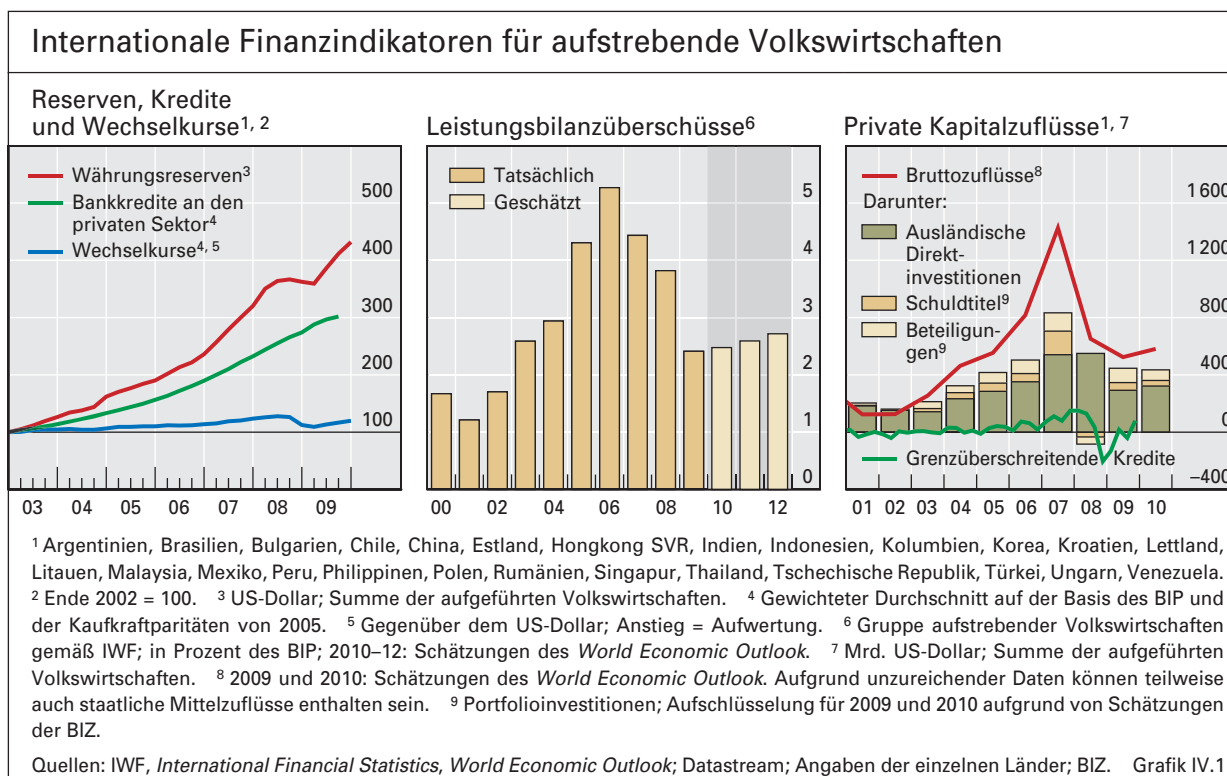


IV. Wirtschaftspolitische Herausforderungen für die aufstrebenden Volkswirtschaften nach der Finanzkrise

In den aufstrebenden Volkswirtschaften hat eine kräftige Erholung der Nachfrage eingesetzt. Fast überall in Asien, in einigen Teilen Lateinamerikas (darunter in Argentinien, Brasilien und Mexiko) sowie in der Türkei hat sich der Anstieg der Verbraucherpreise beschleunigt. In Indien hat die Kerninflation erheblich zugenommen. Das Wachstum der Industriesektoren mit hohem Ressourcenverbrauch, insbesondere in China und Indien, hat die Rohstoffpreise nach oben getrieben. In mehreren Ländern wurde die Bankkreditvergabe an den privaten Sektor kräftig ausgeweitet, was in einigen Fällen mit einem drastischen Anstieg der Wohnimmobilienpreise einherging.

Ungeachtet dieser Entwicklungen sind die monetären Bedingungen in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften – vor allem in Asien – weiter akkommodierend. Die Wiederaufnahme umfangreicher Interventionen zur Reduzierung des Aufwertungsdrucks hat zu einem raschen Anstieg der Währungsreserven geführt (Grafik IV.1 links). Unter diesen Umständen sollten einige Zentralbanken, insbesondere jene, deren Volkswirtschaften wachsendem Inflationsdruck ausgesetzt sind, ihre Geldpolitik straffen. Bei nach wie vor niedrigen Zinsen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften würde eine straffere Geldpolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften auf kurze Sicht Kapitalzuflüsse verstärken. Maßnahmen, um dem daraus resultierenden Aufwertungsdruck entgegenzuwirken,



würden jedoch das Kreditwachstum beschleunigen und das Risiko eines Überschießens der Vermögenspreise erhöhen.

Vor diesem Hintergrund überrascht es deshalb nicht, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften erneut Interesse am Einsatz diskretionärer Kapitalverkehrskontrollen zur Steuerung hoher Kapitalzuflüsse bekunden. Allerdings zeigen viele Arten von Kapitalverkehrskontrollen nur vorübergehend eine positive Wirkung. In dem Maße, in dem sie wirken, verringern sie zudem den Wettbewerb im Finanzsystem, verzerren die effiziente Allokation von Kapital und hemmen das Wirtschaftswachstum. Auf das Finanzsystem als Ganzes ausgerichtete aufsichtsrechtliche Maßnahmen hingegen können dazu beitragen, seine Anfälligkeit gegenüber volatilen Kapitalströmen zu begrenzen und wesentliche Zielkonflikte für die öffentlichen Entscheidungsträger abzuschwächen.

Angesichts dieser wirtschaftspolitischen Herausforderungen gibt es möglicherweise keine wirksame Alternative zu Zinserhöhungen, höherer Wechselkursflexibilität und spärlicher eingesetzten Devisenmarktinterventionen. Dies ist auch unerlässlich, um mittelfristig eine geordnete gesamtwirtschaftliche Anpassung und letztlich ein ausgewogenes Weltwirtschaftswachstum zu erreichen.

Gleichzeitig müssen die aufstrebenden und die fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiterhin gemeinsam an der Stärkung internationaler Währungsvereinbarungen arbeiten, um sicherzustellen, dass im Falle künftiger Krisen ausreichend Liquidität in einer internationalen Währung zur Verfügung steht. Auf absehbare Zeit wird diese Währung mit ziemlicher Sicherheit der US-Dollar bleiben.

Außenwirtschaftliche Ungleichgewichte und Kapitalströme: Fortsetzung der problematischen Trends?

Für die aufstrebenden Volkswirtschaften wird eine Zunahme der Leistungsbilanzungleichgewichte erwartet. Im Zeitraum 2006–09 sank ihr gemeinsamer Leistungsbilanzüberschuss in Relation zum BIP insgesamt zwar deutlich, doch für die Jahre 2010 bis 2012 wird ein Anstieg prognostiziert (Grafik IV.1 Mitte). Tatsächlich verzeichneten zu Beginn dieses Jahres viele aufstrebende Volkswirtschaften – vor dem Hintergrund der gegebenen Konjunkturabhängigkeit von Handelsströmen, der hohen Nachfrage aus China und eines Anstiegs der Rohstoffpreise – eine kräftige Zunahme ihrer Ausfuhren.

