten jeweils die Kapitalströme. Hohe Kapitalzuflüsse ermöglichten Schwellenländern Leistungsbilanzdefizite und damit die Verschuldung im Ausland, ebenso wie sie inländische Kreditbooms antrieben. Mit der Zeit wandelt sich die Struktur der Kapitalzuflüsse mehr und mehr von Direktinvestitionen hin zu Finanzinvestitionen mit der Tendenz zu immer kürzeren Laufzeiten. Insbesondere feste Wechselkursregimes fördern solches Investorenverhalten, zumindest solange sie glaubwürdig sind. Dauert der Zyklus lange genug an, ist die Gefahr von Übertreibungen groß – Wachstum und makroökonomische Stabilität bleiben hinter den Erwartungen zurück. Politische oder ökonomische Schocks führen dann zu plötzlichem Kapitalabzug mit gesamtwirtschaftlich erheblichen negativen Konsequenzen. Die Wechselkursanbindung kann nicht mehr aufrechterhalten werden. Zahlungsausfälle, Inflation und Zinserhöhungen führen die Länder in schwere Anpassungskrisen.

Daher überrascht es nicht, dass die geldpolitische Wende in den USA für die Schwellenländer das beherrschende Thema ist, seitdem der damalige US-Notenbankchef Ben Bernanke sie im Mai 2013 eingeleitet hat. Diese geldpolitische Schubumkehr hat mittlerweile die Weltfinanzmärkte erreicht und ist im Jahr 2018 weit vor allen weltpolitischen Einflussfaktoren der Haupttreiber der Kursverluste bei Aktien und Anleihen gewesen. An den Finanzmärkten der *Emerging Markets* war die geldpolitische Wende bereits wesentlich früher angekommen. Bereits sehr früh nach der bloßen Ankündigung der Fed, ihr Anleihekaufprogramm auslaufen zu lassen, bestand die Sorge, dass steigende US-Zinsen zu einer Umkehr der Kapitalströme führen könnten. Die Daten der nachfolgenden Jahre deuteten denn auch auf steigende Kapitalabflüsse hin: Im Jahr 2015 lag der



Ulrich Kater

* Dr. Ulrich Kater ist Chefvolkswirt bei der Deka Bank, Frankfurt am Main.

private Nettokapitalabfluss aus Schwellenländern bei 739 Mrd. US-Dollar. 2013 war es noch zu einem Nettozufluss in Höhe von 297 Mrd. US-Dollar gekommen, so dass sich der Saldo innerhalb von zwei Jahren um über eine Billion US-Dollar verschlechtert hatte. Dieser private Kapitalabfluss wurde von massiven Devisenmarktinterventionen begleitet, in dem Versuch der Zentralbanken, ihre Währungen zu stabilisieren. Die Zentralbanken der Schwellenländer veräußerten 2015 netto Währungsreserven in Höhe von 496 Mrd. US-Dollar, während 2013 die Reserven noch um 533 Mrd. US-Dollar gestiegen waren. 2016 lagen die Nettokapitalabflüsse mit 373 Mrd. US-Dollar erneut auf hohem Niveau. Die Währungsreserven schrumpften um weitere 236 Mrd. US-Dollar. Es handelte sich bei dieser Umkehr der Kapitalflüsse jedoch nicht um einen allgemeinen Trend: Wie so viele Schwellenländerstatistiken wird auch diese von der Entwicklung in China dominiert. Von den gesamten privaten Nettoabflüssen des Jahres 2015 in Höhe von 739 Mrd. US-Dollar entfielen 680 Mrd. auf Nettoabflüsse aus China. 2016 lagen die Nettoabflüsse aus China bei 460 Mrd. US-Dollar. Bei einem Gesamtabfluss aus den *Emerging Markets* von 373 Mrd. US-Dollar bedeutet dies für die übrigen Länder sogar einen Nettozufluss in Höhe von 87 Mrd. US-Dollar. Diese Zahlen konnten so gedeutet werden, dass sich Schwellenländer im Allgemeinen noch einigermaßen stabil hielten, während sich in China eine bedrohliche Entwicklung andeutete – allerdings waren hier weniger die Umkehr internationale Investoren als vielmehr die Anlageentscheidungen von Inländern oder sogar staatliche Direktinvestitionen im Ausland ursächlich. China reagierte auf diese Bedrohung mit Einschränkung der Konvertibilität, nachdem vorher ein Viertel der hohen Devisenreserven zur Stützung der Währung aufgewendet wurden, um eine starke Abwertung zu verhindern. Zwar hängt das Damoklesschwert der Kapitalflucht weiterhin über dem Land und verhindert über notwendige Konvertibilitätsbeschränkungen die weitere Entwicklung zur Weltreservewährung, das akute Problem hoher Kapitalabflüsse wurde allerdings effektiv behoben.

In großen Schwellenländern wie Brasilien, Südafrika, der Türkei, Indien und Indonesien haben flexible Wechselkurse in den vergangenen Jahren zur Moderierung von Ungleichgewichten beigetragen. So steuert die Türkei mittlerweile auf eine ausgeglichene Leistungsbilanz hin. Dass *Emerging Markets* jedoch generell zu flexiblen Wechselkursregimes übergegangen sind, lässt sich nicht belegen. In den 1990er Jahren ließen tatsächlich nur ein gutes Drittel der Schwellenländer den Außenwert ihrer Währung frei schwanken. Nach der Asienkrise stieg dieser Anteil zwar auf 60% an, um danach jedoch wieder deutlich zurückzufallen. Auch heute haben etwa nur die Hälfte der Schwellenländer flexible Wechselkursregimes. Während etwa Länder wie Russland, Kasachstan oder Paraguay in

der jüngeren Vergangenheit zu flexiblen Wechselkursen übergegangen sind, haben Länder wie Algerien, Angola, die Dominikanische Republik oder Kroatien den entgegengesetzten Weg eingeschlagen.

HOHE VERSCHULDUNG GRUND ZUR BESORGNIS

Einen generellen Grund zur Besorgnis bilden die stark gestiegenen Verschuldungsniveaus in den Schwellenländern. Seit dem Jahr der Finanzkrise 2008 sind die Verschuldungsquoten (alle Sektoren) der Schwellenländer im Durchschnitt von 146 auf 211% in Relation zum BIP angestiegen. Allerdings lohnt es sich auch hier, hinter die Zahlen zu schauen. Denn auch hier ist ein Großteil der Verschuldungszunahme der chinesischen Konjunkturprogramme nach der Finanzkrise zuzuschreiben, die bei der staatlichen Verschuldung, mehr aber noch bei den Schuldenquoten von Unternehmen und Haushalten zu erheblichen Zuwächsen geführt hat. Nur relativ wenige andere Schwellenländer haben einen ähnlich bedenklichen Weg gewählt, bei dem der Anstieg der Verschuldung durch die Entwicklung von Realwirtschaft oder die notwendige finanzielle Vertiefung im Entwicklungsprozess nicht zu rechtfertigen ist.

Im Gegenteil lassen sich für die gegenwärtig zu beobachtende Widerstandskraft gegen die negativen Wirkungen einer strafferen US-Geldpolitik in vielen Ländern sogar verbesserte Finanzrelationen anführen. So sind die Währungsreserven in den meisten Schwellenländern heute deutlich höher als etwa in den 1990er Jahren. Die Krisenkandidaten der Vergangenheit, angefangen von Thailand, Indonesien und Malaysia 1997 über Russland 1998 bis hin zu Argentinien 2001, wiesen vor ihren damaligen Krisenerfahrungen deutlich geringere Währungsreserven als kurzfristige Auslandsschulden auf. Heute ist dies nur bei der Türkei sowie der Ukraine der Fall. Die meisten Länder verzeichnen doppelt so hohe Reserven im Vergleich zu ihren kurzlaufenden Verbindlichkeiten im Ausland. Dies sorgt für ein größeres Vertrauen bei Investoren und schafft in Stressperioden Zeit für die makroökonomische Anpassung. Dies ermöglicht es auch, die in den vergangenen Jahren angestiegene Verschuldung in harter Währung zu rechtfertigen. Fremdwährungen spielen dabei gegenwärtig für die staatlichen Schulden eine geringe Rolle: Außerhalb Chinas liegen die Volumina der staatlichen Verbindlichkeiten in Fremdwährung bei durchschnittlich unter 10% gemessen am heimischen BIP. Die chinesische Staatsschuld etwa ist dabei zu fast 100% in heimischer Währung denominiert. China selber sollte bei der langen Historie von Leistungsbilanzüberschüssen und einer weiterhin nicht vollständig konvertiblen Währung noch eine Weile lang von außenwirtschaftlichen Krisen verschont sein. Allerdings steuert das Land auf eine außenwirtschaftliche Zeitenwende zu. Hier wird es in den kommenden Jahren darauf ankommen, ob das Land die

notwendigen Kapitalimporte generieren kann, die es bei einem absehbaren Defizit in der Leistungsbilanz benötigt.

