

---

## Zunehmender Inflationsdruck bei steigenden Rohstoffpreisen<sup>1</sup>

Von Anfang Dezember 2010 bis zur letzten Februarwoche 2011 rechneten die Anleger mit einem Konjunkturaufschwung in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften und einer zunehmenden Wahrscheinlichkeit, dass die Erholung endlich durchstartet. Diese besseren Wachstumsaussichten hatten einen sichtbaren Einfluss auf die Finanzmärkte: In den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften zogen die Aktienkurse an, und die Kreditspreads verengten sich. Auch die Renditen von Staatsanleihen zogen deutlich an, was einerseits der Erwartung zuzuschreiben war, dass sich eine voraussichtliche Straffung der Geldpolitik in höheren realen Renditen niederschlagen würde, und andererseits den gestiegenen Inflationserwartungen. In der letzten Februarwoche verschlechterte sich die Anlegerstimmung jedoch markant, als die Besorgnis über die Auswirkungen der politischen Unruhen in Nordafrika und im Nahen Osten zunahm.

Die höheren Inflationserwartungen – insbesondere auf kurze Sicht – waren nicht nur auf die besseren Wachstumsaussichten zurückzuführen, sondern auch auf den rapiden Anstieg der Preise von Agrarerzeugnissen und sonstigen Rohstoffen, insbesondere Nahrungsmitteln. Die Besorgnis, dass die globale Nachfrage nach Nahrungsmitteln an mehreren wichtigen Märkten höher sein könnte als das Angebot, dürfte bei diesem Anstieg eine wichtige Rolle gespielt haben. Die rasant steigenden Preise lösten bei den Anlegern und Entscheidungsträgern erneut Befürchtungen über die preistreibende Wirkung höherer Rohstoffpreise weltweit und über mögliche Zweitrundeneffekte aus. Hinzu kam, dass sich der Ölpreisanstieg infolge der eskalierenden politischen Spannungen in Nordafrika und im Nahen Osten beschleunigte.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurden die Preise von Vermögenswerten in erster Linie von den anhaltenden Anzeichen einer sich selbst tragenden Erholung bestimmt. Hingegen begannen sich in den Aktien- und Anleihekursen verschiedener aufstrebender Volkswirtschaften wachsende Bedenken der Anleger über die Auswirkungen einer strafferen Geldpolitik als

---

<sup>1</sup> Dieser Artikel wurde von der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ verfasst. Die Analyse deckt den Zeitraum bis zum 3. März 2011 ab. Fragen zu diesem Kapitel können an [jacob.gyntelberg@bis.org](mailto:jacob.gyntelberg@bis.org) oder [peter.hoerdahl@bis.org](mailto:peter.hoerdahl@bis.org) gerichtet werden. Fragen zu Daten und Grafiken sind an [magdalena.erdem@bis.org](mailto:magdalena.erdem@bis.org) oder [garry.tang@bis.org](mailto:garry.tang@bis.org) zu richten.

Reaktion auf die steigende Inflation niederzuschlagen. Der Wandel der weltwirtschaftlichen Aussichten veranlasste die Anleger zudem, ihre Portfolios geografisch umzuschichten. Dies führte an den Aktienmärkten in Asien und Lateinamerika zu Kapitalabflüssen und an den Aktienmärkten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu Kapitalzuflüssen.

