

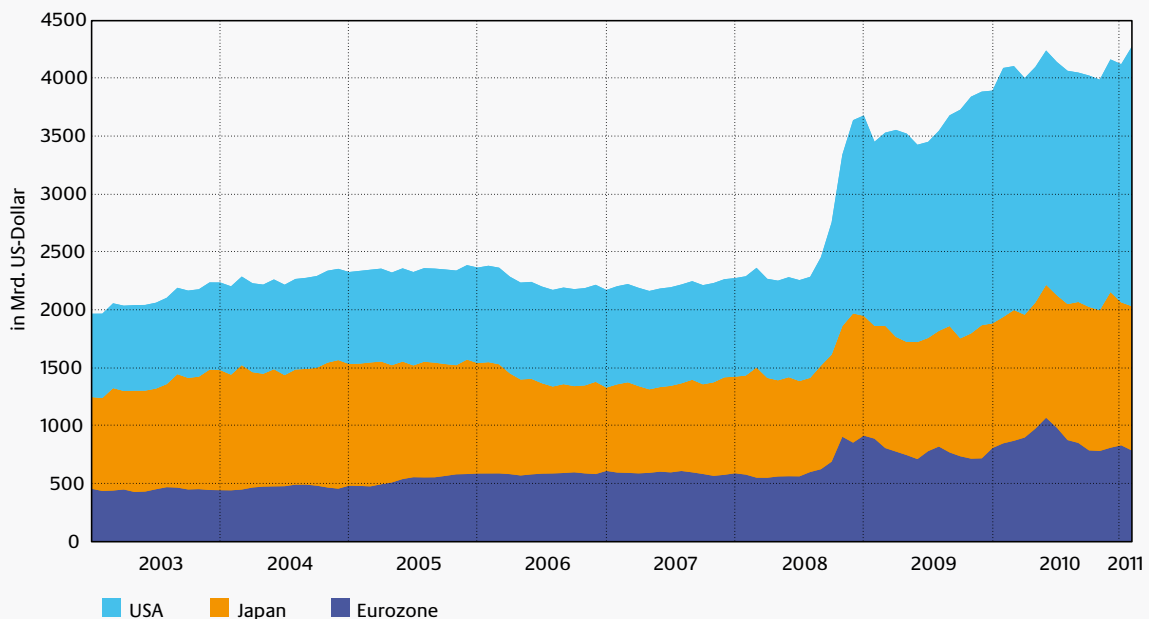
## Finanz- und Kreditblasen in den Schwellenländern – reale Gefahr oder Scheinproblem?

Häufig hört man die Befürchtung, die Geldpolitik der Zentralbanken in den Industrieländern erzeuge eine „globale Liquiditätsschwemme“. Daraus entstehe die Gefahr von Kredit- und Finanzmarktblasen in Schwellenländern. Tatsächlich bestehen Hinweise darauf, dass spekulativ motiviertes Finanzkapital verstärkt in Schwellenländer transferiert wird. Dort wurde z. B. die Kreditvergabe an den privaten Sektor im Vergleich zum Vorkrisenniveau deutlich ausgeweitet. Werden jedoch die fundamentalen Rahmenbedingungen berücksichtigt, erscheinen die Risiken einer liquiditätsinduzierten Kreditblase derzeit eher begrenzt. Dennoch ist es wichtig, diese Entwicklungen aufmerksam im Auge zu behalten. Um der Gefahr einer erneuten Finanzmarktblase zu begegnen, genügt es zudem nicht, in den Schwellenländern für eine Wirtschafts- und Finanzpolitik zu sorgen, die auf Stabilität gerichtet ist. Eine schrittweise Normalisierung der Geldpolitik in den großen Industrieländern ist im Interesse der Stabilität der Finanzmärkte ebenso wichtig.

### Globale Liquiditätsausweitung war krisenbedingt notwendig ...

Die massiven geldpolitischen Maßnahmen der großen Industrie- wie auch Schwellenländer zur Stützung der globalen Finanzmärkte im Gefolge der Finanz- und Wirtschaftskrise führten zu einer drastischen Liquiditätsausweitung (vgl. Abb. 1).<sup>1</sup> Die von den Zentralbanken der USA, Japans und der Eurozone zur Verfügung gestellte Liquidität schlug sich allerdings nicht in einer nennenswerten Ausweitung der nationalen Geldschöpfung, z. B. über eine stärkere Kreditvergabe, nieder. Dies ist – neben strengeren Kreditvergabebedingungen – zu einem wesentlichen Teil auf eine geringere inländische Kreditnachfrage zurückzuführen. Finanzinstitute in den Industrieländern nutzten die bereitgestellte Liquidität vielmehr für finanzielle Engagements in renditeträchtigen Finanzmärkten von dynamischen Schwellenländern.