Anhaltende
Leistungsbilanz-
ungleichgewichte

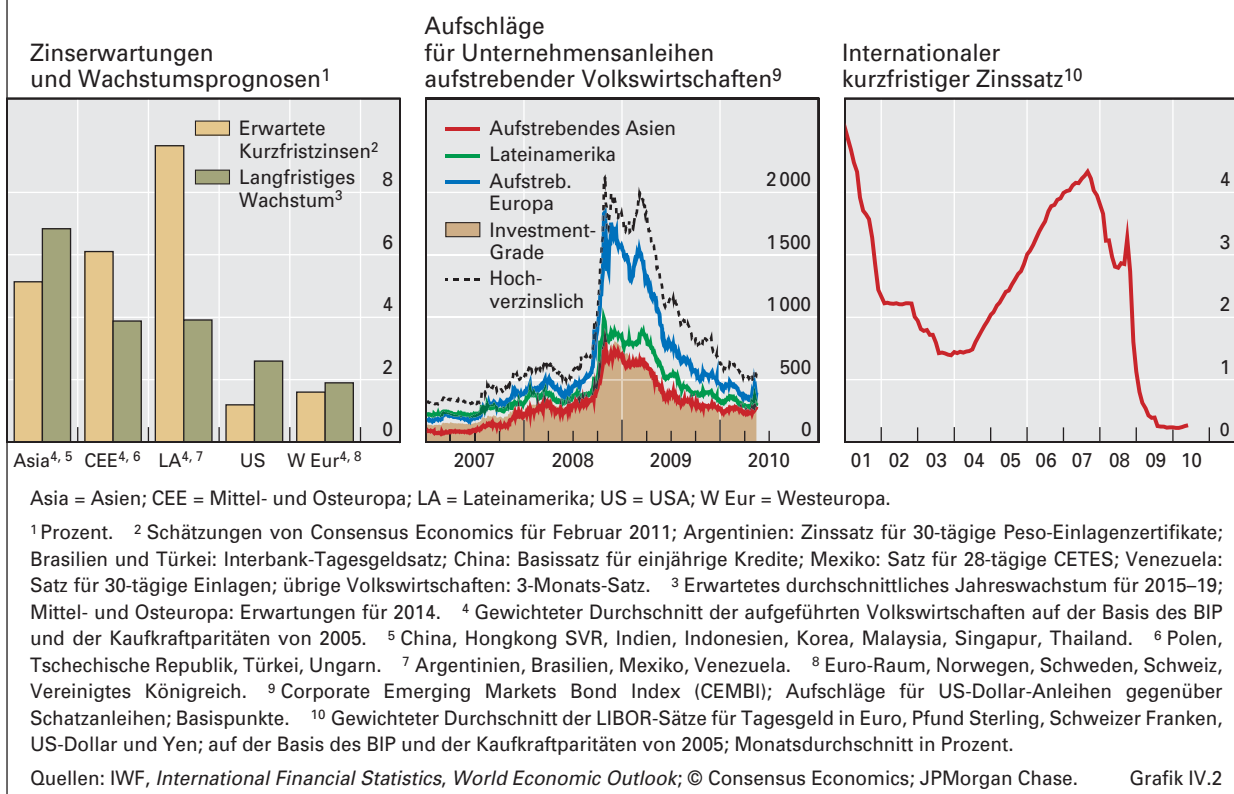
Die Kapitalzuflüsse in den aufstrebenden Volkswirtschaften hielten indessen an. Die ausländischen Direktinvestitionen blieben während der Krise auf relativ hohem Niveau und sind nach wie vor die wichtigste Form von Kapitalzuflüssen. Die Belebung anderer Arten von privaten Kapitalzuflüssen seit Mitte 2009 wurde von einem Anstieg der Beteiligungsinvestitionen angeführt (Grafik IV.1 rechts). Der Erwerb von Schuldtiteln durch ausländische Anleger hat ebenfalls wieder zugenommen, allerdings etwas langsamer. Nur die grenzüberschreitende Bankkreditvergabe blieb im Verlauf des Jahres 2009 schwach, wenngleich sie im vierten Quartal leicht zunahm.

Erneut Kapital-
zuflüsse in den
aufstrebenden
Volkswirtschaften ...

Verschiedene inländische und externe Faktoren deuten darauf hin, dass sich die Kapitalzuflüsse in nächster Zeit sogar noch verstärken könnten.

... ausgelöst
durch internationale
Zinsdifferenzen ...

Determinanten von Kapitalströmen in die aufstrebenden Volkswirtschaften



Erstens dürfte sich die kurzfristige nominale Zinsdifferenz zugunsten der die weltweite Konjunkturerholung anführenden aufstrebenden Volkswirtschaften ausweiten, da deren Zentralbanken die Normalisierung der Leitzinsen schneller angehen als die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften (Grafik IV.2 links).

... Wechselkurs-
erwartungen ...

Zweitens wird die Erwartung einer Währungsaufwertung zusätzliche Kapitalzuflüsse auslösen. Wie vor der Krise werden deshalb die Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften wahrscheinlich zum Ziel von Carry-Trades werden und einer erhöhten Wechselkursvolatilität ausgesetzt sein.

... positive Wachstumsaussichten ...

Drittens wird davon ausgegangen, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften in den nächsten 10 Jahren deutlich stärker wachsen werden als die fortgeschrittenen Volkswirtschaften (Grafik IV.2 links), was ihre Attraktivität für ausländische Kapitalgeber steigern dürfte.

... und günstige
Bedingungen
für Auslands-
finanzierung

Viertens schließlich hat die in den aufstrebenden Volkswirtschaften verzeichnete kräftigere Konjunkturerholung nicht nur zu höheren realen Renditen beigetragen, sondern bei den Anlegern auch den Eindruck sinkender Risiken erweckt. Dies äußerte sich in den Jahren 2009/10 in einem Rückgang der Anleihespreads (Grafik IV.2 Mitte) und in der Ratingheraufstufung einiger aufstrebender Volkswirtschaften, u.a. Brasiliens, Indonesiens, Koreas, Perus, der Philippinen und der Türkei. Aufgrund dieser günstigeren Finanzierungsbedingungen erregte eine Reihe von Anlageklassen in den aufstrebenden Volkswirtschaften wieder das Interesse internationaler Anleger. Die Emission von Anleihen an den internationalen und inländischen Märkten erholte sich

deutlich, da die Spreads von Credit-Default-Swaps (CDS) für Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüber ihren Höchstständen von Ende 2008 beträchtlich zurückgingen. Tatsächlich werden die Unternehmensanleihen aufstrebender Volkswirtschaften am Markt zunehmend als Titel mit Anlagequalität und nicht mehr als Hochzinspapiere bewertet (Grafik IV.2 Mitte). Bislang haben von der höheren Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften jedoch hauptsächlich Schuldner höherer Bonität profitiert, insbesondere in asiatischen und lateinamerikanischen Volkswirtschaften, in denen die öffentlichen Finanzen und die Unternehmensbilanzen robust geblieben sind.

Darüber hinaus bereiten die niedrigen Leitzinsen (Grafik IV.2 rechts) und die umfangreiche Ausweitung der Zentralbankbilanzen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften den Boden für eine beträchtliche Wiederbelebung von Portfolioinvestitionen und Bankkreditströmen. Internationale Anleger halten immer noch umfangreiche Bestände an sehr liquiden Vermögenswerten, wie z.B. Geldmarktfondsanteilen, die sie zu gegebener Zeit ohne Weiteres gegen höher verzinsliche und weniger liquide Vermögenswerte der aufstrebenden Volkswirtschaften eintauschen können. Außerdem konsolidieren die internationalen Banken zurzeit ihre Bilanzen und erschließen in Anbetracht des seit der Krise gewandelten Geschäftsumfelds verstärkt lokale Finanzierungsquellen in ihren Heimatländern (Kapitel VI).