Etwas anders sieht es im Unternehmenssektor aus, wo außerhalb Chinas etwa 20% Hartwährungsverschuldung in Relation zum BIP auftritt. Wenngleich die Unternehmenssektoren der *Emerging Markets* mit etwa 50% in Relation zum BIP nicht übermäßig verschuldet sind, stellt der Anteil der Hartwährungsverschuldung bei starken Abwertungen der heimischen Währung wohl das größte Problem der gegenwärtigen Konstellation dar. Dies gilt besonders für Länder wie die Türkei, Ungarn und Chile, wo diese Anteile bedeutend höher sind als im Durchschnitt der Schwellenländer.

Grundsätzlich liegt in diesen gegenüber vergangenen Krisenzeiten deutlich verbesserten Finanzkennziffern die Ursache für die Widerstandskraft gegenüber dem Straffungskurs der Notenbanken. Hinzu kommt ein Erwartungseffekt. Der gegenwärtige Straffungszyklus der westlichen Notenbanken ist der erste, der langfristig angekündigt ist. Die langfristige Führung, die Notenbanken wie die Fed oder die EZB, den Märkten heute geben, stammt aus dem Instrumentenkasten der unkonventionellen Krisenbekämpfung. Sie diente in der Krise dazu, das Zinsniveau in der Breite auf möglichst niedrige Niveaus zu schleusen. Heute, im Zinsanstieg, haben die Marktteilnehmer mit der langfristigen Kommunikation der Notenbanken einen Maßstab, der gegenwärtig die langfristigen Zinserwartungen auf niedrigem Niveau verankert.

Darüber hinaus werden die Notenbanken gegenwärtig auch nicht von einer inflationären Entwicklung vor sich hergetrieben. Dies ermöglicht es ihnen, den geldpolitischen Straffungskurs jederzeit aussetzen zu können, sollten sich zu stark negative realwirtschaftliche Rückwirkungen ergeben. Inwieweit die Fed dabei außenwirtschaftliche Rückwirkungen in ihre Reaktionsfunktion einbezieht, ist derzeit ungewiss. Allerdings kann es auch der US-Notenbank nicht völlig gleichgültig sein, wenn die Hälfte der Weltwirtschaft in die Rezession abgleitet.

Nach wie vor stehen die *Emerging Markets* für zwei Drittel des Wachstums der Weltwirtschaft. Die durchschnittlichen Wachstumsraten der *Emerging Markets* liegen ohne China bei über 4%. Daher sind heute *Emerging Markets* ein festerer und stabilerer Bestandteil der Investorenlandschaft auf der Welt, zumal die institutionelle und makroökonomische Stabilität sowie die Entwicklung der Finanzmärkte in diesen Ländern zumindest bis in die letzten Jahre hinein deutliche Fortschritte gemacht hat – wie sich jüngste Rückschritte auf diesem Gebiet weiterentwickeln, bleibt jedoch genau zu beobachten. Trotz einer deutlichen Zunahme von Verschuldung in den Schwellenländern in den Jahren nach der Finanzkrise sorgen im Durchschnitt moderate Finanzkennzahlen für ausreichendes Vertrauen in die Finanzmärkte der Schwellenländer. Dies wird jedoch

nicht verhindern, dass Investitionen in Schwellenländern aufgrund systematischer oder ideosynchroner Faktoren auch künftig eine höhere Volatilität aufweisen werden als solche in den etablierteren Finanzmärkten.

Jörg Krämer* und Ulrich Leuchtmann** Schwellenländer: Besser als ihr Ruf



Jörg Krämer



Ulrich Leuchtmann

DIE KRISEN-STORY

Die Geschichte hinter der Angst vor einer drohenden Krise der Schwellenländer ist schnell erzählt: Die acht Zinserhöhungen der US-Notenbank seit 2015 haben den Zinsvorteil von Investitionen in den Schwellenländern gegenüber Investitionen in den USA deutlich reduziert. Das macht es für die Schwellenländer schwieriger, an dringend benötigtes internationales Kapital zu kommen – mit potenziell bösen Folgen für ihre Volkswirtschaften.

In den letzten Jahren war es – angesichts der Null- oder Negativzinspolitik in vielen Industrieländern – für Schwellenländer einfach, Kapital anzulocken, das auf der »Jagd nach Rendite« war. Mittlerweile ist das schwerer geworden und könnte in Zukunft noch schwerer werden, wenn weiter steigende Leitzinsen in den USA und vielleicht sogar eine weniger expansive Geldpolitik im Euroraum oder in Japan diese »Jagd nach Rendite« bremsen. Nun zeigt aber die Erfahrung (z.B. die Asienkrise 1997/98), dass sich Schwellenländer in der Vergangenheit häufig an den ständigen Zufluss ausländischen Kapitals gewöhnten und ein Ausbleiben oder auch nur eine Reduktion zu Anpassungskrisen führten. Das – so die Pessimisten – droht auch heute, zumal die Leistungsbilanz der Schwellenländer insgesamt (ohne China – das ist ein Sonderfall) seit 2014 wieder im Defizit ist, die Schwellenländer also wieder Nettokapitalimporteure sind, anders als in den frühen 2000er Jahren (vgl. Abb. 1.)

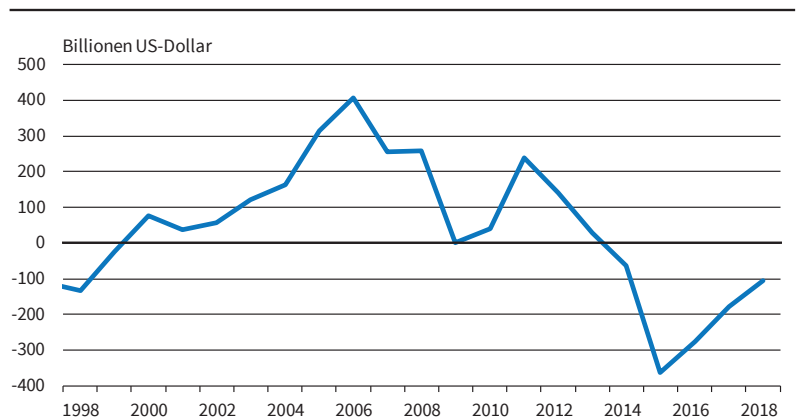
WIE STARK STEIGEN DIE RENDITEN IN DEN INDUSTRIELÄNDERN?

Dieser Argumentation ist entgegenzuhalten, dass die eigentlich relevanten realen Renditen trotz ihres jüngsten Anstiegs selbst in den USA weiterhin im langfristigen Vergleich niedrig sind und etwa in Deutschland auf Tiefstständen notieren. Zwar dürften die realen Renditen wegen des Ausstiegs der Zentralbanken aus der expansiven Geldpolitik anziehen. Aber vermutlich dürften sie nicht auf die Niveaus von vor der Finanzkrise

zurückkehren. Schließlich stehen die Zentralbanken vieler Industriestaaten unter dem Einfluss der Politiker und werden noch lange große Mengen an Staatsanleihen halten, was die realen Renditen drückt. Darüber hinaus könnte etwa die Alterung vieler westlicher Gesellschaften die Nachfrage nach Anlagen erhöhen, was den Realzins ebenfalls senkt. All das spricht für einen gleichgewichtigen Realzins, der im Vergleich zu den Niveaus der frühen 2000er und der 1990er Jahre niedrig ist. Nimmt man weiterhin an, dass eine sinkende Arbeitslosenquote die Inflation in den Industrieländern heutzutage weniger steigen lässt als vor der Finanzkrise (flachere Phillips-Kurve), dürften die großen Zentralbanken mittlerweile weniger Anlass sehen, mit Zinsen deutlich über den Gleichgewichtsniveaus gegen Inflationsrisiken vorzugehen.