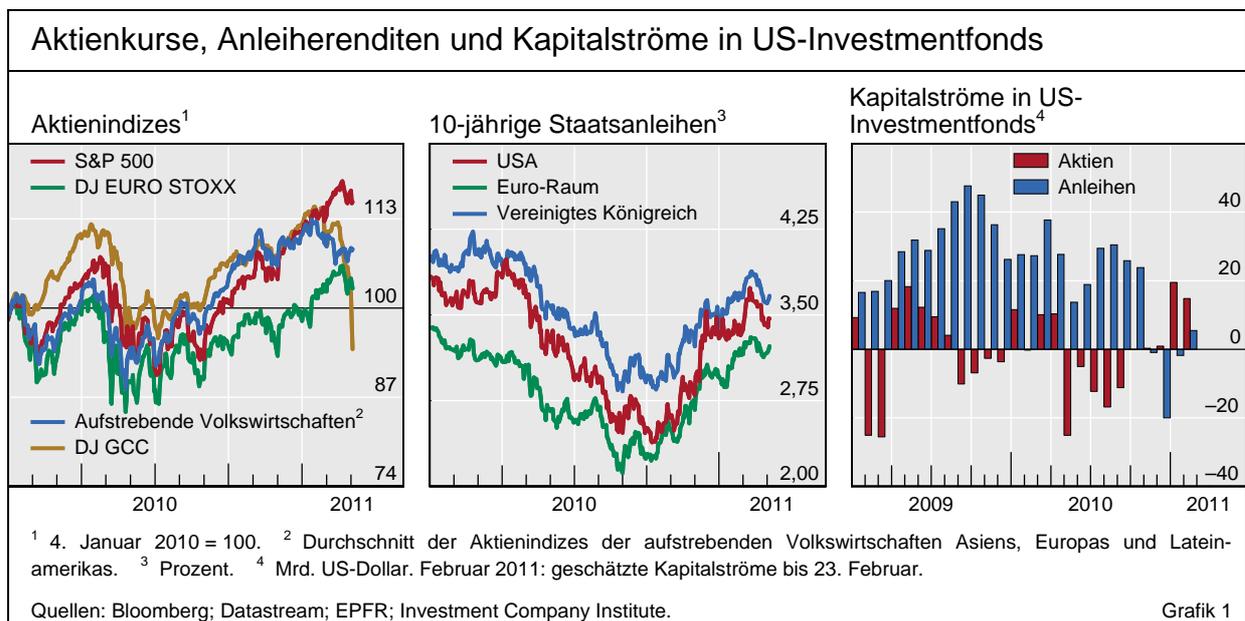
## Optimismus bezüglich Erholung gedämpft durch politische Unruhen

Von Anfang Dezember bis zur letzten Februarwoche liessen die Entwicklungen an den Aktien- und Anleihemärkten vermuten, dass die Anleger allmählich mit besseren Wachstumsaussichten für die wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften rechneten. Kontinuierlich wurden positive Daten bekannt, die weiterhin darauf hindeuteten, dass die Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, insbesondere in Japan und den USA, Fuss fasste. Dieser wachsende Optimismus führte im Berichtszeitraum zu einem markanten Anstieg der Aktienkurse in den wichtigsten Volkswirtschaften (Grafik 1 links). Ebenso verengten sich die Kreditspreads auf Unternehmensanleihen, und die Renditen von längerfristigen Staatsanleihen erhöhten sich (Grafik 1 Mitte). Der Anstieg der Anleiherenditen zeigte, dass sowohl mit höherer Inflation als auch mit höheren realen Renditen gerechnet wurde (s. weiter unten). Dass die Anlegerstimmung zugunsten von Aktien gegenüber Anleihen umschlug, war deutlich an den Kapitalströmen in den US-Investmentfonds zu erkennen: Anleihenfonds verzeichneten im Dezember Abflüsse, weil die Anleger ihre Portfolios zugunsten von Aktien umschichteten (Grafik 1 rechts).

Steigende Aktien- und fallende Anleihenkurse in fortgeschrittenen Volkswirtschaften, als Erholung Fuss fasst ...

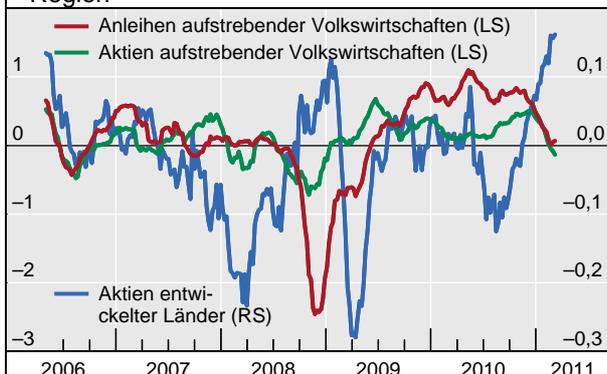
In den aufstrebenden Volkswirtschaften konzentrierten sich die Anleger auf die Auswirkungen einer künftigen Straffung der Geldpolitik als Reaktion auf die zunehmende Inflationsdynamik in einer Reihe von Ländern. In mehreren aufstrebenden Ländern schlugen sich die veränderten Aussichten ab Anfang Dezember in einem Rückgang der Aktienkurse nieder (Grafik 1 links). Dies