Abbildung 1: Liquiditätsbereitstellung durch Fed, EZB und BoJ  
Zentralbankgeldmenge



Quelle: Reuters EcoWin; Eigene Berechnungen

<sup>1</sup> Für die Beurteilung der Liquiditätspolitik von Zentralbanken eignet sich am ehesten die Geldbasis (auch Zentralbankgeldmenge), da sie die von der Zentralbank selbst in Umlauf gebrachte Geldmenge erfasst. Die so gemessene Liquidität in den drei großen Währungsblöcken (USA, Japan, Eurozone) verdoppelte sich nahezu von Mitte 2008 bis Anfang 2011 von 2.250 Milliarden US-Dollar auf 4.250 Milliarden US-Dollar (+ 90 Prozent).

### ... aber birgt auch Risiken

Grundsätzlich sind Kapitalzuflüsse aus dem Ausland für die Empfängerstaaten – insbesondere für aufstrebende Schwellenländer – von Vorteil, da sie die Finanzierungsmöglichkeiten z. B. für eine Kreditaufnahme für Investitionen in den Kapitalstock (Infrastruktur, Unternehmen) verbessern.<sup>2</sup>

Der jüngste, massive Liquiditätszufluss in einige Schwellenländer – insbesondere in Lateinamerika und Asien – war allerdings zunehmend Anlass für Mahnungen hinsichtlich des Entstehens neuer Finanzmarkt- und Kreditblasen<sup>3</sup> sowie für einige Länder Grund genug, Kapitalverkehrskontrollen einzuführen oder zu verschärfen und an den Devisenmärkten zu intervenieren. Das sollte verhindern, dass verstärkte Kapitalzuflüsse zu massiven Aufwertungen der nationalen Währungen führen und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigen. Darüber hinaus dürfte die Befürchtung eine Rolle gespielt haben, dass massive Kapitalzuflüsse, die auf spekulative Motive zurückgehen, mit einer erhöhten Volatilität einhergehen und sich destabilisierend auf die heimischen Finanzmärkte und damit letztlich auch auf die Wirtschaftsentwicklung auswirken könnten. Diese Entwicklung eskalierte verbal in der Androhung eines „Währungskrieges“.<sup>4</sup>

Inwiefern sind diese Vorwürfe und Befürchtungen der Schwellenländer gerechtfertigt bzw. empirisch zu belegen?

### Indikatoren für Überhitzungen durch ausländische Kapitalzuflüsse

Nach einem drastischen Einbruch der weltweiten grenzüberschreitenden Kapitalströme im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise von rund 11.000 Milliarden US-Dollar 2007 auf 1.600 Milliarden US-Dollar 2009 stieg deren Volumen im vergangenen Jahr wie-

der deutlich auf rund 4.400 Milliarden US-Dollar an.<sup>5</sup> Analog weiteten sich die Netto-Kapitalströme in die Schwellenländer, die im Zuge der Krise von knapp 700 Milliarden US-Dollar auf 230 Milliarden US-Dollar gefallen waren, nach Schätzungen des IWF auf zuletzt 470 Milliarden US-Dollar aus. Eine differenzierte Betrachtung der Kapitalströme in die Schwellenländer und aus den Schwellenländern gestaltet sich schwierig, da diese Salden aus Direktinvestitionen, Portfoliozuflüssen, Konzerntransaktionen, Entwicklungshilfekrediten usw. darstellen und differenziert nur mit längerer zeitlicher Verzögerung vorliegen.

Zur Beurteilung der Folgen verstärkten Kapitalzuflusses bietet sich eine Betrachtung von Aggregaten an, die durch den Kapitalzufluss beeinflusst werden und eine wichtige Rolle für die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie die Wettbewerbsfähigkeit des Ziellandes spielen: der nominale und reale Wechselkurs, die Finanzmarktentwicklung und die Kreditvergabe an den privaten Sektor.

### Nominaler und realer Wechselkurs

Die Annahme umfangreicher Kapitalzuflüsse vor allem aus den USA in die Schwellenländer infolge einer massiven Liquiditätsausweitung impliziert – sieht man von Devisenmarktinterventionen bzw. Kapitalverkehrskontrollen ab – eine deutliche nominale Aufwertung der Währungen der Zielländer gegenüber dem US-Dollar. Vergleicht man die Wechselkurse im zweiten Quartal 2011 mit dem Vorkrisenniveau (zweites Quartal 2008), zeigt sich indes, dass Kapitalzuflüsse aus dem US-Dollar-Raum nur zu einer begrenzten nominalen Aufwertung in einigen der betrachteten Schwellenländer (Singapur, Brasilien, Indonesien) geführt haben (vgl. Abb. 2). Die Aufwertung des chinesischen Renminbi ist dabei auf dessen schrittweise, staatlich kontrollierte Freigabe durch die Regierung zurückzuführen.