Somit liegt in den USA wohl der größte Teil des Anstiegs der realen Renditen hinter uns, und der Anstieg der realen Renditen in den übrigen Industrieländern dürfte relativ gering ausfallen. Die Attraktivität von Anlagen in den Industrieländern nimmt im Vergleich zu denen in den Schwellenländern also nur wenig zu. Die Gefahr für die Kapitalzufuhr in die Schwellenländer sollte sich in Grenzen halten. Diese Überlegungen sind beruhigend für die Schwellenländer. Trotzdem ist nicht ausgeschlossen, dass es dort zu Krisen kommen könnte. Solange nämlich nicht klar ist, ob strukturelle Faktoren in den Industrieländern die Realrenditen wirklich dauerhaft reduziert haben, und solange unsicher bleibt, ob die Fed nicht doch mit Leitzinsen deutlich über dem Gleichgewichtsniveau Inflationsrisiken begegnen muss, solange bleiben die Kapitalströme in Schwellenländer fragil. Die Angst, dass es doch anders kommt, könnte ausreichen, eine umfassende Krise auszulösen, falls die Schwellenländer so fragil sind, dass die Investoren nervös werden. Doch sind die meisten Schwellenländer in dieser Hinsicht relativ robust.

Abb. 1
Leistungsbilanzsaldo
Schwellenländer ohne China



* Dr. Jörg Krämer ist Chefvolkswirt bei der Commerzbank AG.

** Ulrich Leuchtmann ist Leiter »Devisenanalyse« bei der Commerzbank AG.

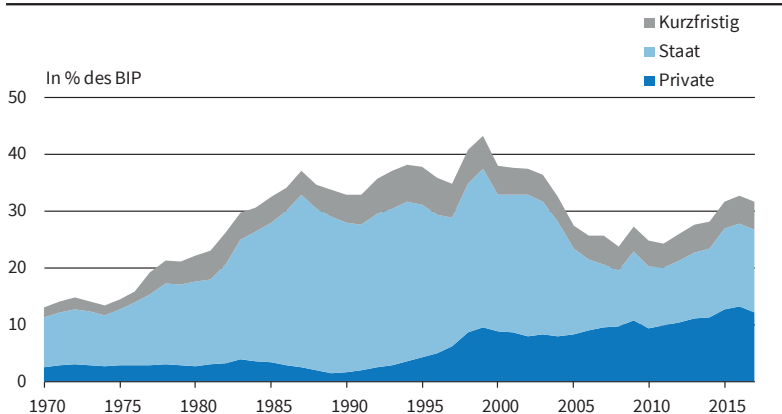
Anmerkung: IWF-Schätzung für das Jahr 2018.

Quelle: IWF; WEO.

© ifo Institut

Abb. 2

Auslandsverschuldung der Schwellenländer mit mittlerem Pro-Kopf-Einkommen
Schwellenländer ohne China



Anmerkung: Aufteilung der langfristigen Schulden in Private (nicht garantiert) und Staat (inkl. staatliche Garantien).
Quelle: Weltbank IDS; Commerzbank Research. © ifo Institut

DIE VERSCHULDUNGSSITUATION IST IN DEN MEISTEN FÄLLEN WENIG ALARMIEREND

Netto importieren die Schwellenländer (ohne China)¹ Kapital (vgl. Abb. 1). Allerdings ist das grundsätzlich nicht besorgniserregend. Ungewöhnlich waren vielmehr die frühen 2000er Jahre – als es andersherum war und die Schwellenländer netto Kapital exportierten, obwohl für ihren wirtschaftlichen Aufholprozess Kapital auf dem Ausland hilfreich gewesen wäre. In diesem Sinn sind Kapitalimporte der Schwellenländer – wie sie ab 2014 zu beobachten sind – der Normalzustand.

Ihre Kehrseite sind freilich zunehmende Auslandsschulden der Schwellenländer. Die Bruttoauslandsschulden (die für das Entstehen von Krisen oft relevanter sind als die Nettovermögenspositionen²) der Schwellenländer mit mittlerem Pro-Kopf-Einkommen³ nehmen in der Tat in den letzten Jahren wieder zu (vgl. Abb. 2). Allerdings besteht kein Anlass zu Alarmismus. Denn die Auslandsschulden haben längst noch nicht die Höchststände erreicht, die 1997 maßgeblich für den Ausbruch der Schwellenländerkrise verantwortlich waren.

Unter den großen Schwellenländern (die für eine sich ausbreitende Krise am rele-

¹ China nimmt in dieser Gruppe sowohl aufgrund seiner Größe als auch aufgrund anderer Besonderheiten (s.u.) eine Sonderrolle in. Daher klammern wir China aus.
² Dies gilt insbesondere, weil der Anteil der privaten Gläubiger an den Auslandsschulden mittlerweile hoch ist, siehe Abbildung 1.
³ Diese Gruppe ist für die internationalen Kapitalströme besonders relevant. Daher kommt es bei der Beurteilung der Krisenempfindlichkeit der Schwellenländer insgesamt vor allem auf sie an.

vantesten sind) ist die Bruttoauslandsverschuldung vor allem in der Türkei (54% des BIP) und in Südafrika (49% des BIP, vgl. Abb. 3) hoch. Jedoch sind Südafrikas Auslandsschulden größtenteils (52%) in heimischer Währung denominated. Eine Spirale aus Währungsabwertung und zunehmender Schuldenlast droht hier kaum. Ähnliches gilt für Indien, Mexiko und Russland, wo zwar die Fremdwährungsschulden überwiegen, deren Bestand jedoch weniger als die Exporterlöse eines Jahres ausmacht. Während Brasilien bei diesem Vergleich wackelig

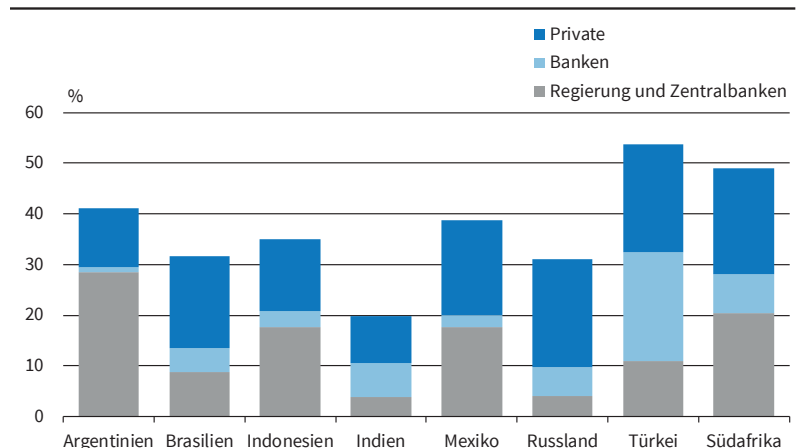
erscheint, muss man bedenken, dass rund 36% der brasilianischen Auslandsschulden konzerninterne Kredite sind, die weitaus weniger krisenanfällig sind als Bankkredite oder Wertpapiere. Für Russland beträgt diese Quote immerhin rund 30%.

Unter den großen Schwellenländern bleiben Argentinien und die Türkei als »Wackelkandidaten« übrig. Ihre recht hohen Auslandsschulden sind überwiegend in Fremdwährungen denominated, die mittelfristig kaum mit Exporterlösen gedeckt werden können. Für die Türkei gilt darüber hinaus, dass der Bruttoauslandsverschuldung nur wenig Forderungen gegenüber dem Ausland gegenüberstehen. Die Nettoauslandsverschuldung der türkischen Volkswirtschaft gegenüber dem Rest der Welt beträgt fast 50% des BIP – der Spitzenwert in der betrachteten Gruppe von Volkswirtschaften.

Es gibt also unter den Schwellenländern in der Tat Volkswirtschaften (insbesondere die Türkei, aber auch Argentinien), deren Auslandsverschuldung besorgniserregend ist. Allerdings trifft das nicht für

Abb. 3

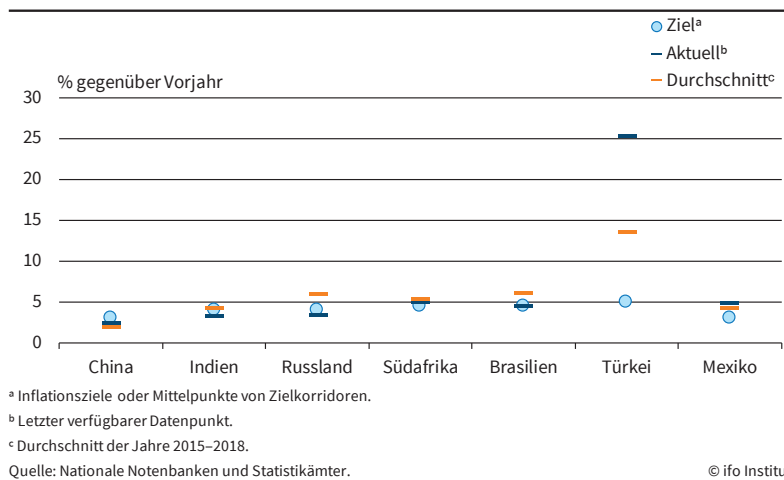
Auslandsverschuldung großer Schwellenländer
Im Verhältnis zum BIP



Quelle: Weltbank QEDS; IWF IFS; Commerzbank Research. © ifo Institut

Abb. 4

Inflationsraten- und ziele in ausgewählten Schwellenländern
Schwellenländer ohne China



das Gros der Schwellenländer zu. Eine umfassende Krise der Schwellenländer ist wenig wahrscheinlich, auch wenn Krisen einzelner Schwellenländer nicht ausgeschlossen werden können.