Die internationale Integration im Finanzbereich bietet wesentliche Vorteile: Kapitalzuflüsse fördern die Entwicklung des Finanzsystems und sind oft eine zentrale Antriebskraft für das mittelfristige Wirtschaftswachstum. Einige Formen von Kapitalzuflüssen können jedoch auch destabilisierend wirken. Dies gilt vor allem für Portfolioströme (insbesondere von Schuldtiteln) und für Mittelzuflüsse aus der grenzüberschreitenden Kreditvergabe, bei denen Fondsmanager und fremdfinanzierte Investoren eine besonders große Rolle spielen. Daher ist es wichtig, nicht nur die Art der Kapitalströme, sondern auch die letztendlichen Geldgeber zu überwachen.

Wirtschaftspolitische Optionen

Aus den zu erwartenden hohen Kapitalzuflüssen ergeben sich einige unmittelbare wirtschaftspolitische Herausforderungen für die aufstrebenden Volkswirtschaften. Eine höhere Wechselkursflexibilität ist in vielerlei Hinsicht vorteilhaft. So kann der private Sektor mit ihrer Hilfe möglicherweise davon abgehalten werden, riskante Fremdwährungspositionen aufzubauen. Insbesondere kann sie auch dazu beitragen, die Anreize für die mit Carry-Trades einhergehenden kurzfristigen Kapitalzuflüsse zu reduzieren. Mehr Flexibilität zuzulassen kann allerdings beim Auftreten eines Schocks zu einem vorübergehenden Überschießen des Wechselkurses führen. Problematisch sind derartige Kursauschläge vor allem für Volkswirtschaften mit engen inländischen Kapitalmärkten oder Devisenmärkten, die zu einem Über- oder Unterschießen der Wechselkurse neigen: Das Tempo der Kapitalzuflüsse würde ihre Finanzsysteme schlicht überfordern. Hinzu kommt, dass das Wirtschaftswachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften im vergangenen Jahrzehnt von der Exportindustrie angeführt wurde. Viele Beobachter befürchten deshalb, dass eine

Währungsaufwertung erleichtert Anpassung, birgt aber Risiken

Währungsaufwertung die Wettbewerbsfähigkeit dieser Branchen untergraben und den aufstrebenden Volkswirtschaften somit möglicherweise kostspielige Strukturanpassungen aufbürden würde. Dennoch ist eine Währungsaufwertung normalerweise ein wichtiger Mechanismus, um die Nachfrage wieder in Richtung inländischer Anbieter zu lenken.

Niedrigere
Leitzinsen ebenfalls
nicht ohne Risiken

Eine mögliche Antwort der Wirtschaftspolitik auf den Aufwertungsdruck infolge von Kapitalzuflüssen besteht darin, die Leitzinsen auch bei zunehmendem Inflationsdruck nicht anzuheben. Niedrige Leitzinsen begrenzen den Aufwertungsdruck, fördern Investitionen und kurbeln die Inlandsnachfrage an. Werden die Zinsen jedoch zu lange auf einem zu niedrigen Niveau gehalten, steigen hierdurch die Gefahren einer Überhitzung der Binnenwirtschaft, einer steigenden Inflation, einer exzessiven Kreditausweitung sowie eines Überschießens der Vermögenspreise.

Eine weitere Option, dem Aufwertungsdruck angesichts steigender Kapitalzuflüsse zu begegnen, sind Devisenmarktinterventionen, und zwar in Verbindung mit einer Leitzinserhöhung, um den Effekten der Interventionen auf Inflation, Kreditwachstum und Vermögenspreise entgegenzuwirken. Interventionen (und der mit ihnen einhergehende Aufbau von Währungsreserven) führen, wenn sie nicht mit anderen Maßnahmen gekoppelt werden, zu Verzerrungen in Form einer starken Ausweitung der Bankbilanzen und eines höheren Inflationsdrucks. Ebenso könnten eine Anhebung der Leitzinsen zur Eindämmung der Inlandsnachfrage und das Zulassen einer nur moderaten oder stetigen Aufwertung schließlich zu einer weiteren Ausweitung der Carry-Trades und zu noch stärkeren Kapitalzuflüssen führen, wodurch der Druck auf den Wechselkurs erneut steigen würde. Umfangreiche Interventionen erschweren zudem die Durchführung einer angemessen straffen Geldpolitik und können die Risiken für die Finanzstabilität erhöhen.

Möglicherweise
Bedarf an anderen
Instrumenten

Vor diesem Hintergrund haben die öffentlichen Entscheidungsträger auch andere Instrumente als den Leitzins in Erwägung gezogen, um den Umfang der Kapitalzuflüsse zu begrenzen und gleichzeitig die Widerstandsfähigkeit der Gesamtwirtschaft und des Finanzsystems gegenüber starken Schwankungen der Kapitalströme zu erhöhen. In den folgenden Abschnitten werden die verschiedenen wirtschaftspolitischen Zielkonflikte beleuchtet, die im Zusammenhang mit länger anhaltenden Devisenmarktinterventionen bestehen. Erörtert werden auch Kapitalverkehrskontrollen sowie aufsichtsrechtliche Maßnahmen zur Verringerung der finanziellen Risiken infolge stark anschwellender Kapitalzuflüsse.

Devisenmarktinterventionen – Teil des Problems oder Teil der Lösung?

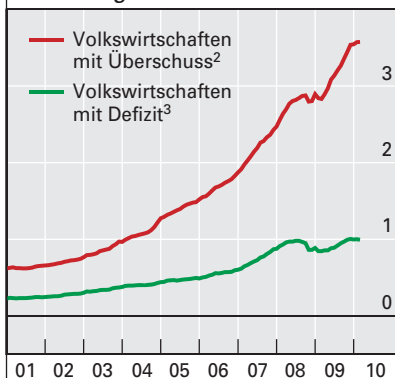
Interventionen
gehören zum
Instrumentarium
aufstrebender
Volkswirtschaften

Veränderungen des Bestands an Währungsreserven vor, während und nach der Krise veranschaulichen, dass Devisenmarktinterventionen für die Zentralbanken in den aufstrebenden Volkswirtschaften ein wichtiges Instrument sind. Länger anhaltende und umfangreiche Interventionen an den Devisenmärkten können jedoch sowohl kostspielig als auch riskant sein.