Die Hälfte der betrachteten Länder weist sogar eine deutliche Abwertung ihrer Währungen gegen-

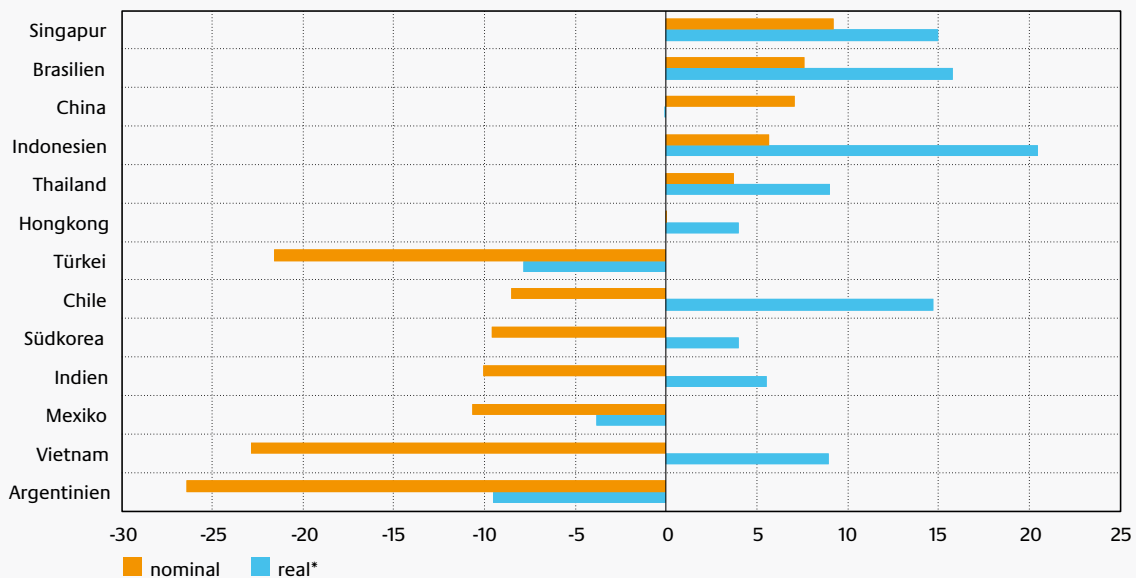
2 Vgl. „Getting the Most Out of International Capital Flows“, OECD Economic Outlook Volume 98, Juni 2011, S. 289–308.

3 Vgl. Die Welt vom 25. Juni 2011: „Riesige Schwellenländerblase bedroht die Konjunktur“; Financial Times Deutschland vom 26. Juni 2011: „Im Schatten der Bric-Blase“; „The risks of international imbalances: beyond current accounts“, BIZ Jahresbericht Juni 2011, S. 33–63; IMF „Global Financial Stability Report – Market Update“ vom 17. Juni 2011; Morgan Stanley Research vom 25. Mai 2011: „Is There an EM Credit Bubble?“; The Economist vom 2. Juni 2011: „Which emerging economies are at greatest risk of overheating?“; Hoffmann, A./Schnabl, G. „A Vicious Cycle of Manias, Bursting Bubbles and Asymmetric Policy Responses – An Overinvestment View“, in The World Economy, Vol. 34/3, S. 382–403, März 2011.

4 So z. B. Brasiliens Finanzminister Guido Mantega im September 2010, vgl. „Brasilien rüstet für den Währungskrieg“ im Handelsblatt vom 21. Oktober 2010.

5 Schätzungen des McKinsey Global Institute in: „Mapping Global Capital Markets 2011 – Updated Research“, August 2011.

**Abbildung 2: Nominale und reale Wechselkursentwicklung gegenüber dem US-Dollar**  
Veränderung 2. Quartal 2011 gegenüber 2. Quartal 2008 (in Prozent)



\*auf Basis von Verbraucherpreisen

Quelle: Reuters EcoWin; eigene Berechnungen

über dem US-Dollar im Vergleich zum Vorkrisenniveau auf, die zum Teil noch auf die Auswirkungen der Finanzkrise, z. B. infolge der Repatriierung von Auslandsinvestitionen, zurückzuführen sein dürfte. Einige Länder reagierten auf die Kapitalzuflüsse zudem mit Devisenmarktinterventionen zur Stabilisierung ihrer Währung. Solche Maßnahmen wurden z. B. von den Zentralbanken in Indien, Singapur und Indonesien ergriffen.<sup>6</sup>

Etwas differenzierter stellt sich die Währungsentwicklung bei einer Betrachtung der realen Wechselkurse (auf Basis von Verbraucherpreisen) dar. Infolge der drastischen Inflationsbeschleunigung in den Schwellenländern, die zum Teil durch die globale Liquidität induziert wurde, fällt für fast alle die reale Aufwertung gegenüber dem US-Dollar kräftiger bzw. die Abwertung geringer aus als bei nominaler Betrachtung. Teilweise wechseln sogar die Vorzeichen (Chile, Südkorea, Indien, Vietnam). Dies kann u. a. darauf zurückgeführt werden, dass die Devisenmarktinterventionen nicht sterilisiert wurden, d. h. die Liquidität infolge eines Ankaufs von US-Dollar nicht vollständig abgeschöpft wurde. Eine reale Aufwertung impliziert

dabei eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit über steigende „Terms-of-Trade“, die sich mittelfristig dämpfend auf die Exportentwicklung auswirkt.