DIE GELDPOLITIK DER SCHWELLENLÄNDER IST BESSER GEWORDEN

Vielleicht noch entscheidender für die Krisenanfälligkeit der Schwellenländer als die Verschuldungssituation ist ein anderer Faktor: deren Geldpolitik. Eine hinreichend reagible Geldpolitik kann den Effekt steigender US-Zins- und Renditeniveaus kompensieren. Gelingt es der Geldpolitik auf diesem Wege, einen Absturz ihrer Währung zu verhindern, entgehen die Schwellenländer dem Teufelskreis aus Währungsabwertung und Schuldenlast, bevor er entsteht. Probleme der Auslandsverschuldung treten dann in den Hintergrund.

Hier liegt der wesentliche Unterschied zu den krisengeplagten 1980er und 1990er Jahren. Denn mittlerweile verfolgen Zentralbanken in vielen großen Schwellenländern eine Strategie der direkten Inflationssteuerung und besitzen meist eine recht weitgehende Unabhängigkeit. Damit ist der institutionelle Rahmen für eine inflationsbekämpfende und krisenresistente Geldpolitik gesetzt. Tatsächlich können die Zentralbanken vieler großer Schwellenländer Erfolge vorweisen. So ist es ihnen in den letzten Jahren in der Regel gelungen, ihre Inflationsziele zu erreichen (vgl. Abb. 4). Ausnahmen sind auch hier wieder Argentinien und die Türkei.

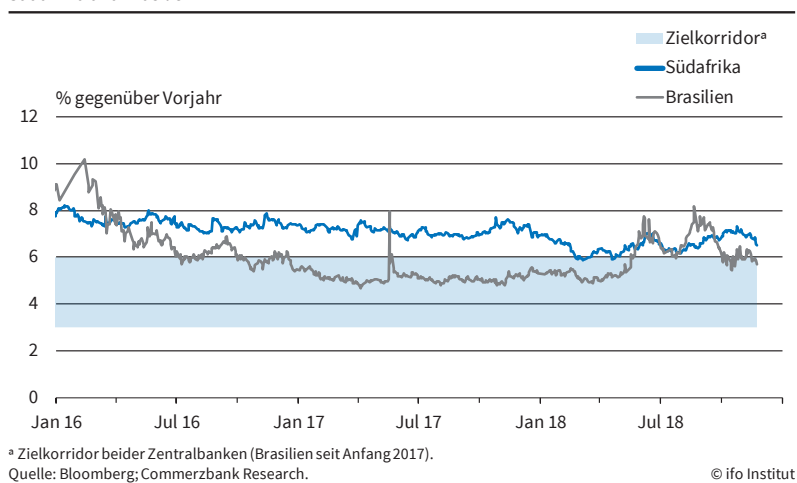
Einige Beobachter argumentieren, das globale Niedriginflationsumfeld der jüngsten Vergangenheit habe es den Zentralbanken besonders leicht gemacht, ihre Inflationsziele zu erreichen. Dieser Vorwurf ist freilich nicht fair. So hat etwa die russische Zentralbank in der Rezession von 2015/16 der Versuchung widerstanden, den Leitzins zu schnell zu senken, und hielt ihn bis Sommer 2016 bei 10%. Damit hat sie sicherlich die Rezession verlängert. Doch dafür hat sie sich Glaubwürdigkeit bei der Inflationsbekämpfung erworben. Ähnliches haben andere Zentralbanken erreicht, denen es gelungen ist, die langfristigen Inflationserwartungen im Wesentlichen mit nur geringen Risikoaufschlägen über ihren Zielkorridoren zu stabilisieren (vgl. Abb. 5).

Diese Erfolge können sie nun nutzen. Der große Vorteil einer glaubwürdig inflationsbekämpfenden Geldpolitik ist, dass sie mit geringem Mitteleinsatz ihre Ziele erreichen kann. Da Inflationserwartungen mittelfristig der wesentliche Treiber von Inflation sind, müssen Zentralbanken, die die Inflationserwartungen erfolgreich stabilisiert haben, ihre Geldpolitik in Phasen von Währungsschwäche nur minimal straffen, um akzelerierende Währungsschwäche und Inflation zu verhindern. Glaubwürdige Zentralbanken können so mit minimalem realwirtschaftlichem Schmerz (idealerweise: mit verbalen Mitteln) ihre Ziele erreichen. Eine Zentralbank, der man zutraut, realwirtschaftlichen Schmerz auszuhalten, braucht diesen Schmerz nicht zu erzeugen. In vielen Schwellenländern dürften Zentralbanken in den letzten Jahren genügend Glaubwürdigkeit erworben haben, dass das gelingen kann.

Diese Erfolge können sie nun nutzen. Der große Vorteil einer glaubwürdig inflationsbekämpfenden Geldpolitik ist, dass sie mit geringem Mitteleinsatz ihre Ziele erreichen kann. Da Inflationserwartungen mittelfristig der wesentliche Treiber von Inflation sind, müssen Zentralbanken, die die Inflationserwartungen erfolgreich stabilisiert haben, ihre Geldpolitik in Phasen von Währungsschwäche nur minimal straffen, um akzelerierende Währungsschwäche und Inflation zu verhindern. Glaubwürdige Zentralbanken können so mit minimalem realwirtschaftlichem Schmerz (idealerweise: mit verbalen Mitteln) ihre Ziele erreichen. Eine Zentralbank, der man zutraut, realwirtschaftlichen Schmerz auszuhalten, braucht diesen Schmerz nicht zu erzeugen. In vielen Schwellenländern dürften Zentralbanken in den letzten Jahren genügend Glaubwürdigkeit erworben haben, dass das gelingen kann.

Abb. 5

Langfristige marktbasierete Inflationserwartungen
Südafrika und Brasilien



Setzen Regierungen das jedoch aufs Spiel und greifen die Unabhängigkeit der Notenbanken an, würde das im jetzigen Umfeld fatal wirken. Das zeigt der Fall der Türkei, wo ein Einmischen des Staatspräsidenten in die Geldpolitik und ein zu langes Abwarten der Zentralbank im Kampf gegen eine steigende Inflation im Spätsommer eine krisenhafte Währungsschwäche auslösten. Wo eine solche Einmischung aber unterbleibt und wo Zentralbanken früh und hinreichend deutlich auf eine Währungsschwäche und eine steigende Inflation reagieren, dürften sie in der Lage sein, krisenhafte Zustände bei vertretbaren negativen Nebenwirkungen auf ihre Realwirtschaften zu verhindern.

»KEINE KRISE« HEISST NICHT »ROSIGE ZEITEN«

Das Ausbleiben einer Krise bedeutet aber nicht, dass die Schwellenländer zum ungewöhnlich hohen Wachstum der frühen 2000er Jahre zurückkehren. Erstens dürfte sich das Wachstum in den Industrieländern abkühlen. Zweitens wird der Welthandel wegen des Protektionismus nur verhalten wachsen. Drittens leidet China auch an hausgemachten Problemen, so dass sein Wirtschaftswachstum auch ohne Trumps Handelskrieg nachlassen sollte, was auf die anderen Schwellenländer Ostasiens abstrahlt. Der Wachstumsvorsprung der Schwellenländer gegenüber den Industrieländern sollte weiter zurückgehen, auch wenn den meisten Schwellenländern eine Krise wie Ende der 1990er Jahre erspart bleiben dürfte.

Valentin Lang*

Schwellenländer in der Krise: Hilft der IWF?