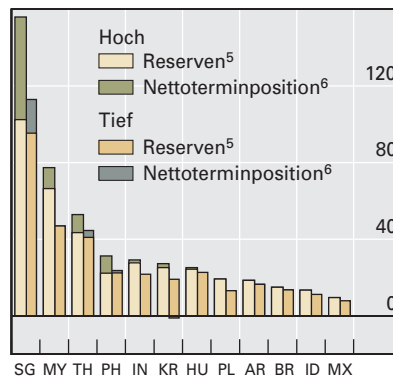
Vor der Krise häuften die Währungsbehörden in den aufstrebenden Volkswirtschaften beträchtliche Reserven an (Grafik IV.3 links). In einigen dieser

Währungsreserven

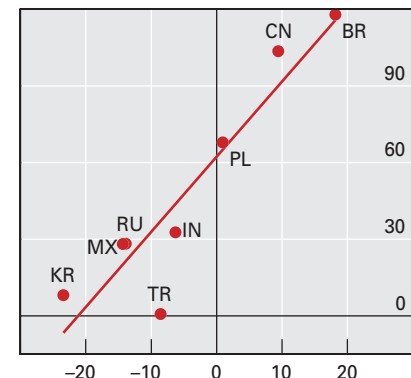
Reserven der aufstrebenden Volkswirtschaften nach Leistungsbilanzsaldo¹



Niveau der Reserven während der Krise⁴



Reservenaufbau und Wechselkurs, 2007–10⁷



AR = Argentinien; BR = Brasilien; CN = China; HU = Ungarn; ID = Indonesien; IN = Indien; KR = Korea; MX = Mexiko; MY = Malaysia; PH = Philippinen; PL = Polen; RU = Russland; SG = Singapur; TH = Thailand; TR = Türkei.

¹ Währungsreserven insgesamt; Bio. US-Dollar; Volkswirtschaften mit einem Überschuss/Defizit aufgrund ihres durchschnittlichen Leistungsbilanzsaldo in Prozent des BIP im Zeitraum 2001–09. ² Volkswirtschaften mit einem Leistungsbilanzüberschuss: Argentinien, Chile, China, Hongkong SVR, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand, Venezuela. ³ Volkswirtschaften mit einem Leistungsbilanzdefizit: Brasilien, Bulgarien, Estland, Indien, Kolumbien, Kroatien, Lettland, Litauen, Mexiko, Peru, Polen, Rumänien, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ⁴ Hoch = Höchststand der Währungsreserven zu Beginn der Krise; Tief = niedrigster Stand während der Krise. Zeitpunkt von Hoch und Tief jeweils von Land zu Land unterschiedlich. ⁵ Gesamtbetrag an SZR, Reservepositionen im IWF und Währungsreserven, in Prozent des BIP von 2007. ⁶ Long-Positionen in Termingeschäften und Futures in Fremdwährungen gegenüber der Landeswährung, abzüglich der entsprechenden Short-Positionen, in Prozent des BIP von 2007. ⁷ Vertikale Achse: Veränderung der Reserven, einschl. Positionen in Derivaten, im Zeitraum März 2007 – März 2010; Prozent. Horizontale Achse: Veränderung des nominalen effektiven Wechselkurses (Anstieg = Aufwertung) im Zeitraum März 2007 – März 2010; Prozent.

Quellen: IWF; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik IV.3

Länder (z.B. Korea) war der Aufbau von Währungsreserven bis zu einer Höhe, die den Marktteilnehmern angemessen erschien, ein eigenständiges wirtschaftspolitisches Ziel. Auch die Einschätzung der Ratingagenturen, die bei der Bewertung der Kreditwürdigkeit eines Landes u.a. die Höhe seiner Währungsreserven berücksichtigen, spielte hierbei eine Rolle. In anderen aufstrebenden Volkswirtschaften hingegen, und zwar besonders in Ländern mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen, war der Aufbau von Währungsreserven nur ein Nebenprodukt der Wechselkurspolitik.

Während der Krise erwiesen sich hohe Währungsreserven als vorteilhaft. Im Anfangsstadium halfen sie, die ausländischen Anleger davon zu überzeugen, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften externen Schocks nicht schutzlos gegenüberstanden. Später, nach Mitte 2008, verwendeten die Zentralbanken einen Teil der Währungsreserven nicht nur zur Stützung der Währung angesichts kräftiger Abflüsse von Portfolioinvestitionen (wie etwa in Korea und Mexiko), sondern auch zur Beseitigung von Dollar-Liquiditätsempässen inländischer Finanzinstitute (wie etwa in Brasilien und Korea; Grafik IV.3 Mitte). Bereits vor der Krise hatten umfangreiche Währungsreserven als erstrebenswert gegolten. Der Einsatz von Reserven zur Bereitstellung von Fremdwährungsfinanzierungen für inländische Banken verstärkte diese Sichtweise nun noch. Schließlich mussten die Währungsreserven jedoch um Devisenswaplinien, insbesondere mit der Federal Reserve, ergänzt werden. Der Engpass

Währungsreserven während der Krise von Vorteil

bei kurzfristigen US-Dollar-Finanzierungen hat denn auch eine Debatte über stabilere institutionelle Rahmenbedingungen ausgelöst.

Inanspruchnahme von derivativen Positionen ebenfalls hilfreich

Im Zuge der während der Krise durchgeführten Interventionen kamen auch Devisenswaps und Währungsterminkontrakte zum Einsatz. Beispielsweise nutzten die Behörden in Malaysia, auf den Philippinen und in Singapur zunächst Terminpositionen, um dem privaten Sektor, insbesondere den Banken, Fremdwährungsliquidität zur Verfügung zu stellen. Auf diese Weise konnten sie ihre Währungsreserven schonen und die Konsequenzen für die inländische Liquidität begrenzen (Grafik IV.3 Mitte). Bereits seit Mitte der 1990er Jahre hatten die aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmend Derivate zur Steuerung ihrer Reserven eingesetzt. Mexiko beispielsweise nutzte zur Abfederung der auf die Tequila-Krise folgenden Wechselkursanpassung Optionen. In den letzten Jahren haben sich Terminkontrakte und Swaps zu den von Zentralbanken am häufigsten verwendeten Derivaten entwickelt.

Rückkehr zu Interventionen und Reservenaufbau

In der auf die Krise folgenden Konjunkturerholung gingen viele Zentralbanken in den aufstrebenden Volkswirtschaften wieder dazu über, einer Währungsaufwertung entgegenzuwirken, und akkumulierten umfangreiche Währungsreserven. Einige Länder (z.B. China) hatten ihre Reserven während der gesamten Krise kontinuierlich erhöht, während andere Länder massive Rückgänge bei ihren Währungsreserven verbucht hatten und diese nun nach der Krise wieder aufbauten. Die Währungsreserven Koreas etwa sanken während der Krise um \$ 64 Mrd., sind inzwischen aber wieder auf ihr Vorkrisenniveau angestiegen. Diese Beispiele stehen im Einklang mit dem grundsätzlichen positiven Zusammenhang zwischen dem Aufbau von Währungsreserven und dem Aufwertungsdruck in den aufstrebenden Volkswirtschaften (Grafik IV.3 rechts).

Interventionen können zu lockeren monetären und finanziellen Rahmenbedingungen führen