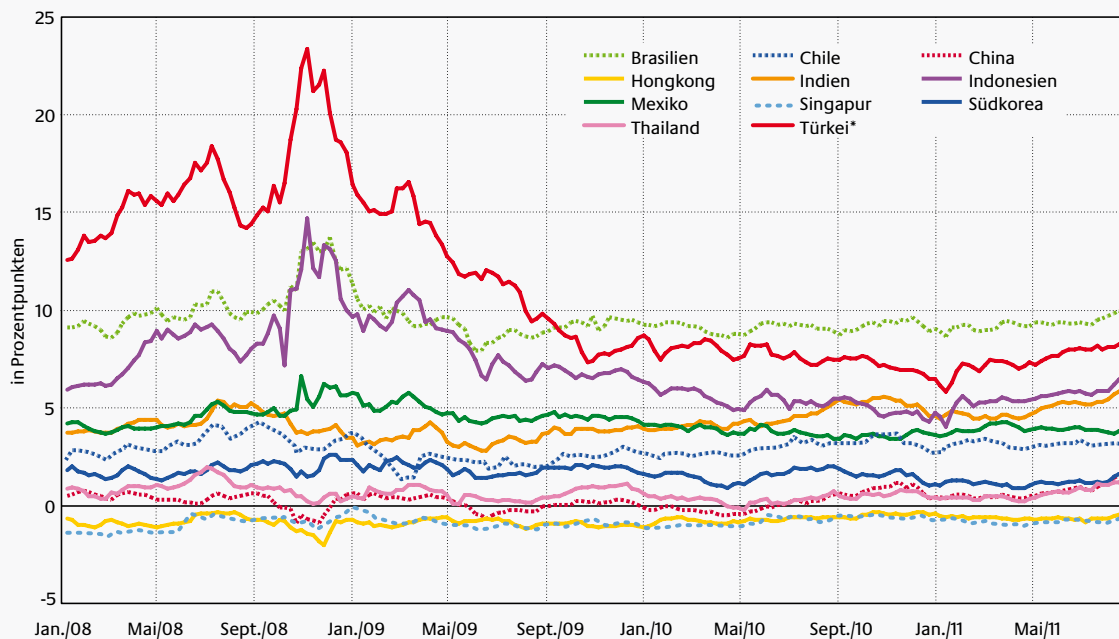
#### Renditeentwicklung auf den Anleihemärkten

Eine „klassische“ Anlagealternative in ausländische Kapitalmärkte ist die Investition in öffentliche Anleihen, insbesondere so genannte „Benchmark-Anleihen“, die aufgrund ihres Volumens und hohen Umsatzes recht liquide sind. Langlaufende festverzinsliche Wertpapiere sind häufig Ziel von „carry trades“. Dabei nehmen Investoren auf dem Geldmarkt eines Landes mit niedrigem Zinsniveau (z. B. den USA) kurzfristiges Kapital auf und legen es auf dem Rentenmarkt eines Landes mit höherem Zinsniveau (z. B. Mexiko) an. Der Gewinn aus der Anlage ergibt sich aus der Zinsdifferenz über den Anlagezeitraum einschließlich etwaiger Wechselkursgewinne/-verluste.

Ein signifikanter ausländischer Kapitalzufluss in den Rentenmarkt schlägt sich – ceteris paribus – in steigenden Anleihenkursen bzw. sinkenden Renditen nieder. Häufig wird hierfür als Indikator die Rendite-

6 Vgl. „Asiens Zentralbanken greifen ein“, Handelsblatt vom 11. Januar 2010.

**Abbildung 3: Zinsdifferenz auf dem Kapitalmarkt gegenüber den USA**  
Öffentliche Anleihen mit Restlaufzeit von zehn Jahren



\* Spread von 5-jährigen Anleihen

Quelle: Reuters EcoWin; eigene Berechnungen

differenz eines Rentenmarktes zu einem Benchmark, in der Regel öffentliche US-Anleihen, herangezogen. Abbildung 3 illustriert diese Zinsdifferenz von längerfristigen öffentlichen Rentenpapieren in ausgewählten Ländern zu US-Anleihen.