Einige der weltweit größten Schwellenländer stehen derzeit vor neuen Wirtschaftskrisen. In Argentinien verliert der Peso seit Monaten stark an Wert, und Investoren verlieren allmählich das Vertrauen in die Kreditwürdigkeit des Landes. Ähnliches geschieht in der Türkei. Auch die Lira wurde in den letzten Monaten stark abgewertet. Gleichzeitig sieht sich Brasilien nach massiven Korruptionsskandalen und turbulenten Präsidentschaftswahlen mit immer größer werdenden Staatsschulden konfrontiert. Auch das zuletzt schnell wachsende Pakistan befindet sich wegen seines großen Leistungsbilanzdefizits in der Krise und hat gewaltige Probleme seine Importe zu finanzieren.

Einige dieser Länder haben bereits den Internationalen Währungsfonds (IWF) um Hilfe gebeten. Argentinien bekommt seit Mitte des Jahres IWF-Kredite. Im Oktober wurden diese in Nachverhandlungen weiter erhöht. Auch mit Pakistan steht der IWF in Verhandlungen über ein neues Kreditprogramm (Stand: November). Ob die Türkei in solche Verhandlungen eintreten soll, wird bereits seit Monaten debattiert. Die Frage, ob der IWF diesen Schwellenländern aus der Krise helfen kann, drängt sich also auf.

ALTE BEKANNTE DES IWF

Bei genauerer Betrachtung fällt zunächst auf, dass die meisten dieser Länder die Hilfe des IWF nicht zum ersten Mal in Anspruch nehmen. Ganz im Gegenteil. Sie gehören zu den häufigsten Kunden des IWF. Ein neu aufgelegtes IWF-Programm für Pakistan wäre seit den 1980er Jahren das bereits dreizehnte für das Land. Brasilien und die Türkei haben in der jüngeren Vergangenheit einige der größten IWF-Kredite aller Zeiten erhalten. Und Argentinien hat während der letzten vier Jahrzehnte – wie viele lateinamerikanische Länder – gar mehr Zeit mit einem IWF-Programm verbracht als ohne.

Dieses Muster ist der wissenschaftlichen Literatur zum IWF seit längerem bekannt. Länder, die an IWF-Programmen teilgenommen haben, leiden häufig unter einer starken »Rückfälligkeit«. So zeigt sich deutlich, dass die meisten Länder nicht nur einmal und kurzfristig an IWF-Programmen teilnehmen, sondern wiederholt und über einen längeren Zeitraum hinweg. Oft werden Programme verlängert, vergrößert, oder sie beginnen kurze Zeit nach Abschluss wieder von neuem. So entwickeln viele Länder offenbar eine gewisse Abhängigkeit von IWF-Geldern. Die Programme scheinen die Länder nur selten in die Lage zu versetzen, langfristig auf eigenen Beinen stehen zu können.

* Dr. Valentin Lang ist am Lehrstuhl für Internationale Beziehungen und Politische Ökonomie an der Universität Zürich.



Valentin Lang

Zu diesem Trend der immer länger andauernden IWF-Programme gesellt sich, dass die Konditionen, an welche die IWF-Kredite geknüpft sind, über die Jahrzehnte hinweg immer detaillierter und tiefgreifender geworden sind. Die vom Währungsfonds geforderten Reformen beziehen sich inzwischen auf eine sehr breite Palette an Politikfeldern. Es ist heutzutage keine Seltenheit mehr, dass die Kredite an spezifische Maßnahmen in den Bereichen der Geldpolitik, der Staatsausgaben, des Arbeitsmarkts, des öffentlichen Sektors und der Sozialpolitik gekoppelt sind.

Viele Regierungen, die eine Zusammenarbeit mit dem IWF in Betracht ziehen, fürchten diese Reformen. Zum einen können die Sparmaßnahmen teilweise zu drastischen Wachstumseinbrüchen führen. Gut zu beobachten war dies zuletzt etwa im Rahmen der Euro-Krise in Ländern wie Griechenland. (Laut dem damaligen IWF-Chefökonom Olivier Blanchard hatte der IWF die negativen Auswirkungen der Sparmaßnahmen auf das BIP der Krisenländer sogar noch unterschätzt.) Zum anderen führen Maßnahmen wie Privatisierungen, Arbeitsmarktreformen und Kürzungen im öffentlichen Sektor bei Teilen der Wählerschaft zu Arbeitsplatzverlusten und Gehaltseinbußen. Durch den so hervorgerufenen Unmut bedrohen sie oftmals das politische Überleben der Regierung.

Ursprünglich war der IWF nicht dafür konzipiert, derlei lang andauernde und umfassende Programme für Krisenländer durchzuführen. Vielmehr sollte die internationale Organisation Ländern, die in Zahlungsbilanzkrisen steckten, kurzfristig Liquidität zur Verfügung stellen. Über die Jahre hinweg hat der IWF beim Versuch die tieferliegenden, strukturellen Ursachen dieser Krisen zu bekämpfen, seinen Aufgabenbereich jedoch zunehmend ausgeweitet. Seine Programme richten sich inzwischen nicht mehr nur an Länder, die akute Probleme mit ihrer Zahlungsbilanz haben, sondern auch an solche, die unter strukturellen Schwächen, Banken Krisen und hohen Staatschulden leiden.

IWF-PROGRAMME: STIGMA ODER GÜTESIEGEL?

Dies hat zu der Sorge geführt, das Eingreifen des IWF könne negative Signale an die Finanzmärkte senden. Da der IWF inzwischen häufig interveniert, wenn hochverschuldete Länder nahe an der Zahlungsunfähigkeit sind, könne der Beginn eines IWF-Programms also Investoren verunsichern. Das IWF-Programm, so die Sorge, signalisiere somit bisher ungeahnte – und daher nicht eingepreiste – Probleme mit der Solvenz des Staates. Tatsächlich zögern deshalb inzwischen einige Regierungen, die Hilfe des IWF in Anspruch zu nehmen. Sie fürchten, durch den IWF stigmatisiert zu werden und ihren Zugang zu Kapital weiter einzuschränken.

Das ist vor allem deswegen problematisch, weil diese potenzielle »Stigmatisierung« der vielleicht wichtigsten Funktion von IWF-Programmen direkt zuwiderläuft: der Funktion eines »Gütesiegels«. Die Präsenz des IWF, so die Idee, soll nämlich eigentlich

ein *positives* Signal an Investoren senden. Ein IWF-Programm soll signalisieren, dass sich das Krisenland auf ein vom IWF absegnetes Reformprogramm eingelassen hat und sich zu dessen Umsetzung verpflichtet. Dies allein könne bereits zu kurzfristiger Besserung an den Finanzmärkten führen. Ein Land wie die Türkei könnte ein solches Signal derzeit wohl gut gebrauchen, um den Verfall der eigenen Kreditwürdigkeit zu stoppen.

Welchen Effekt können Krisenländer also erwarten, wenn sie in ein IWF-Programm eintreten? Werden sie stigmatisiert? Oder profitiert ihre Kreditwürdigkeit vom Gütesiegel des IWF?

Da die wirtschaftswissenschaftliche Literatur zu diesem Thema bislang keine eindeutigen Ergebnisse geliefert hat, versuchen wir diese Frage im Rahmen einer neuen Studie zu beantworten. Dafür analysieren wir, wie sich die Kreditwürdigkeitsratings der großen Kreditratingagenturen ändern, wenn Länder IWF-Programme erhalten.

Unsere Ergebnisse deuten auf einen interessanten Zusammenhang hin. Zunächst zeigt sich, dass IWF-Programme tatsächlich mit schmerzhaften ökonomischen Kontraktionen einhergehen. Die Wachstumsraten von Ländern, die an IWF-Programmen teilnehmen, gehen kurzfristig merklich zurück. Vor diesem Hintergrund wäre eigentlich zu erwarten, die Kreditwürdigkeit dieser Länder leide darunter. Laut den offiziellen Bewertungsrichtlinien der Ratingagenturen sind solche Wachstumsrückgänge nämlich normalerweise mit einer klaren Abwertung verbunden. Auch empirische Analysen zeigen, dass Ratings dies für gewöhnlich direkt abbilden. Interessanterweise zeigen die Daten aber keinen solchen Rückgang der Kreditwürdigkeitsratings, wenn der IWF aktiv ist.

Der Grund hierfür liegt, so zeigt die weitere Analyse, tatsächlich in einem positiven Signaleffekt des IWF. Insgesamt scheinen die Programme des Währungsfonds zwei gegenläufige Effekte zu haben. Erstens führen sie zu ökonomisch oft schmerzhaften Anpassungsprozessen. Zweitens senden sie durch ihre Funktion als Gütesiegel aber auch positive Signale an die Finanzmärkte und stimmen diese optimistischer. Die Größe dieses Effekts lässt sich sogar abschätzen: Wenn die kurzfristigen Auswirkungen der Kontraktion herausgerechnet werden, verbessert ein IWF-Programm die Kreditwürdigkeit des Landes um zwei ganze Ratingpunkte. Legt man etwa die Skala der Agentur *Standard & Poor's* zugrunde, entspricht das zum Beispiel einer Verbesserung des Ratings von »CCC+« zu »B«.