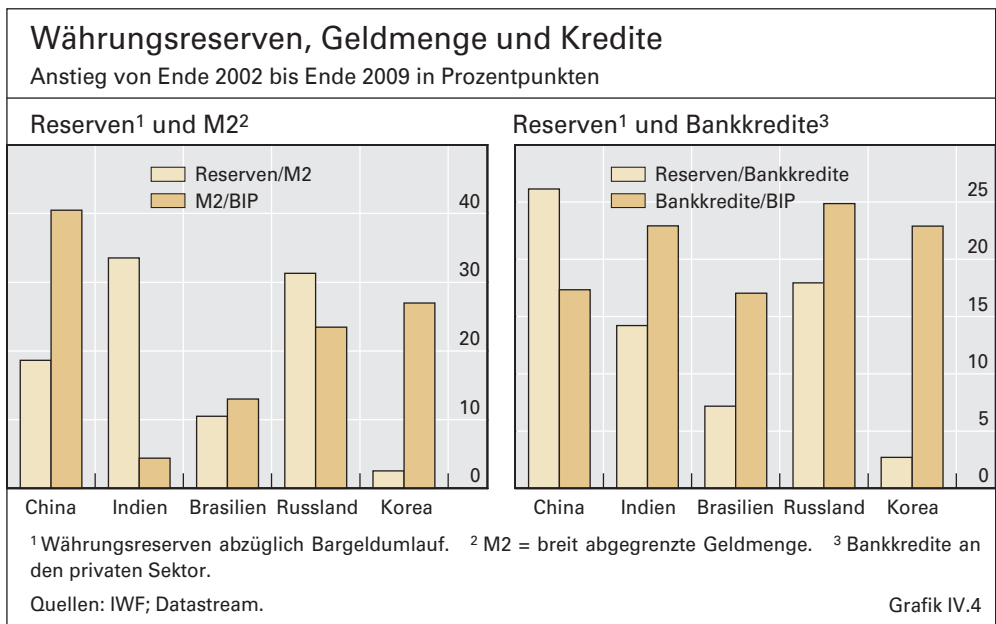
Länger anhaltende und umfangreiche Interventionen haben erhebliche Folgen für die Gesamtwirtschaft und die inländischen Finanzsysteme in den aufstrebenden Volkswirtschaften. Erstens kann ein Aufbau von Reserven, der lockere monetäre Rahmenbedingungen und hohes Kreditwachstum nach sich zieht, zusätzlichen Inflationsdruck oder Systemrisiken erzeugen.¹ In den letzten Jahren haben die Währungsreserven im Verhältnis zur Größe des inländischen Finanzsystems ein beträchtliches Maß erreicht (Grafik IV.4).

Länger anhaltende Sterilisierung von Interventionen kann hohe Kosten und Stabilitätsrisiken im Finanzsystem erzeugen

Zweitens sind Interventionen und Sterilisierungsmaßnahmen – selbst wenn Letztere die unbeabsichtigten inflationären Folgen der Reservenakkumulation ausgleichen – fast immer mit hohen Kosten verbunden. Normalerweise tauscht die Zentralbank im Rahmen ihrer Sterilisierungsmaßnahmen nämlich hochverzinsliche inländische Vermögenswerte gegen niedrig verzinsten Reserven.² Zudem führen solche Sterilisierungsmaßnahmen zu einer Verlängerung der Bilanz des Bankensystems und erhöhen durch mindestens zwei

¹ S. beispielsweise J. Amato, A. Filardo, G. Galati, G. von Peter und F. Zhu, „Research on exchange rates and monetary policy: an overview“, *BIS Working Papers*, Nr. 178, Juni 2005.

² Je nach institutioneller Ausgestaltung der Beziehungen zwischen Zentralbank und Regierung können die entsprechenden Kosten so hoch sein, dass die budgetäre Unabhängigkeit der Zentralbank infrage gestellt wäre. Kostenschätzungen für Indien und Korea zu Beginn dieses Jahrzehnts finden sich in H. Genberg, R. McCauley, Y. C. Park und A. Persaud, „Official reserves and currency management in Asia: myth, reality and the future“, *Geneva Reports on the World Economy*, Nr. 7, September 2005.



Hauptwirkungskanäle die Anfälligkeit des Finanzsystems.³ Zum einen beinhaltet eine Sterilisierung den von Währungsbehörden durchgeführten Tausch von Vermögenswerten des privaten Sektors in Fremdwährung gegen Vermögenswerte des öffentlichen Sektors in Landeswährung. Hierdurch wird das Risiko wechselkursbedingter Bewertungsverluste vom privaten zum öffentlichen Sektor transferiert. Zum anderen wären die Banken des privaten Sektors, die in den aufstrebenden Volkswirtschaften in der Regel die im Rahmen der Sterilisierung begebenen Schuldtitel halten, zunehmend einem Zinsänderungsrisiko ausgesetzt, wenn es wie zu Beginn dieses Jahrzehnts zu einer erheblichen Laufzeitenverlängerung von Zentralbanktiteln käme.

Die unerwünschten Nebenwirkungen der vollständigen Sterilisierung umfangreicher Interventionen haben zum Einsatz regulativer Instrumente, wie etwa von Mindestreserveanforderungen, geführt. So haben die Zentralbanken in einigen Ländern (u.a. Argentinien, China, Indien, Korea, Kroatien, Polen und Rumänien) Mindestreserveanforderungen gezielt verwendet, um die Auswirkungen von Devisenmarktinterventionen auf die Liquidität des Bankensystems wirkungsvoll zu sterilisieren. Im Vergleich zur Emission von Zentralbanktiteln ist die Erhöhung der Mindestreserveanforderungen für Zentralbanken relativ günstig, da Mindestreserven gewöhnlich unter Marktzins verzinst werden. Allerdings bestehen praktische Nachteile. Besonders in Volkswirtschaften mit höher entwickelten Finanzsystemen bewirken strenge Mindestreserveanforderungen im Laufe der Zeit eine Verlagerung der Geschäfte vom regulierten Bankensystem hin zu weniger regulierten Bereichen. Des Weiteren kann eine Erhöhung der Mindestreserveanforderungen zwar helfen, das Kreditwachstum während eines durch Kapitalzuflüsse ausgelösten Booms einzudämmen. Eine Senkung der Reservesätze zur Stimulierung der Kreditausweitung dagegen ist unter Umständen weniger wirksam als eine Rücknahme der Zinssätze von

³ S. M. S. Mohanty und P. Turner, „Aufbau von Devisenreserven in aufstrebenden Volkswirtschaften: Was sind die binnenwirtschaftlichen Auswirkungen?“, *BIZ-Quartalsbericht*, September 2006.

Zentralbanktiteln. Zudem können häufige Änderungen der Mindestreserveanforderungen – anders als Sterilisierungen mit zinsbezogenen Instrumenten – das Liquiditätsmanagement der Banken übermäßig erschweren.

Alles in allem verursachen länger anhaltende umfangreiche Devisenmarktinterventionen erhebliche Schwachstellen im Finanzsystem und verschärfen die Zielkonflikte für die öffentlichen Entscheidungsträger. Die erwähnten praktischen Nachteile erklären, warum das Interesse an anderen staatlichen Instrumenten, wie etwa Kapitalverkehrskontrollen und aufsichtsrechtlichen Maßnahmen, als Alternativen zu Interventionen wieder zugenommen hat.

Kapitalverkehrskontrollen und Finanzaufsicht als weitere Optionen?

Steuerung von
Kapitalströmen

Wirtschaftspolitischen Fragen im Zusammenhang mit der Steuerung von Kapitalströmen wird große Aufmerksamkeit gewidmet.⁴ In der Vergangenheit wurden zwar verschiedene Arten von Kontrollen verwendet, doch die Erfahrungen zeigen, dass sich die Empfängerländer damit kaum gegen plötzlich ansteigende Kapitalzuflüsse abschotten können. Mit einigen Maßnahmen konnten die inländischen Zinssätze jedoch temporär über den an den internationalen Märkten herrschenden Zinssätzen gehalten werden. Außerdem scheinen aufsichtsrechtliche Maßnahmen einigermaßen erfolgversprechend zu sein, was die Verbesserung der Fähigkeit des inländischen Finanzsystems, grenzüberschreitende Finanzmittelströme zu absorbieren und Wechselkursvolatilitäten zu verkraften, anbelangt.

