

# Volkswirtschaft Kompakt



Nr. 83, 3. September 2015

## Fremdwährungsschuldnern in Schwellenländern stehen turbulente Zeiten bevor

Autorin: Marina Giese, Telefon 069 7431-9982, [research@kfw.de](mailto:research@kfw.de)

Bedingt durch die akkommodierende Geldpolitik der fortgeschrittenen Volkswirtschaften konnten Schwellenländer (SL) seit Beginn der Finanzkrise von günstigen Finanzierungsbedingungen und Kapitalzuflüssen profitieren. Mit der bevorstehenden Straffung des geldpolitischen Kurses in den USA – der ersten Leitzinserhöhung seit beinahe einem Jahrzehnt – dürfte sich das Finanzierungsumfeld verschlechtern. Die bereits eingesetzte Anpassung der Wechselkurse hat in zahlreichen SL die Fremdwährungsverschuldung – ausgedrückt in lokaler Währung – signifikant erhöht.

### Keine systemische Krise erwartet

Die Normalisierung der US-Geldpolitik ging in vorangegangenen Phasen häufig mit einer krisenhaften Entwicklung in den SL einher – z. B. Ende der 90er-Jahre in Asien. Im Vergleich dazu sind SL heutzutage für Krisen besser gewappnet: Deren Fremdwährungsreserven haben sich in den letzten 15 Jahren mehr als verzehnfacht (Grafik 1). Der anstehende Zinserhöhungszyklus in den USA dürfte folglich keine systemische Krise auslösen, könnte allerdings einzelne Länder – wie bereits vor zwei Jahren – stärker in Mitleidenschaft ziehen. Damals mündeten Hinweise der Fed auf eine mögliche Reduktion des Anleihekaufprogramms in Turbulenzen auf den Wert-

papier- und Devisenmärkten. Aufgrund ihrer starken Abhängigkeit von ausländischen Finanzierungsquellen standen damals insbesondere die Türkei, Brasilien, Indien, Indonesien und Südafrika im Fokus („Fragile Five“).

An den außenwirtschaftlichen Verwundbarkeiten hat sich seither wenig geändert. Lediglich Indiens Leistungsbilanzdefizit konnte deutlich reduziert werden. Vergleicht man den heutigen Stand der Fremdwährungsreserven mit dem externen Finanzierungsbedarf, so zeigt sich, dass vor allem die Türkei, Südafrika und Indonesien weiterhin äußerst anfällig sind: Bei anhaltenden Kapitalabflüssen könnte die Leistungsbilanz dieser Länder nicht über einen längeren Zeitraum hinweg mittels Reserven ausgeglichen werden. Im Fall der Türkei decken die Reserven lediglich 60 % der Summe aus kurzfristigen Auslandsschulden und Leistungsbilanzdefizit ab; für Südafrika und Indonesien beträgt das Verhältnis 90 bzw. 120 %. Brasiliens und Indiens Reserven stellen das 2-fache des Finanzierungsbedarfs dar.

### Die Last des starken US-Dollars

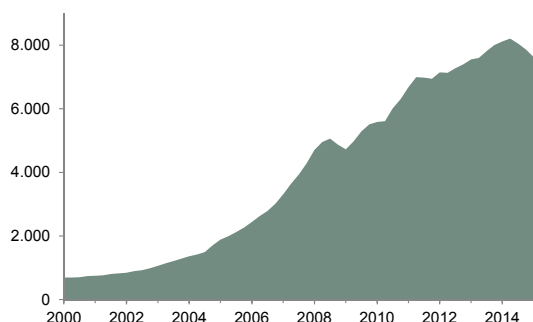
Seit Jahresbeginn gaben die brasilianische und die türkische Währung – mit Verlusten von rd. 30 bzw. 20 % – am stärksten nach;

gefolgt von Südafrika und Indonesien mit rd. 10 %. Die indische Rupie blieb hingegen relativ stabil (alle Angaben per 14.8.2015). Dieser Trend setzt zunehmend den privaten Sektor der SL unter Druck, dessen Fremdwährungsverschuldung seit 2007 eine hohe Dynamik aufweist. Am stärksten haben sich die in ausländischer Währung denominierten Verbindlichkeiten von Nichtfinanzunternehmen sowie Haushalten in der Türkei ausgeweitet, auch Brasilien und Indonesien verbuchten deutliche Zuwächse (Grafik 2).

Dabei setzen Unternehmen zunehmend auf Anleihemärkte als Refinanzierungsquelle: Das ausstehende SL-Anleihevolumen hat sich seit 2007 beinahe verdreifacht; rd. 1/5 ist in Hartwährung – hauptsächlich US-Dollar – denominiert. Eine Umkehr der Kapitalströme dürfte insbesondere Unternehmen beeinträchtigen, die zur Refinanzierung fällig werdender Schulden auf internationale Kapitalmärkte angewiesen sind. Rein auf Wechselkursänderungen bezogen sind die Risiken bei einem Großteil der Emittenten bzw. Kreditnehmer – v. a. Unternehmen aus dem Rohstoffsektor – begrenzt, da überwiegend ein natürliches Hedging via Einnahmen in US-Dollar vorliegen dürfte.

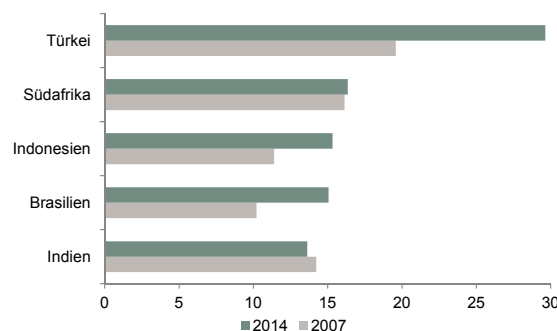
In einzelnen Volkswirtschaften wie bspw. der Türkei kann allerdings ein hoher Anteil an Unternehmen mit einer weder über entsprechende Einnahmen noch Derivate abgesicherten Fremdwährungsverschuldung eine Gefährdung für die Finanzstabilität darstellen. ■

**Grafik 1: Fremdwährungsreserven der Entwicklungs- und Schwellenländer (in Mrd. US-Dollar)**



Quelle: Datastream

**Grafik 2: Fremdwährungsverschuldung – Kredite und Anleihen – des privaten Sektors (in Prozent des BIP)**



Quelle: IWF