Der IWF kann Ländern in der Krise somit durchaus helfen. Auch für diejenigen Schwellenländer, die derzeit unter dem schwindenden Vertrauen von Investoren leiden, können solche Signale sehr wertvoll sein. Zumindest kurzfristig können sie sich so einen gewissen Handlungsspielraum verschaffen. Innerhalb eines gewissen Zeitfensters könnten sie dann auch solche Reformen umsetzen, die das Wachstum kurzfristig

dämpfen, ohne ihre Kreditwürdigkeit in Mitleidenschaft zu ziehen.

LANGFRISTIGE ERFOLGE?

Allerdings sagt dieser kurzfristige, positive Signaleffekt noch nichts darüber aus, ob es dem IWF auch gelingt, die ökonomische Struktur des Landes nachhaltig zu verbessern. Hier zeichnet die politik- und wirtschaftswissenschaftliche Literatur ein gemischtes Bild.

Im Bereich der Geld- und Finanzpolitik ist die Bilanz des IWF durchaus positiv. So zeigen Studien, dass IWF-Programme das Risiko einer Währungs- und Bankenkrise reduzieren können. Auch Banken- und Währungskrisen sind im Anschluss an IWF-Programme weniger wahrscheinlich. Ähnlich stabilisierende Effekte finden sich bei der Bekämpfung von Inflation und Geldmengenwachstum.

Etwas gemischter ist die Evidenz in Bezug auf die Frage, ob der IWF die Bedingungen dafür schaffen kann, dass zusätzliches, privates Kapital in die Krisenländer fließt. Dieser sogenannte »katalytische« Effekt des IWF scheint sich tatsächlich nur in einigen Ländern einzustellen; vor allem in Ländern mit mittlerem Einkommen und in Fällen, in denen die Lage nicht ganz hoffnungslos erscheint.

Sehr viel schlechter ist die Bilanz des IWF im sozialen Bereich. In den meisten Programmländern werden Ausgaben für Bildung, Gesundheit und Soziales teilweise massiv zurückgefahren. Besonders ärmere Bevölkerungsschichten leiden oft darunter. In einigen Ländern wurden gar massive Verschlechterungen der Gesundheitsversorgung festgestellt; oft mit erschreckenden gesundheitlichen Folgen für die Bevölkerung. Zudem zeigt die Forschung recht eindeutig, dass IWF-Programme mit zunehmender Einkommensungleichheit einhergehen. Die Lasten der Anpassungsprozesse werden oft überproportional stark auf untere Einkommensschichten und politisch weniger einflussreiche Gesellschaftsgruppen abgewälzt. Gerade auch in den Schwellenländern, die derzeit vor neuen Krisen stehen, sind diese Effekte besonders bekannt. In Argentinien etwa stieg die Einkommensungleichheit während der IWF-Programme der 1980er- und 1990er Jahre stark an. Erst nachdem die Programme beendet waren, ging sie wieder zurück.

Nicht zuletzt deshalb folgen auf die Interventionen des IWF häufig politische Unruhen. Die Straßenschlachten in Athen im Rahmen des IWF-Programms für Griechenland sind keine Ausnahme. Es ist ein immer wiederkehrendes Muster, dass es während solcher Programme zu Protesten und Ausschreitungen kommt. Häufig werden dann auch die Regierungen abgelöst, die das Programm begonnen haben, und die geplanten Reformen werden nicht vollständig umgesetzt. Teilweise folgen lange Jahre, die von Regierungskrisen und politischer Instabilität geprägt sind.

Nicht zuletzt deshalb ist auch die Bilanz des IWF hinsichtlich der langfristigen Förderung des Wirt-

schaftswachstums nicht besonders gut. Zwar unterscheiden sich die Ergebnisse verschiedener Studien, aber eine eindeutig positive Bilanz sieht anders aus: Tatsächlich deutet der Großteil der empirischen Analysen auf negative Wachstumseffekte von IWF-Programmen hin. Studien, die positive Effekte finden, sind in der Minderheit.

Auch wenn die Frage nach den langfristigen Wachstumseffekten von IWF-Programmen nicht eindeutig geklärt ist, lässt sich in der Gesamtschau dieser bisherigen Erfahrungen dennoch ungefähr abschätzen, was Krisenländer von einer Intervention des IWF im Mittel erwarten können: Kurzfristig kann der IWF dem Vertrauensverlust von Investoren entgegenwirken und zu einer geld- und finanzpolitischen Stabilisierung verhelfen. Langfristig allerdings hängt der Erfolg davon ab, ob der IWF dem Land Reformen zumutet, die dieses auch innenpolitisch umsetzen kann. Reformprogramme, die zu starke Wachstumseinbrüche mit sich bringen und deren Lasten sich zu ungleich auf die Bevölkerung verteilen, sind zum Scheitern verurteilt.

Zu starke Einschnitte in die Gesundheits-, Bildungs-, und Sozialsysteme eines Landes haben oft nicht nur direkte soziale Folgen, sondern sind auch makroökonomisch kontraproduktiv, da sie starken innenpolitischen Widerstand gegen die Reformpakete hervorrufen. Kaum eine Regierung kann sich unter diesen Voraussetzungen an der Macht halten. Und selbst wenn: Spätestens nach Ende eines Programms, so zeigt die aktuelle Forschung, werden solche Reformen oft rückgängig gemacht. Gerade in Ländern wie Argentinien, wo der IWF während der lateinamerikanischen Schuldenkrisen für seine sozialpolitisch problematischen Reformen heftig in der Kritik stand, sollte für aktuelle Programme aus den Fehlern der Vergangenheit gelernt werden.

Stattdessen braucht es IWF-Programme, die von den Krisenländern entscheidend mitentwickelt und langfristig mitgetragen werden. Wichtig ist hierbei der Entscheidungsprozess, der zum Programm führt: ein möglichst demokratischer Prozess sollte möglichst viele gesellschaftliche Akteure einbeziehen. Gelingt es dadurch, IWF-Programme zu entwickeln, die von breiten Teilen der Gesellschaft mitgetragen werden, könnten auch Schwellenländer wie die Türkei, Pakistan und Argentinien eine erneute Krise abwenden und nicht nur kurzfristig, sondern auch langfristig vom IWF profitieren.

LITERATUR

Blanchard, O. J. und D. Leigh (2013), »Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers«, *American Economic Review* 103(3), 117–120.

Dreher, A. und V. F. Lang (2019), »The Political Economy of International Organization«, in: R. Congleton, B. Grofman und S. Voigt (Hrsg.), *The Oxford Handbook of Public Choice*, Oxford University Press, im Erscheinen.

Gehring, K. und V. F. Lang (2018), »Stigma or Cushion? IMF Programs and Sovereign Creditworthiness«, ETH and University of Zurich, CIS Working Paper 98.

Reinhart, C. M. und C. Trebesch (2016), »The International Monetary Fund: 70 Years of Reinvention«, *Journal of Economic Perspectives* 30(1), 3–28.

Steinwand, M. C. und R. W. Stone (2008), »The International Monetary Fund: A Review of the Recent Evidence«, *Review of International Organizations* 3(2), 123–149.

Klaus-Jürgen Gern*

Wirtschaft in den Schwellenländern unter Druck

Das Wachstum in den Schwellenländern, das in den 2000er Jahren und in den Jahren unmittelbar nach der Großen Rezession der stärkste Treiber der weltwirtschaftlichen Expansion gewesen war, ist bereits vor einiger Zeit ins Stocken geraten. Die chinesische Wirtschaft hat einen Gang heruntergeschaltet, für viele Schwellenländer, die in großem Umfang Rohstoffe exportieren, hatte der drastische Fall der Rohstoffpreise in den Jahren 2013–2015 negative Folgen für die heimische Konjunktur. Brasilien und Russland rutschten 2015 sogar in eine tiefe Rezession. Im Jahr 2017 hellte sich das Bild zwar zusehends auf, die Konjunktur in China zog stimuliert von einer expansiven Wirtschaftspolitik an, und die Rohstoffpreise erholten sich wieder etwas. Die Expansion in den übrigen Schwellenländern verstärkte sich in der Folge allmählich, zuletzt auch in Brasilien, wo die wirtschaftliche Talfahrt besonders tief und lang gewesen war. Nun droht die konjunkturelle Belebung aber bereits nach kurzer Zeit wieder zu Ende zu gehen. Die Aussichten für die wirtschaftliche Expansion in den Schwellenländern haben sich im Verlauf des Jahres 2018 deutlich eingetrübt. Zeitweise gerieten die Vermögenstitel der Schwellenländer an den Finanzmärkten so stark unter Druck, dass die Befürchtung geweckt wurde, es könne in der gesamten Ländergruppe zu einem wirtschaftlichen Einbruch wie in den Jahren 1997/1998 kommen.