Der umfassende Abbau rechtlicher Hemmnisse für den grenzüberschreitenden Kapitalverkehr in den vergangenen 25 Jahren hat zu einer entsprechend stärkeren Globalisierung des Finanzsystems geführt. Die fortschreitende internationale Integration des Finanzsektors hat viele Vorteile mit sich gebracht, aber auch Risiken geschaffen, die bewältigt werden müssen. Die Haltung der aufstrebenden Volkswirtschaften gegenüber Kontrollen ist je nach Region unterschiedlich. Seit den frühen 1990er Jahren haben die mittel- und osteuropäischen Länder im Rahmen ihrer laufenden Integration in die Europäische Union kontinuierlich Kapitalverkehrskontrollen abgebaut. Im selben Zeitraum haben die aufstrebenden Volkswirtschaften in Süd- und Ostasien ihre Kapitalverkehrskontrollen verstärkt. Die aufstrebenden Volkswirtschaften Lateinamerikas liegen dazwischen, wobei die Zahl der Länder mit expliziten Kontrollen leicht rückläufig ist.

Erhoffte positive
Wirkung von Kapital-
verkehrskontrollen ...

Kapitalverkehrskontrollen sind aus mehreren Gründen attraktiv. Sie erhöhen beispielsweise die Wirksamkeit der nationalen Geldpolitik, indem sie einen Keil zwischen in- und ausländische Finanzmärkte treiben. Falls Kapitalverkehrskontrollen das Volumen der Kapitalzuflüsse tatsächlich verringern, bremsen sie zudem den Aufwertungsdruck auf die Währung (allerdings um den Preis einer Verzerrung der internationalen Kapitalallokation).

... teilweise
ausgeblieben

Empirische Untersuchungen legen jedoch nahe, dass Kapitalverkehrskontrollen ihre Grenzen haben. So scheinen sie keine dauerhafte Wirkung auf den

⁴ S. Ausschuss für das weltweite Finanzsystem, „Capital flows and emerging market economies“, *CGFS Papers*, Nr. 33, Januar 2009.

Umfang von Kapitalströmen zu haben. Dagegen beeinflussen die Kontrollen möglicherweise die Zusammensetzung der Kapitalströme in einer Weise (z.B. durch eine Reduzierung des Anteils kurzfristiger Mittelströme), welche die Wechselkursvolatilität verringert. Des Weiteren gibt es kaum Hinweise darauf, dass Kapitalverkehrskontrollen die Krisenanfälligkeit der Gesamtwirtschaft senken oder die realen Kosten solcher Krisen verringern.⁵ Schließlich verursachen Kapitalverkehrskontrollen auch mikroökonomische Verzerrungen.

Ländern mit einem noch im Aufbau begriffenen Finanzsystem ist mittlerweile bewusst, dass jegliche Lockerung bestehender Kontrollen von internationalen Kapitalströmen in sorgfältig gestaffelten Schritten erfolgen sollte. Im Zuge der Weiterentwicklung dieser Volkswirtschaften und ihrer Finanzmärkte lassen die Wirksamkeit und die Rechtfertigung von Kontrollen jedoch tendenziell nach. Ein erfolgversprechenderer und nachhaltigerer Ansatz für den Umgang mit volatilen Kapitalzuflüssen in den aufstrebenden Volkswirtschaften bestünde darin, die Fähigkeit des Finanzsystems und der Wirtschaft zu ihrer Bewältigung zu stärken. Eine wichtige Rolle können hier aufsichtsrechtliche Instrumente spielen, die große Beachtung als Maßnahme zur Begrenzung systemweiter Finanzrisiken gefunden haben (Kapitel VII).

Makroprudenzielle
Instrumente ...

Die aufstrebenden Volkswirtschaften setzen aufsichtsrechtliche Instrumente bereits seit geraumer Zeit zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit ihrer Finanzsysteme ein. Die öffentlichen Entscheidungsträger haben viele dieser Instrumente kürzlich neu kalibriert, um die Kapitalzuflüsse besser bewältigen zu können. In der Sonderverwaltungsregion Hongkong beispielsweise, wo kräftige Mittelzuflüsse die Immobilienpreise nach oben getrieben hatten, senkten die Behörden im Oktober 2009 die maximal zulässige Beleihungsquote für bestimmte Hypothekenarten, um die mit dem Preisanstieg verbundenen Risiken zu verringern. In Korea wurden ähnliche Maßnahmen ergriffen. Einige Länder (z.B. Korea) haben auch Obergrenzen für die Verschuldungsquote der privaten Haushalte eingeführt, um die übermäßige Kreditvergabe zu bremsen. Mehrere Zentralbanken in Mittel- und Osteuropa (darunter insbesondere die Zentralbanken von Bulgarien, Estland, Kroatien und Polen) ergriffen während des Kreditbooms vor der Finanzkrise vergleichbare Maßnahmen, um Fremdwährungsrisiken zu beschränken und eine durch Kapitalzuflüsse verursachte übermäßige Ausweitung der Kreditvergabe zu verhindern.

Weitere Maßnahmen der aufstrebenden Volkswirtschaften mit dem Ziel, die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems zu erhöhen, waren u.a. verschärfte aufsichtsrechtliche Anforderungen im Hinblick auf Laufzeiteninkongruenzen in den Bankbilanzen, die Förderung von Anleihenmärkten in Landeswährung und von Instrumenten zur Absicherung von Fremdwährungsrisiken, die Begrenzung von kurzfristigen Auslandskrediten, die Verbesserung des Risikomanagements im privaten Sektor sowie eine strengere Überwachung von Fremdwährungsengagements.

... können Wider-
standsfähigkeit
des Finanzsystems
stärken

⁵ S. R. Glick, X. Guo und M. Hutchison, „Currency crises, capital-account liberalization, and selection bias“, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 88, Nr. 4, November 2006, S. 698–714, sowie R. Cardarelli, S. Elekdag und M. Kose, „Capital inflows: macroeconomic implications and policy responses“, *IMF Working Papers*, Nr. WP/09/40, März 2009.

Die Zukunft des US-Dollars als internationale Währung

Rufe nach Reform
des internationalen
Währungssystems

Auch wenn auf kurze Sicht das Problem der Kapitalströme im Vordergrund steht, beschäftigen sich die üblichen Entscheidungsträger in den aufstrebenden Volkswirtschaften auch mit Reformen des internationalen Währungssystems, die längerfristig von Bedeutung sein könnten. Besorgnis besteht namentlich hinsichtlich der Funktion des US-Dollars als führende internationale Währung. Die Rolle der US-Währung im internationalen Währungssystem – insbesondere als Vehikelwahrung für die Mehrzahl der Finanzderivate – wird mitunter als einer der Gründe für die Ausbreitung der finanziellen und makro- ökonomischen Probleme während der jüngsten Krise angeführt. Dabei ist jedoch anzumerken, dass die Ausweitung der Krise von ihrem Ursprungsland USA auf die fortgeschrittenen Länder Europas nicht auf den US-Dollar, sondern hauptsächlich darauf zurückzuführen war, dass die europäischen Banken in hohem Maße in toxische US-Vermögenswerte investiert hatten und von kurzfristigen Kapitalmarktrefinanzierungen in US-Dollar abhängig waren. Für die Ausbreitung der Krise nach Asien, Lateinamerika und in die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas waren Auenhandelsverflechtungen verantwortlich. Zwar verschärfte eine Knappheit an kurzfristigen Finanzmitteln in US-Dollar in einigen Bankensystemen der aufstrebenden Volkswirtschaften die Krise, doch dem konnte teilweise mit der Einrichtung bilateraler Swaplinien durch die Federal Reserve begegnet werden.