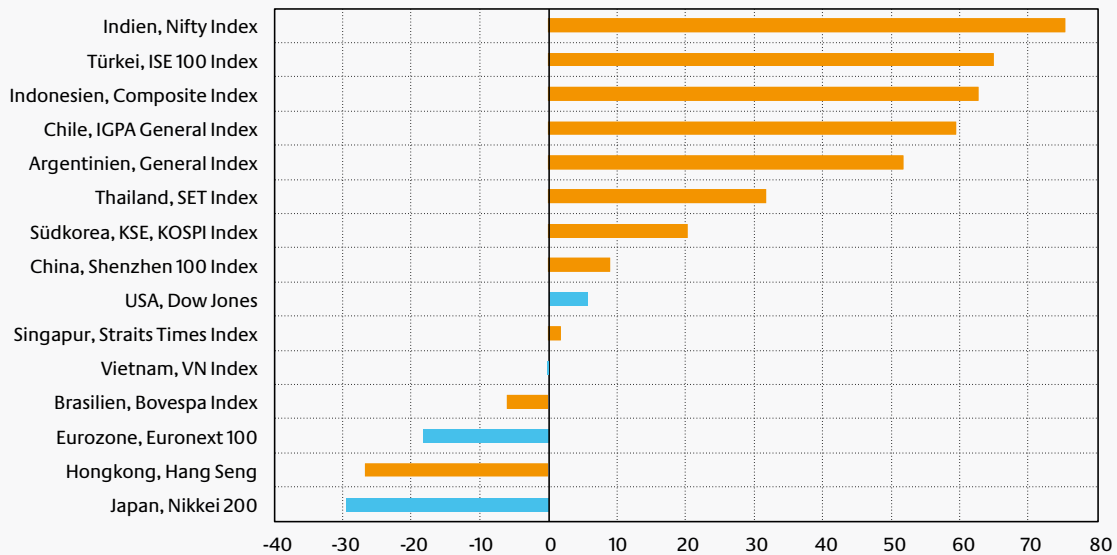
Es zeigt sich, dass in fast allen betrachteten Ländern keine signifikanten Veränderungen der Zinsdifferenzen im Vergleich zu dem Niveau vor der Krise erkennbar sind. In einzelnen Märkten (Brasilien, Indonesien) kam es im Zuge der Finanzkrise zu einer kurzfristigen Ausweitung der Renditedifferenzen gegenüber den USA; diese normalisierten sich allerdings recht rasch wieder. Eine Ausnahme stellt allerdings der türkische Anleihemarkt dar: Auch hier stieg die Renditedifferenz zu Beginn der Finanzkrise kräftig an, ging dann aber umso deutlicher zurück und liegt nunmehr merklich unterhalb des Niveaus vor der Krise. Dies kann auf ausländische Kapitalzuflüsse auf den türkischen Rentenmarkt hindeuten. Zugleich erwies sich die konjunkturelle Dynamik in den meisten Schwellenländern während und nach der Krise als deutlich günstiger als in den großen Industrieländern, weshalb die dämpfenden Effekte von ausländi-

schen Kapitalzuflüssen auf den Rentenmarkt von einem zyklischen Zinsanstieg überlagert worden sein könnten. Eine eindeutige Aussage zu möglichen spekulativen Kapitalzuflüssen auf die betrachteten Anleihemärkte ist daraus insgesamt also nicht abzuleiten.

#### Aktienmarktentwicklung

Als weiterer Indikator für das Ausmaß ausländischer Kapitalzuflüsse in Schwellenländer kann die dortige Aktienmarktentwicklung herangezogen werden. Zwar unterliegt die Kursentwicklung an den Aktienmärkten einer Vielzahl von nationalen, konjunkturellen und branchenspezifischen Einflüssen und Erwartungen, doch kann davon ausgegangen werden, dass sich auch dort ausländische Portfolioinvestitionen niederschlagen. Die mögliche Auswirkung von zusätzlicher Liquidität lässt sich am ehesten bei einem Vergleich der Aktienindizes mit dem Vorkrisenniveau erkennen (vgl. Abb. 4). Als Referenz kann ebenfalls die Kursentwicklung der US-Börse (Dow Jones) als „globale Leitbörse“ herangezogen werden, die am ehesten die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen widerspiegelt (mit der US-Wirtschaft als „Taktgeber“).

**Abbildung 4: Aktienmarktentwicklung in Industrie- und Schwellenländern**  
Veränderung 2. Quartal 2011 gegenüber 2. Quartal 2008 (in Prozent)



Quelle: Reuters EcoWin; eigene Berechnungen

Die stärksten Kursgewinne verzeichneten Indien (+75 Prozent), die Türkei (+65 Prozent), Indonesien (+63 Prozent), Chile (+60 Prozent) und Argentinien (+52 Prozent). Dies kann ein Hinweis auf Zuflüsse von Portfolioinvestitionen in diese Länder sein. Der Dow Jones stieg dagegen nur um rund sechs Prozent. Die Börsen in Brasilien (-6 Prozent) und Hongkong (-27 Prozent) weisen dagegen sogar, ebenso wie in Japan und Europa, weiterhin Verluste auf.<sup>7</sup>

#### Kredite an den privaten Sektor

Empirische Untersuchungen von Finanzmarktkrisen in Industrie- und Schwellenländern finden als zentralen Auslöser der Krisen die massive Ausweitung von Krediten an den privaten Sektor, häufig als Folge von umfangreichen Kapitalzuflüssen aus dem Ausland.<sup>8</sup> Dabei sind zwei Transmissionswege vorstellbar: Einerseits können ausländische Liquiditätszuflüsse direkt die Kreditvergabe von Geschäftsbanken an den priva-

ten Sektor infolge des rückläufigen Zinsniveaus und gesteigerter Risikobereitschaft anregen. Andererseits kann in Ländern, die sich mit Devisenmarktinterventionen gegen eine Aufwertung ihrer Währung infolge von Kapitalzuflüssen stemmen, die unvollständige Sterilisation dieser Interventionen zu einer übermäßigen Liquiditätsausweitung durch die Zentralbank führen, welche sich ebenfalls in einer höheren Kreditvergabe niederschlagen kann.<sup>9</sup> Die massive Kreditvergabe an den privaten Sektor in einigen Industrieländern war eine der wesentlichen Ursachen für die globale Finanz- und Wirtschaftskrise. Sie steht als zentrales Element für die makrofinanzielle Stabilität des Finanzsektors eines Landes daher gegenwärtig verstärkt im analytischen und wirtschaftspolitischen Interesse, z. B. im Rahmen der *G20-Surveillance*.