US-GELDPOLITIK ERZEUGT GEGENWIND FÜR DIE SCHWELLENLÄNDER

Die Konjunktur in den Schwellenländern wird derzeit durch einen Umschwung bei den internationalen Kapitalströmen belastet. Noch im vergangenen Jahr flossen finanzielle Mittel in großem Umfang in die Schwellenländer, die im Vergleich zu den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften hohe Renditen versprachen. Inzwischen fällt es den Schwellenländern aber zunehmend schwer, internationales Kapital zu attrahieren; vielmehr wird seit dem Frühjahr per saldo Kapital aus den Schwellenländern abgezogen. Hintergrund ist die geldpolitische Normalisierung in den USA, die schneller als erwartet voranschreitet, weil die US-Wirtschaft angeregt durch Steuersenkungen, Investitionsanreize und einen unternehmensfreundlichen Abbau vieler Regulierungen kräftig expandiert. Sie droht nach einer bereits historisch langen Aufschwungsphase bald an Kapazitätsgrenzen zu stoßen, mit der Folge einer unerwünschten Verstärkung der Inflation. Die Aussicht auf höhere Zinsen in den USA mindert den Anreiz, auf der Suche nach attraktiven Renditen höhere Investitionsrisiken in Kauf zu

* Dr. Klaus-Jürgen Gern ist wissenschaftlicher Mitarbeiter im Prognosezentrum am Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

nehmen und Kapital in Wertpapiere der Schwellenländer anzulegen. Sichtbarstes Zeichen für eine veränderte Disposition bei den internationalen Investoren ist, dass die Währungen der Schwellenländer seit Jahresbeginn unter Druck geraten sind.

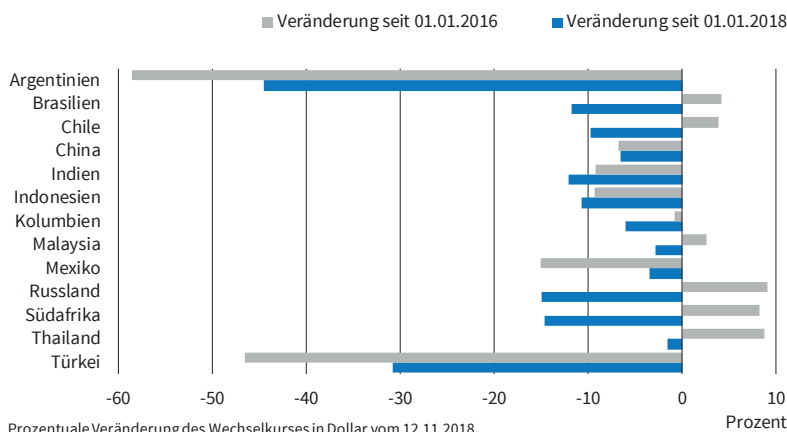
DIFFERENZIERT REAKTION AN DEN FINANZMÄRKTEN

Kommt es zu einem abrupten und bedeutenden Rückgang von Nettokapitalzuflüssen (sog. *sudden stop*), so führt dies in der Regel zu einer deutlichen Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik sowie zu Rückgängen bei den Vermögenspreisen, die zuvor meist als Folge der zugeflossenen Finanzmittel kräftig gestiegen sind. Problematisch ist, dass Kapitalabflüsse typischerweise ein selbstverstärkendes Element enthalten. Außerdem besteht das Risiko von Ansteckungseffekten, da Wertpapiere von Schwellenländern bei vielen Anlegern als eine Anlagekategorie betrachtet wird.

Anders als während der Schwellenländerkrise 1997/1998 differenzieren die Finanzmärkte derzeit allerdings deutlich. Betroffen sind vor allem die türkische Lira und der argentinische Peso. Sie standen schon länger unter Druck, und die importierte Inflation ist in beiden Ländern so erheblich, dass die Notenbanken mit drastischen Zinsanhebungen reagiert haben, wenn auch im Fall der Türkei nur zögerlich.¹ In den übrigen Ländern war das Ausmaß der Abwertung deutlich kleiner. Vielfach ging den Abwertungen zudem eine Phase erheblicher Währungsaufwertung voraus, so dass im etwas längerfristigen Vergleich (gerechnet ab Beginn des Jahres 2016) häufig nur eine geringe Abwertung, teilweise sogar noch eine Aufwertung zu verzeichnen ist (vgl. Abb. 1). Auch die Risikoprämien auf Staatsanleihen stiegen nicht auf breiter Front, sondern nur in einzelnen Märkten erheb-

¹ Die argentinische Regierung hat darüber hinaus im Frühjahr ein Stand-by-Abkommen mit dem Internationalen Währungsfonds über 50 Mrd. US-Dollar abgeschlossen, das nach einem neuerlichen Schub an Kapitalabflüssen Anfang September inzwischen auch in Anspruch genommen wird. Die Türkei hat bislang auf Hilfe des IWF verzichtet.

Abb. 1
Wechselkurse



Prozentuale Veränderung des Wechselkurses in Dollar vom 12.11.2018 gegenüber 01.01.2016 bzw. dem 01.01.2018.
Quelle: Thomson Reuters Datastream.

© ifo Institut

lich. Geldpolitische Reaktionen blieben denn in vielen Ländern auch aus; vereinzelt wurden die Leitzinsen sogar bis in den Sommer hinein gesenkt (Brasilien, Russland).

Das im Vergleich zu der Entwicklung vor 20 Jahren derzeit deutlich geringere Ausmaß an Ansteckung über die Finanzmärkte ist wohl vor allem dadurch bedingt, dass die Schwellenländer inzwischen ihre Wechselkurse weitgehend flexibilisiert haben. Dadurch wird es Anlegern erschwert, gegen eine Währung zu spekulieren, da die Notenbanken nicht mehr als berechenbare Gegenpartei fungieren, die versucht, ein Wechselkursziel einzuhalten, was im Fall eines schlagartigen Umschwungs der Kapitalverkehrsströme erfahrungsgemäß am Ende nicht gelingt. Im Rahmen flexibler Wechselkurse mit allenfalls eng begrenzten Interventionen der Notenbank richten sich die Märkte offenbar stärker an den Fundamentaldaten aus, die in den einzelnen Schwellenländern sehr unterschiedlich sind.

KRISENPOTENZIAL DURCH GESTIEGENE VERSCHULDUNG

Der Verkaufsdruck bei Schwellenländeranleihen und die damit verbundenen Währungsabwertungen belasten die Konjunktur in den Schwellenländern nicht zuletzt dadurch, dass mit einer Abwertung die reale Schuldenlast von in Dollar denominierten Krediten und Anleihen steigt. Seit der globalen Finanzkrise hat die Verschuldung in den Schwellenländern stark zugenommen. Der überwiegende Teil des Anstiegs entfällt dabei zwar auf China, das durch seinen vom Weltkapitalmarkt weitgehend abgekoppeltes Finanzsystem eine Sonderrolle einnimmt. Doch auch in den übrigen Schwellenländern² war die Zunahme beträchtlich (vgl. Abb. 2). Insgesamt erhöhte sich die Verschuldung im nichtfinanziellen Sektor in dieser Ländergruppe zwischen 2008 und 2017 um nahezu die Hälfte von rund 75% des Bruttoinlandsprodukts auf etwa 110%. In sektoraler Betrachtung verzeichneten

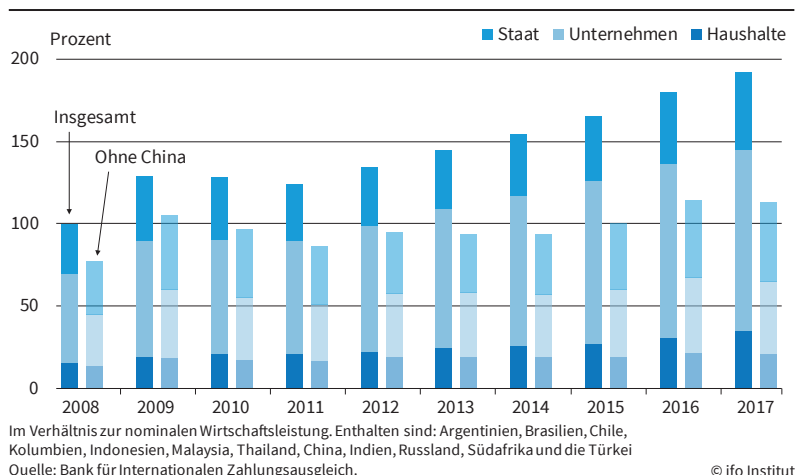
laut Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften den größten Anstieg der Verschuldung (60 Prozentpunkte im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung). Deutlich geringer war die Zunahme bei den privaten Haushalten und dem Staat (21 bzw. 16 Prozentpunkte). Hier wird die Statistik allerdings ebenfalls von China dominiert. In den übrigen Schwellenländern war die

² Berücksichtigt sind Argentinien, Brasilien, Chile, Indien, Indonesien, Malaysia, Mexiko, Russland, Südafrika, Türkei.