US-Dollar als
führende
internationale
Währung

Zugang zu
internationaler
Währung in Krisen-
zeiten erforderlich

In Krisenzeiten besteht die Hauptaufgabe der Währungsbehörden darin, die Verfügbarkeit ausreichender Finanzmittel in einer internationalen Währung sicherzustellen, unabhängig davon, um welche Währung es sich handelt. Gegenwärtig sind dies der Dollar und in deutlich geringerem Maße der Euro und der Schweizer Franken (s. Kasten). Das Aufkommen weiterer international dominanter Währungen (real oder virtuell) würde das grundlegende Problem nicht verändern.

Möglicherweise
aber keine
ausreichende
Liquiditäts-
versorgung durch
Emittenten der
internationalen
Währung

Die Bereitstellung ausreichender Finanzmittel in internationalen Währungen kann aufstrebenden Volkswirtschaften ernsthafte Schwierigkeiten bereiten. Zentralbanken können nur einen bestimmten Umfang an Liquidität in einer Fremdwährung zur Verfügung stellen, da ihre Bestände an Währungsreserven begrenzt sind. Des Weiteren kann nicht erwartet werden, dass der Emittent einer internationalen Währung eine ausreichende Verfügbarkeit der Liquidität bedingungslos gewährleistet. Lösen lässt sich dieses fundamentale Problem auch nicht durch die Verwendung einer internationalen Währung wie etwa von Sonderziehungsrechten, die auf einem Korb nationaler Währungen beruhen. Dies würde die Liquiditätsbereitstellung sogar noch komplizierter gestalten, denn für die Verantwortlichen der Länder, aus deren Währungen sich der SZR-Korb zusammensetzt, wäre die bedingungslose Emission der Korbwahrung tendenziell ähnlich zu beurteilen wie eine bedingungslose Emission ihrer eigenen Währungen.

Suche der
aufstrebenden
Volkswirtschaften
nach Alternativen

Die Suche nach einem verbesserten weltweiten Sicherheitsnetz für das Finanzsystem geht also weiter, wobei verschiedene Vorschläge zur Debatte stehen. Diesbezügliche Diskussionen sind umso wichtiger, als formelle Vereinbarungen zwischen den aufstrebenden Volkswirtschaften und den führenden Zentralbanken über umfangreiche Swaplinien in Fremdwährungen fehlen. Ein

Lehren aus der Krise für die Rolle des US-Dollars als internationale Währung

Ende 2008 beeinträchtigten die Turbulenzen an den globalen Geldmärkten die herausragende Bedeutung des US-Dollars im Handel mit Terminkontrakten in Währungen von zwei Nachbarländern des Euro-Raums, nämlich dem ungarischen Forint und dem polnischen Zloty. Dieses natürliche Experiment, bei dem die Stärke des Dollars als internationales Tauschmittel getestet wurde, endete mit einer schnellen Rückkehr dieses Teils des internationalen Devisenmarktes zu seinem ursprünglichen Muster. Das legt den Schluss nahe, dass die Dominanz des Dollars stärker ist als allgemein angenommen.

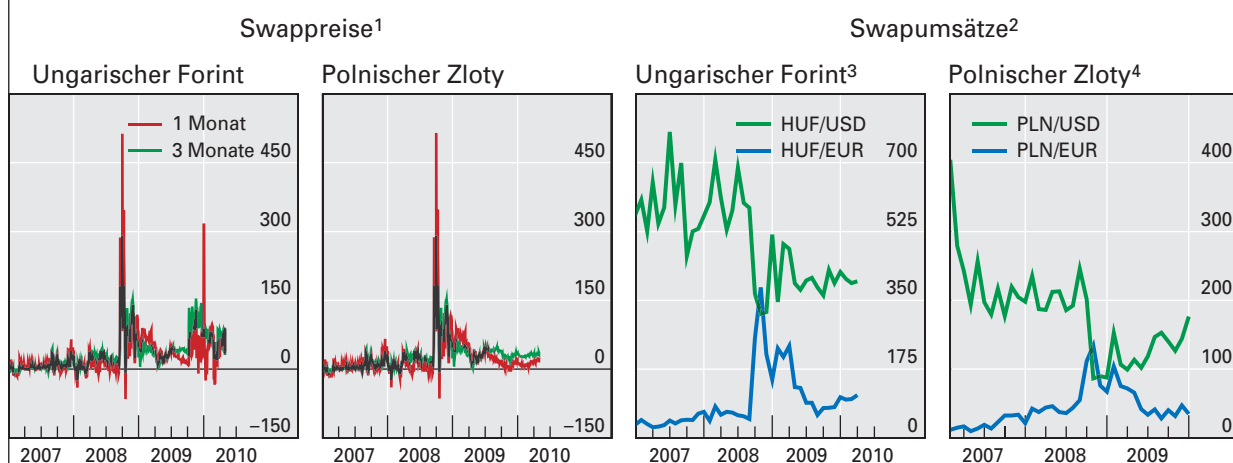
Hintergrund

Während der weltweiten Finanzkrise griffen die Spannungen an den Geldmärkten für Dollar schnell und heftig auf andere Geldmärkte über, was teilweise durch die herausragende Bedeutung der US-Währung am Devisenswapmarkt bedingt war. An diesem Markt werden Finanzmittel einer Währung für kurze Zeit in Finanzmittel einer anderen Währung getauscht. Im April 2007 hatte das Währungspaar Dollar/Euro mit 28% den höchsten Anteil an den Swappeschäften. Auf Swaps anderer Währungen mit dem Dollar entfiel ein Anteil von 64%, während Swaps anderer Währungen mit dem Euro nur 6% ausmachten. Selbst an den mitteleuropäischen Devisenmärkten, wo am Kassamarkt die jeweilige Landeswährung meistens gegen Euro gehandelt wird, betrug das Verhältnis von Dollar-Swaps und Euro-Swaps 10:1. Kurz gesagt, der Dollar spielte als Tauschmittel am Swapmarkt gegenüber anderen Währungen eine herausragende Rolle.

An anderen internationalen Märkten ist der Dollar nicht derart dominant. Am internationalen Anleihemarkt ist das Verhältnis zwischen Dollar und Euro als Wertaufbewahrungsmittel weit ausgeglichener: Nach Daten der BIZ und der EZB waren Ende 2008 45% der ausstehenden Anleihen in Dollar und 32% in Euro denominated. Eine Erklärung für diesen Unterschied zwischen Anleihe- und Swapmarkt ist eine gewisse Trägheit bei der Verwendung der Tauschwährung, die aus der Konzentration der Liquidität in bestimmten bilateralen Wechselkursen herrührt. Nachdem die mitteleuropäischen Währungen gegenüber dem Euro stabiler geworden waren als gegenüber dem Dollar, verstrich daher noch geraume Zeit, bis diese Währungen am Kassamarkt hauptsächlich gegen den Euro gehandelt wurden.

Neben dieser Trägheit spielen bei der Wahl des Tauschmittels auch internationale Verflechtungen eine Rolle. Insbesondere sind für eine bestimmte Währung Dollar-Swaps ganz einfach deshalb am nützlichsten, weil sie auch für alle anderen Währungen am ehesten verfügbar sind. Aufgrund dieses Zusammenhangs kann sich die Vorherrschaft von Dollar-Swaps selbst dann wieder einstellen, wenn die Marktteilnehmer aufgrund massiver Marktstörungen den Dollar zeitweise durch den Euro ersetzt haben. Trägheit allein kann zwar die andauernde Dominanz von Dollar-Swaps, nicht aber die Rückkehr zu diesen Instrumenten erklären.