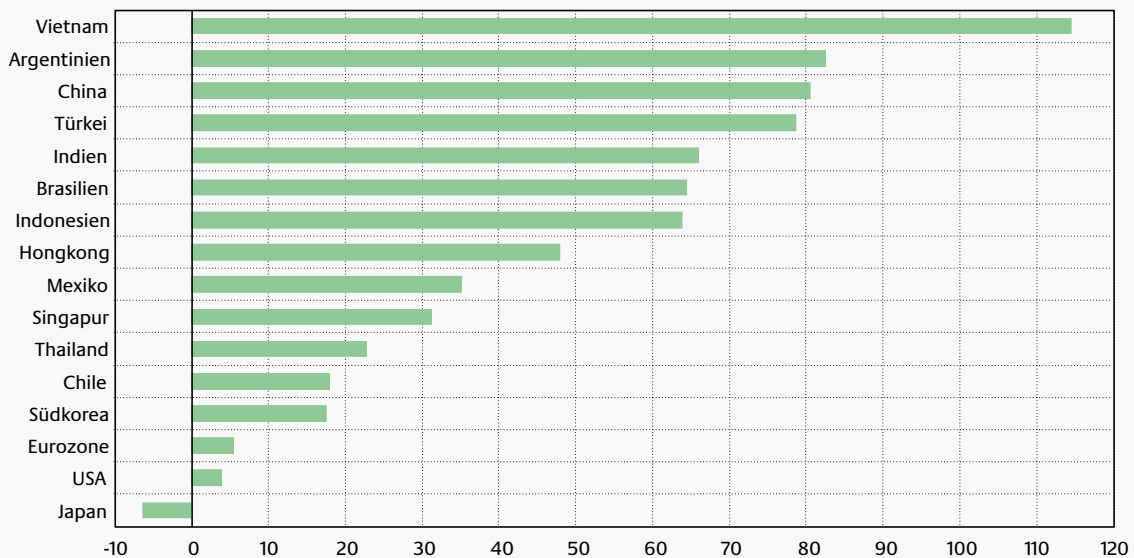
Abbildung 5 beschreibt den Zuwachs bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor im ersten

<sup>7</sup> Die Entwicklung des brasilianischen Bovespa-Index wird u. a. mit Kursverlusten bei großen Konzernen (Petrobras, Vale), die in dem Index ein hohes Gewicht haben, infolge einer erhöhten staatlichen Einflussnahme begründet (vgl. Wirtschaftswoche vom 31. Mai 2011: „Brasiliens Börse Boomende Wirtschaft, preiswerte Aktien“).

<sup>8</sup> In einem Arbeitspapier belegen Gourinchas und Obstfeld, dass die heimische Kreditentwicklung und die reale Wechselkursentwicklung die verlässlichsten Indikatoren für Finanzmarktkrisen darstellen – sowohl für Industrie- wie auch Schwellenländer (Gourinchas, P.-O./M. Obstfeld: „Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First“, NBER Working Paper Nr. 17252, Juli 2011).

<sup>9</sup> Vgl. Mendoza E., Marco Terrones: „An Anatomy Of Credit Booms: Evidence From Macro Aggregates And Micro Data“, NBER Working Paper No. 14049, Mai 2008; Hernández, L., O. Landerretche: „Capital Inflows, Credit Booms, and Macroeconomic Vulnerability: The Cross-Country Experience“ in: Banking, Financial Integration, and International Crises, Central Bank of Chile 2002.

**Abbildung 5: Kreditvergabe an den privaten Sektor**  
Veränderung 1. Quartal 2011 gegenüber 1. Quartal 2008 (in Prozent)