Klaus-Jürgen Gern

Abb. 2
Schwellenländer: Verschuldung



VERBREITETE WACHSTUMS- VERLANGSAMUNG, ABER ANPASSUNGSKRISEN NUR IN WENIGEN LÄNDERN

Insgesamt sind die Risiken für die Konjunktur in den Schwellenländern deutlich gestiegen, und die Prognose für den Produktionsanstieg in dieser Ländergruppe in diesem und im nächsten Jahr ist nach unten revidiert worden (vgl. Gern et al. 2018). Eine ausgewachsene Schwellenländerkrise, vergleichbar mit der Asienkrise 1997, ist aber derzeit nicht das wahrscheinlichste Szenario.

Zunahme der Staatsverschuldung relativ (mit fast 50% der Zunahme der Gesamtverschuldung) durchaus bedeutend. Die Verschuldungsquote des Staates erhöhte sich im betrachteten Zeitraum im Aggregat von 32% auf 48%.

Dabei spielten 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 nach Angaben der Weltbank auf Verbindlichkeiten in Fremdwährungen zurückzuführen (vgl. Weltbank 2018). Klammert man die Entwicklung in China aus, machten Fremdwährungsschulden sogar knapp die Hälfte des Anstiegs aus. Im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung unterscheiden sich die einzelnen Länder hinsichtlich der Verschuldung in Fremdwährungen erheblich. Neben Argentinien und der Türkei ist sie auch in Chile und Mexiko mit 25% bis 30% besonders hoch.

Zwar kann der Anteil der Fremdwährungsschulden zur nominalen Wirtschaftsleistung einen Hinweis geben, wie anfällig einzelne Länder gegenüber Wechselkursanpassungen sind. Allerdings wird dabei selten berücksichtigt, dass sich neben den Verbindlichkeiten auch Fremdwährungsaktiva in den Bilanzen der ökonomischen Akteure befinden. Zum Beispiel verfügen exportierende Firmen 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 IWF, 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 (vgl. IWF 2018). Dies dürfte nicht nur auf die vielerorts gestiegenen Bestände an Devisenreserven in den Bilanzen der Zentralbanken zurückzuführen, sondern auch Folge einer solchen natürlichen Währungsabsicherung gewesen sein.

Krisenhafte Züge hat die Entwicklung bislang nur in Argentinien und in der Türkei angenommen. Diesen beiden Ländern ist gemeinsam, dass sie bis zum vergangenen Jahr hohe Leistungsbilanzdefizite aufwiesen, deren Korrektur nun von den Finanzmärkten (bzw. im Fall Argentiniens letztlich auch vom IWF) erzwungen wird. Schrumpfende Investitionen und die starke Verteuerung von Importen führen dazu, dass die Einfuhr drastisch zurückgeht. Gleichzeitig verbessert sich durch die Abwertung die internationale Wettbewerbsfähigkeit des handelbaren Sektors, so dass die notwendige Anpassung in der Leistungsbilanz durch eine Ausweitung der Exporte maßgeblich unterstützt werden kann. Dieser Faktor könnte insbesondere für die Türkei ins Gewicht fallen, die vergleichsweise gut in internationale Produktionsverbände integriert ist und mit 11% einen relativ hohen Anteil an der Wertschöpfung exportiert. In der Türkei war das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal zwar aufgrund kräftiger Exportzuwächse (nicht zuletzt wegen eines sehr guten Tourismusgeschäfts) noch gestiegen, doch ist die Schrumpfung der inländischen Nachfrage inzwischen so stark, dass für den Rest des Jahres mit deutlichen Rückgängen der gesamtwirtschaftlichen Produktion zu rechnen ist. In Argentinien sinkt das Bruttoinlandsprodukt bereits seit dem Frühjahr kräftig.

In den übrigen Schwellenländern deuten die aktuellen Indikatoren bislang nicht auf eine dramatische Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik hin. Es ist aber damit zu rechnen, dass die Wachstumsdynamik in den Schwellenländern allgemein nachhaltig gebremst wird, da die wirtschaftliche Expansion der vergangenen Jahre auch durch eine Zunahme der Verschuldung gespeist wurde, die sich unter den veränderten finanziellen Rahmenbedingungen wohl nicht fortsetzen wird.

Direkte Übertragungseffekte aus den beiden Krisenländern über den Handel sind wohl nicht stark genug, um auch anderswo eine Rezession auszulösen; lediglich in Brasilien und Russland ist der Anteil

der Exporte nach Argentinien und in die Türkei mit knapp 8% bzw. knapp 5% erheblich. In diesen beiden Ländern kommen politische Unsicherheiten hinzu, die auf die Stimmung drücken und die wirtschaftliche Aktivität dämpfen. Gleichzeitig ist der Anpassungsdruck von der außenwirtschaftlichen Seite aber begrenzt, da die Leistungsbilanz nur ein geringes Defizit (Brasilien) oder sogar einen Überschuss (Russland) ausweist und die Auslandsverschuldung in Relation zur Wirtschaftsleistung im Vergleich der Schwellenländer moderat ist. Zudem wurden in den vergangenen Jahren die Devisenreserven erheblich aufgestockt. Von daher ist in beiden Ländern, die erst vor kurzer Zeit eine schwere Rezession überwunden haben, zwar nur mit einer moderaten Zunahme der wirtschaftlichen Dynamik, aber nicht mit einer neuerlichen Wirtschaftskrise zu rechnen.

Die chinesische Wirtschaft expandierte im Jahr 2018 abermals kräftig, mit einer Rate die im Jahresdurchschnitt wohl leicht über dem von der Regierung ausgegebenen Wachstumsziel von 6,5% liegen wird. Im Jahresverlauf zeigten sich aber zunehmend Anzeichen einer wirtschaftlichen Abschwächung; nicht zuletzt gaben die Aktienkurse um mehr als 20% nach. Hintergrund sind zum einen Maßnahmen der chinesischen Regierung mit dem Ziel, die Zunahme der Verschuldung zu bremsen, zum anderen besteht die Sorge, dass der Handelskonflikt zwischen China und

den USA die chinesischen Unternehmen empfindlich treffen könnte. Zwar würde eine weitere Eskalation – wie sie sich derzeit abzeichnet – die Konjunktur in China für sich genommen merklich dämpfen. Eine starke Abschwächung des Wirtschaftswachstums würde die chinesische Regierung aber wohl durch expansive wirtschaftspolitische Maßnahmen verhindern. Auf die bisherigen Anzeichen der Verunsicherung hat sie bereits mit einer Lockerung der Geldpolitik und zusätzlichen Staatsausgaben reagiert. Damit würde die Konjunktur in China kurzfristig angeregt, was sich nicht zuletzt über einen stabilisierenden Einfluss auf die Rohstoffpreise auch günstig auf die Wirtschaft der übrigen Schwellenländer auswirken würde. Gleichzeitig würde aber auch die angestrebte und auf lange Sicht notwendige finanzielle Konsolidierung hinausgeschoben, wodurch das Risiko steigt, dass es in der Zukunft zu einer krisenhaften Anpassung kommen wird.

LITERATUR

Gern, K.-J., P. Hauber, S. Kooths, S. Möhle und U. Stolzenburg (2018), *Stärker differenzierte Weltkonjunktur*, Kieler Konjunkturberichte 45, September, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

IWF (2018), *Global Financial Stability Report*, April, Washington, DC.

Weltbank (2018), *Global Economic Prospects: The Turning of the Tide?*, Juni, Washington, DC.