

»» Zinswende – Gefahr für Kapitalströme in die Entwicklungs- und Schwellenländer?



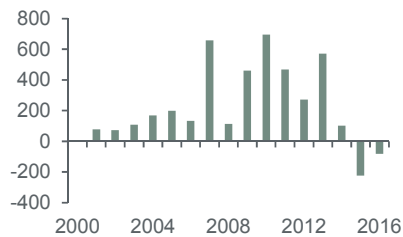
Nr. 159, 21. März 2018

Autor: Dr. Tobias Rehbock, Telefon 069 7431-2686, tobias.rehbock@kfw.de

Seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise sind die Industrieländer (IL) u. a. durch eine sehr expansive Geldpolitik und eine ausgeprägte Niedrigzinsphase gekennzeichnet. Eine Folge davon war die „Suche nach Rendite“ und dadurch ansteigende Kapitalzuflüsse in die Entwicklungs- und Schwellenländer (EL/SL): In den Jahren 2010 bis 2014 lagen die Zuflüsse pro Jahr mehr als doppelt so hoch als in den Jahren vor der Krise (2000 bis 2007, Grafik 1).

Grafik 1: Kapitalzuflüsse in die EL/SL

Kapitalbilanzsaldo in Mrd. USD (hier wie im Folgenden: ohne Änderung der Währungsreserven, positives Vorzeichen entspricht Zufluss)



Quellen: IWF, KfW Research

Die Niedrigzinsphase geht langsam zu Ende. Vorreiter dabei ist die US-Notenbank Fed, die seit Ende 2015 den Leitzins um 150 Basispunkte angehoben und überdies damit begonnen hat, ihren Wertpapierbestand abzubauen. Steigende Zinsen in den IL gehen mit der Sorge einher, dass es zu weniger Kapitalzuflüssen in die EL/SL kommt.¹

Die Höhe der Kapitalströme in die EL/SL hängt aber nicht nur von der Zinsdifferenz zu den entwickelten Volkswirtschaften ab. Viele weitere Faktoren spielen eine Rolle: neben dem Ausmaß der Risikoaversion der Investoren wirken auch Unterschiede in der Wachstumserwartung sowie strukturelle Faktoren wie die Reserveausstattung der EL/SL oder Fragen der Governance und Rechtssicherheit auf Investitionsentscheidungen.

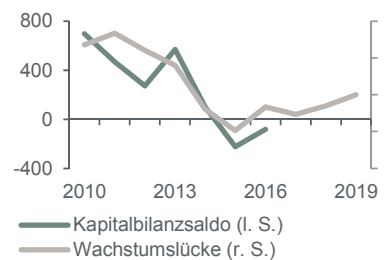
Vor allem die Konjunkturperformance überzeugt, ...

Die Perspektiven für die Entwicklung der Kapitalströme in die EL/SL ergeben sich somit aus der erwarteten Entwicklung ihrer wichtigsten Bestimmungsgründe:

1. Der Wachstumsvorsprung der EL/SL gegenüber den IL wird sich 2018 und 2019 halten oder sogar leicht zunehmen (Grafik 2). Die Dynamik in den meisten EL/SL bleibt stabil oder legt zu (so in Brasilien, Indien oder Südafrika), während die IL wohl ihre Wachstumsspitze 2017 gesehen haben (z. B. Japan, UK) oder 2018 sehen werden (z. B. Deutschland, Frankreich, USA).

Grafik 2: Kapitalzuflüsse und Wachstum

Kapitalbilanzsaldo: Mrd. USD; Wachstumslücke: BIP-Wachstum der EL/SL abzgl. Wachstum IL, in Prozentpunkten



Quellen: IWF, KfW Research

... während hinter Risikoappetit und Reserven Fragezeichen stehen.

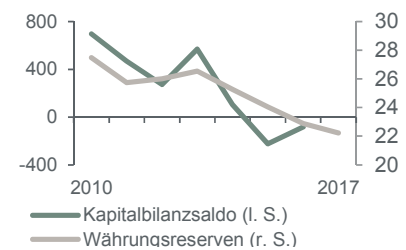
2. Zinsdifferenzen lösen nicht per se Kapitalflüsse aus, da bei Laufzeitkongruenz die höhere Rendite ein höheres Risiko impliziert. Nach der Finanzkrise profitierten die EL/SL jedoch von einer global hohen Risikofreude, die Risikospreads nahmen ab. Wie sich die Risikoeinstellung zukünftig entwickelt, ist schwer vorhersehbar. Nach 2019 dürfte aber die aktuelle, weltweit sehr dynamische Wachstumsphase zu Ende gehen. Finanzierungsbedingungen ziehen an, zudem entstehen aktuell neue Risikoquellen wie der harte Brexit oder Han-

delskriege. Im Zuge eines anziehenden Zinsumfeldes werden auch die Gefahren aus der hohen Unternehmensverschuldung in den EL/SL wieder mehr ins Blickfeld geraten. Die Risikovorsicht dürfte somit tendenziell zunehmen.

3. Im Zusammenhang mit den Risiken spielen die Währungsreserven eine Rolle. Eine gewisse Stabilisierung in krisenhaften Situationen gelingt besser, wenn das Finanzsystem über die Zentralbank Zugang zu ausreichenden Devisenreserven hat. Das Währungsreservenpolster der EL/SL ist jedoch im Trend rückläufig, nicht nur in Relation zum BIP (Grafik 3), sondern beispielsweise auch in Importmonaten gerechnet.

Grafik 3: Kapitalzuflüsse und Reserven

Kapitalbilanzsaldo: Mrd. USD; Währungsreserven: Prozent i.V.z. BIP



Quellen: IWF, KfW Research

Fazit

Insbesondere das robuste konjunkturelle Umfeld in den EL/SL spricht auf Sicht von 1–2 Jahren nicht dafür, dass die Zinswende zu einem deutlichen Abbremsen von Kapitalzuflüssen oder gar massiven Abflüssen führt. Aber das Klima für die Kapitalzuflüsse in die EL/SL dürfte in den kommenden Jahren rauer werden, sodass auch flankierende Einflussfaktoren auf Kapitalströme wie Governance, Institutionenqualität oder Rechtssicherheit an Bedeutung gewinnen. ■

¹ Die Kapitalabflüsse 2015 und 2016 sind noch keine Folge der Zinswende, sondern gingen allein auf China zurück und waren durch die spezifische Situation dort begründet.