Swappreise und -umsätze: US-Dollar bzw. Euro gegenüber Forint und Zloty



¹ Differenz zwischen der durch Devisenswaps implizierten US-Dollar-Renditenprämie gegenüber dem LIBOR in US-Dollar einerseits und der Euro-Renditenprämie gegenüber dem LIBOR in Euro andererseits für die jeweilige Währung; Basispunkte. ² Umsatz der entsprechenden Devisenswaps gegenüber US-Dollar und Euro. ³ Durchschnittlicher von gebietsansässigen Banken gemeldeter Swap-Tagesumsatz am ungarischen Devisenmarkt; Mrd. Forint. ⁴ Monatsumsatz am polnischen Devisenmarkt insgesamt; Mrd. Zloty.

Quellen: Magyar Nemzeti Bank (Ungarn); Narodowy Bank Polski (Polen); Reuters.

Grafik IV.A

Ein natürliches Experiment

Im April 2007 gab es nur wenige Währungen, in denen es einen gut etablierten Swapmarkt sowohl gegen den Dollar als auch gegen den Euro gab. Zwei solche Währungen waren der ungarische Forint und der polnische Zloty. Glücklicherweise erheben die Zentralbanken Ungarns und Polens monatliche Daten, die Aufschluss über die Marktdynamik im Zeitraum nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 geben. Wie erwähnt, war der Dollar vor der Krise in beiden Fällen nach wie vor die bevorzugte Währung für Swaps. Als im September und Oktober 2008 die Dollarknappheit akut wurde, stiegen die von den Dollar-Swapsätzen implizierten Dollar-Zinssätze über das Niveau der von Euro-Swapsätzen implizierten Euro-Zinssätze. Daraufhin gingen Devisenhändler in Ungarn und Polen dazu über, ihre Swapgeschäfte mit der eigenen Währung hauptsächlich gegen Euro und nicht mehr gegen Dollar durchzuführen. Als die Federal Reserve dann europäischen Banken über hohe Swaplinien Dollarfinanzierungen zur Verfügung stellte, sank die Prämie für Swapgeschäfte in Dollar, und ein Jahr später führten die Händler die Swapgeschäfte mit ihrer Landeswährung wieder fast ausschließlich gegen Dollar durch (Grafik IV.A).

Die Struktur des Marktes für Schweizer Franken kann dabei möglicherweise die Erklärung für die Rückkehr der ungarischen und polnischen Swapmärkte zum Dollar liefern. Da ein Großteil der Kreditvergabe in Ungarn und Polen in Schweizer Franken denominiert ist, müssen die dortigen Banken Liquidität in Landeswährung letztendlich nicht in Euro oder Dollar umwandeln, sondern in Schweizer Franken. Im April 2007 näherte sich am Kassamarkt der Wert der Geschäfte Schweizer Franken/Euro dem Wert der Geschäfte Schweizer Franken/Dollar an (\$ 33 Mrd. gegenüber \$ 49 Mrd.); am Swapmarkt dagegen blieb der Wert der Geschäfte Schweizer Franken/Euro weit hinter dem Wert der Geschäfte Schweizer Franken/Dollar zurück (\$ 15 Mrd. gegenüber \$ 81 Mrd.). Wenn unter normalen Bedingungen Swapgeschäfte zwischen Schweizer Franken und Dollar einfacher abgewickelt werden können als zwischen Schweizer Franken und Euro, dann war es nur verständlich, dass die Händler in Ungarn und Polen nach der Krise wieder dazu übergehen würden, Swapgeschäfte mit ihrer Landeswährung gegen Dollar vorzunehmen.

In Anbetracht der Debatte über die Zukunft des Dollars als Wertaufbewahrungsmittel verdeutlicht die Rückkehr zur Verwendung des Dollars an den Swapmärkten Ungarns und Polens seine Stärke als internationales Tauschmittel. In dieser Stärke der US-Währung kommen neben der erwähnten Trägheit weitere Faktoren zum Ausdruck, die ihre Wurzeln in den komplexen Geschäftsverbindungen zwischen international tätigen Banken, in der grenzüberschreitenden Kreditvergabe und in den währungsübergreifenden Liquiditätsoperationen haben. Jedwede Diskussion über Reformen des internationalen Währungssystems sollte diese praktische Sicht der gegenwärtigen Funktionsweise der Märkte mit einbeziehen.

Vorschlag betrifft die vom IWF eingeführte flexible Kreditlinie (Flexible Credit Line), die dahingehend zu modifizieren wäre, dass die Nutzungsberechtigung berechenbarer ist und ihre Laufzeit verlängert wird. Ein weiterer Vorschlag bezieht sich auf die Einrichtung eines Versicherungsmechanismus für Fremdwährungsliquidität, der eingezahlte Versicherungsprämien und im Voraus vereinbarte Kreditlinien mit wichtigen Zentralbanken verbinden würde. Regionale Lösungen, wie etwa multilaterale Währungsswapvereinbarungen im Rahmen der Chiang-Mai-Initiative oder der Einsatz bilateraler Swaps mit Nichtreservewährungen in Krisenzeiten, stellen weitere Optionen dar. Alle diese Mechanismen sind es wert, näher untersucht zu werden. In diesem Zusammenhang gilt es noch einige wichtige Fragen zu klären, etwa wie mit Moral-Hazard-Risiken umzugehen ist, die sich aus solchen Mechanismen ergeben können. Unklar ist auch, ob überhaupt eine Einigung über ein weltweites Sicherheitsnetz für das Finanzsystem erzielt werden kann, das stark genug wäre, um in einer tiefgreifenden Krise zu bestehen, wenn gleichzeitig noch viele andere Herausforderungen bewältigt werden müssen.

Zusammenfassung

Zwar hat sich die gesamtwirtschaftliche Lage der aufstrebenden Volkswirtschaften deutlich verbessert, doch sind sie weiterhin mit erheblichen wirtschaftspolitischen Zielkonflikten konfrontiert. Ein erneutes Wirtschaftswachstum und die Rückkehr von Kapitalzuflüssen stellen die öffentlichen Entscheidungsträger wieder vor die altbekannten Probleme – Inflation, rapides Kreditwachstum, Währungsaufwertung und überhöhte Preise für Vermögenswerte –, mit denen sie sich auch schon vor der Krise auseinandersetzen mussten. Falls sich die Kapitalzuflüsse weiter beschleunigen, könnte sich der Aufbau makroökonomischer Ungleichgewichte fortsetzen. Wird den Mittelzuflüssen wieder mit umfangreichen Devisenmarktinterventionen begegnet, so birgt dies Risiken für das Finanzsystem. Eine Alternative sind makroprudenzielle Maßnahmen, die zu einer Begrenzung der aus Fremdkapitalzuflüssen erwachsenden Währungs- und Laufzeitenrisiken beitragen und somit die mit der Kreditausweitung verbundenen negativen Auswirkungen abschwächen können. Diese Maßnahmen können jedoch die Straffung der Geldpolitik sowie mehr Wechselkursflexibilität als Mittel zur Förderung einer geordneten und nachhaltigen binnen- bzw. außenwirtschaftlichen Anpassung nicht ersetzen. Gleichzeitig bedarf es weiterer Anstrengungen, um die Widerstandsfähigkeit des internationalen Währungssystems zu erhöhen.