Quelle: Reuters EcoWin; eigene Berechnungen

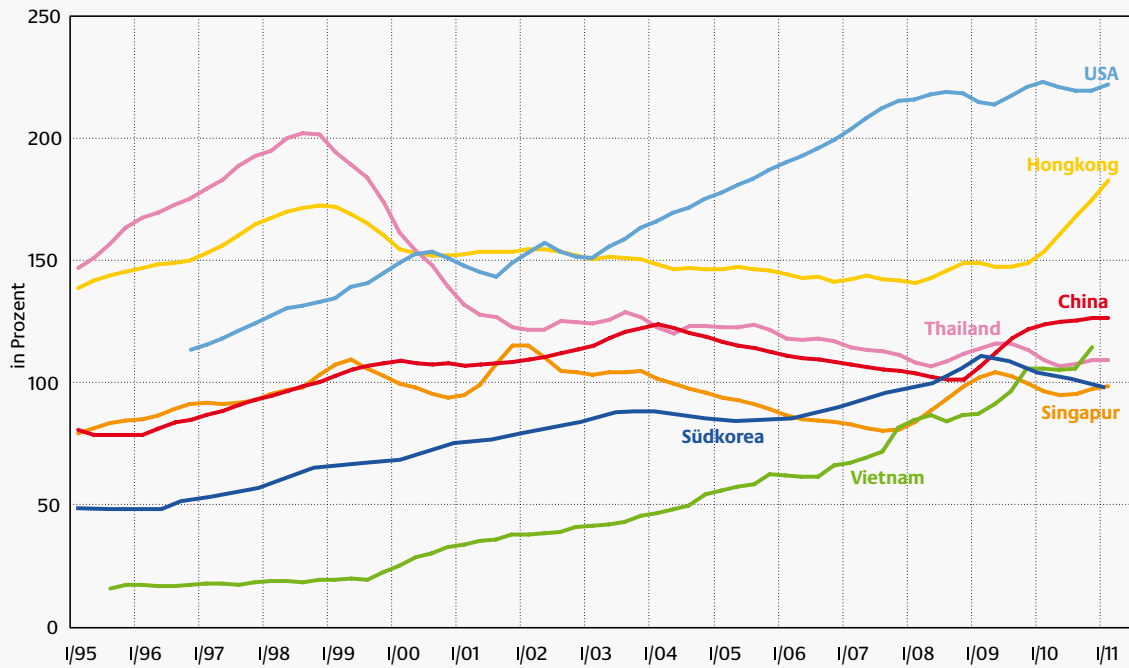
Quartal 2011 im Vergleich zu dem Niveau vor der Krise (erstes Quartal 2008). Auffällig ist, dass gerade in den Ländern, die massiv für die Ausweitung der globalen Liquiditätsversorgung verantwortlich sind (USA, Japan, Eurozone; vgl. Abb. 1), die Kreditvergabe nur sehr verhalten ausfällt bzw. – im Falle Japans – sogar rückläufig ist. Die üblichen nationalen Transmissionsmechanismen, wonach über eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge eine verstärkte Kreditvergabe der Geschäftsbanken initiiert wird, scheinen damit nicht wirksam zu sein. Dagegen zeigt sich in vielen Schwellenländern eine deutliche Ausweitung der Kreditvergabe an den privaten Sektor. Im Falle Chinas erfolgt die Kreditvergabe allerdings nicht marktbasierend, sondern sie wird von der People's Bank of China zur konjunktur- und industriepolitischen Steuerung eingesetzt. Diese hat jedoch bereits einen geldpolitischen Restriktionskurs eingeschlagen, der sich im Jahresverlauf in einer verringerten Kreditvergabe niederschlagen dürfte.

Eine dynamische Kreditentwicklung ist allerdings nicht per se als schädlich anzusehen, sofern sie im Einklang mit wirtschaftlichen Fundamentaldaten steht und nicht ursächlich für die Finanzierung von Vermögenspreisblasen (Immobilien, Aktien) ist.

Eine Betrachtung, die fundamentale (d.h. realwirtschaftliche) Rahmenbedingungen einbezieht, wird durch eine Berücksichtigung der Entwicklung des nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) ermöglicht. Die Abbildungen 6 und 7 zeigen die Kreditentwicklung in Schwellenländern in Relation zum nominalen BIP.

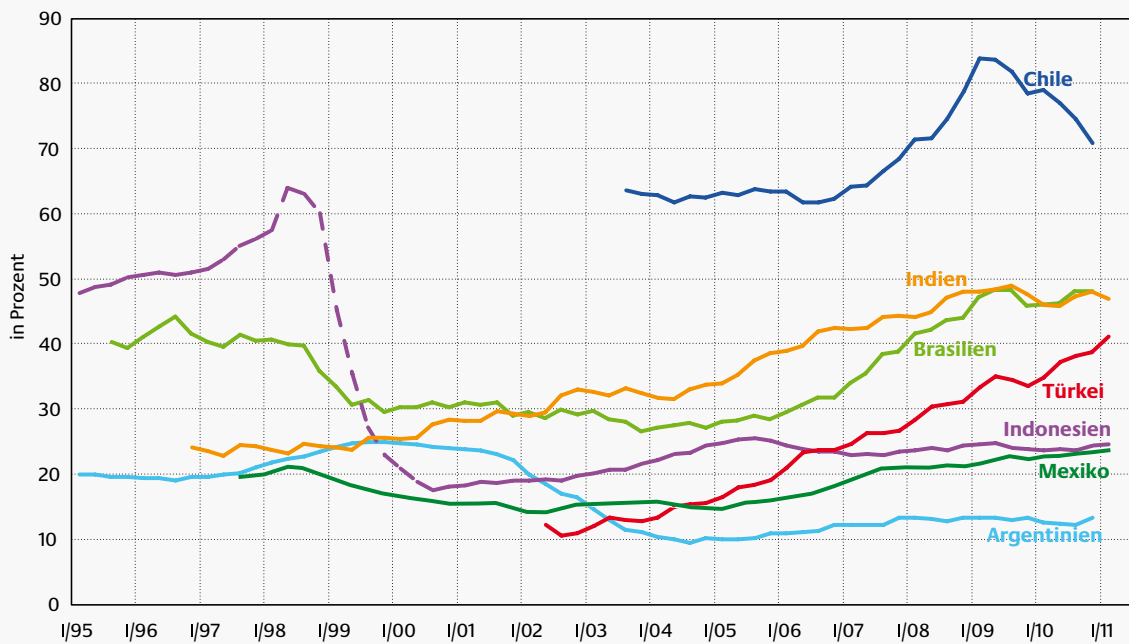
Auffällig ist der ausgeprägte Anstieg der Kredite in den USA im Zeitraum 2003 bis 2007, der vor allem Ausdruck der kreditbedingten Immobilienpreisblase sein dürfte. Auch wenn es keine empirischen Richtwerte für ein „nachhaltiges Kreditniveau“ gibt, ist doch zu vermuten, dass der Kreditzuwachs in den USA im Verhältnis zum BIP von über 70 Prozentpunkten in nur wenigen Jahren – von einem bereits recht hohen Ausgangsniveau – als nicht nachhaltig einzustufen ist. Keines der betrachteten Schwellenländer erreicht derzeit eine vergleichbare Kreditverschuldung des privaten Sektors, was vor allem den unterschiedlichen Entwicklungsstand des Banken- bzw. Finanzsektors in diesen Ländern widerspiegelt. Nur einige wenige (Vietnam, Türkei) weisen eine ähnlich dynamische Kreditentwicklung in den letzten Jahren auf – allerdings von einem deutlich niedrigeren Ausgangsniveau. In vielen Schwellenländern zeigt sich – wie

**Abbildung 6: Kredite an den privaten Sektor**  
im Verhältnis zum BIP; gleitende Quartals-Durchschnitte



Quelle: IMF; eigene Berechnungen

**Abbildung 7: Kredite an den privaten Sektor**  
im Verhältnis zum BIP; gleitende Quartals-Durchschnitte



Quelle: IMF; eigene Berechnungen

auch in den Industrieländern – eine infolge der Krise verlangsamte bzw. teilweise sogar rückläufige Kreditvergabe im Verhältnis zum nominalen BIP. Auch wenn es in einigen Ländern infolge der in den vergangenen Jahren spürbar gestiegenen Kreditvergabe an den privaten Sektor im Einzelfall zu Problemen in Form von Zahlungsausfällen kommen sollte, ist hieraus derzeit keine weit reichende, systemische Krise des Bankensektors zu erwarten.

### **Fazit: Protektionismus vorbeugen, stabilitätsorientierte Politik verfolgen**

Nur für einige der betrachteten Schwellenländer bestehen Hinweise auf größere, spekulativ motivierte Kapitalzuflüsse. Gemessen am Kreditniveau und an der Kreditdynamik erscheinen die Risiken einer liquiditätsinduzierten Finanzmarktblase in den meisten Ländern derzeit jedoch eher begrenzt. Allerdings sollte diese Entwicklung aufmerksam beobachtet werden, z. B. im Rahmen des *Surveillance*-Prozesses der G20, um kritische Entwicklungen frühzeitig zu erkennen und gegenzusteuern. Eine Fortsetzung der von vielen Schwellenländern bereits eingeleiteten monetären Straffung ist zur Dämpfung der Inflation – und

damit zu einer Verringerung der realen Aufwertung – unabdingbar. Zudem kann eine stabilitätsorientierte Makro-Politik in den Schwellenländern in Form einer nachhaltigen Fiskalpolitik, eines flexiblen Wechselkurses sowie mikro- und makroprudenzieller Regulierungen die mit hohen Kapitalzuflüssen verbundenen Risiken vermindern.<sup>10</sup> Nicht zuletzt sollten die großen Industrieländer, insbesondere die USA, eine schrittweise Normalisierung der Liquiditätsversorgung in Angriff nehmen, um das Risiko von Finanzmarkt- und Kreditblasen in den Schwellenländern zu verringern.

Schließlich besteht das handelspolitische Risiko, dass im Zuge der mit den Kapitalzuflüssen verbundenen deutlichen realen Währungsaufwertung in einigen der großen Schwellenländer (Brasilien, Indonesien, Chile) dort protektionistische Maßnahmen (z. B. Kapitalverkehrskontrollen) eingeführt und verstärkt werden. Dies kann zu restriktiven Gegenreaktionen seitens der Handelspartner führen und das handelspolitische Klima insgesamt verschlechtern.

Kontakt: Christoph Menzel

10 Qureshi M., Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, Marcos Chamon: „Managing Capital Inflows: The Role of Capital Controls and Prudential Policies“, NBER Working Paper 17363, August 2011.