... während Inflationsängste aufstrebende Volkswirtschaften belasten

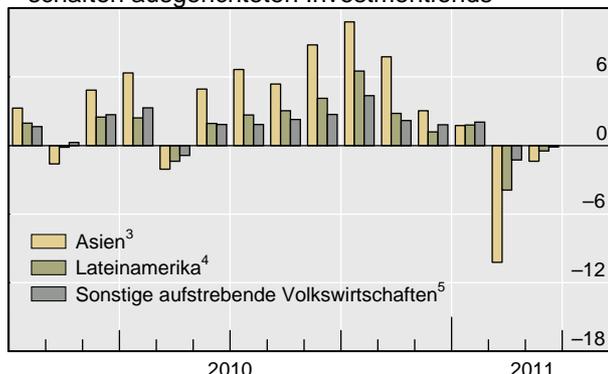


## Weltweite Portfolioumschichtungen

Kapitalströme in Aktien- und Anleihefonds, nach Region<sup>1</sup>



Kapitalströme in auf aufstrebende Volkswirtschaften ausgerichteten Investmentfonds<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Verhältnis des gleitenden 13-Wochen-Durchschnitts der Kapitalströme zum Nettovermögen der Fonds; Prozent. <sup>2</sup> Summe der wöchentlichen Stromgrößen von Aktien- und Anleihefonds bis zum 2. März 2011; Mrd. US-Dollar. <sup>3</sup> China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. <sup>4</sup> Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. <sup>5</sup> Polen, Russland, Südafrika, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn.

Quellen: EPFR; Berechnungen der BIZ.

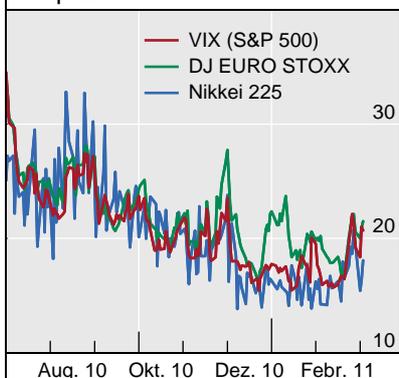
Grafik 2

zeigte sich auch an den Abflüssen aus auf aufstrebende Volkswirtschaften ausgerichteten US-Investmentfonds und an den Zuflüssen in Fonds mit Aktien entwickelter Volkswirtschaften (Grafik 2 links). Dies signalisierte das Ende der Phase umfangreicher Kapitalzuflüsse in Asien und Lateinamerika: Im Februar verzeichneten alle auf aufstrebende Volkswirtschaften ausgerichteten Fonds Nettoabflüsse (Grafik 2 rechts).

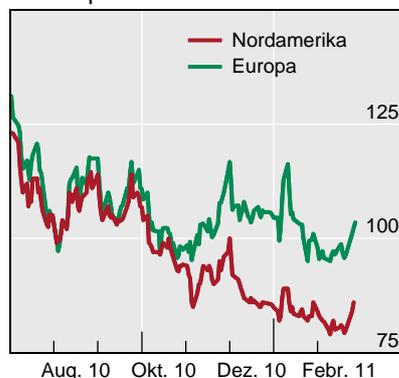
Die Stimmung verschlechterte sich in der letzten Februarwoche deutlich, als die Besorgnis über die Auswirkungen der politischen Unruhen in Nordafrika und im Nahen Osten zu einem sprunghaften Anstieg des Ölpreises führte. Dieser Stimmungswandel war an allen globalen Märkten klar ersichtlich. Aufgrund der Kapitalströme in sichere Anlagen wertete der Schweizer Franken

## Volatilität an Aktien- und Kreditmärkten

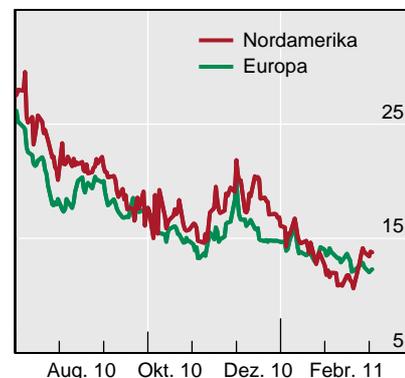
Durch Aktienmarktindizes implizierte Volatilität<sup>1</sup>



Kreditspreads<sup>2</sup>



Durch CDS-Indizes implizierte Volatilität<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Durch den Preis von Call-Optionen auf Aktienmarktindizes am Geld implizierte Volatilität; Prozent. <sup>2</sup> Mittlerer Spread für aktuelle 5-jährige CDS auf Indexkontrakte von Investment-Grade-Qualität (CDX North America; iTraxx Europe); Basispunkte. <sup>3</sup> Durch den Preis von 1- bis 4-monatigen Optionen auf CDS-Indizes (CDX High Yield; iTraxx Crossover) am Geld implizierte Volatilität; Basispunkte.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

Grafik 3

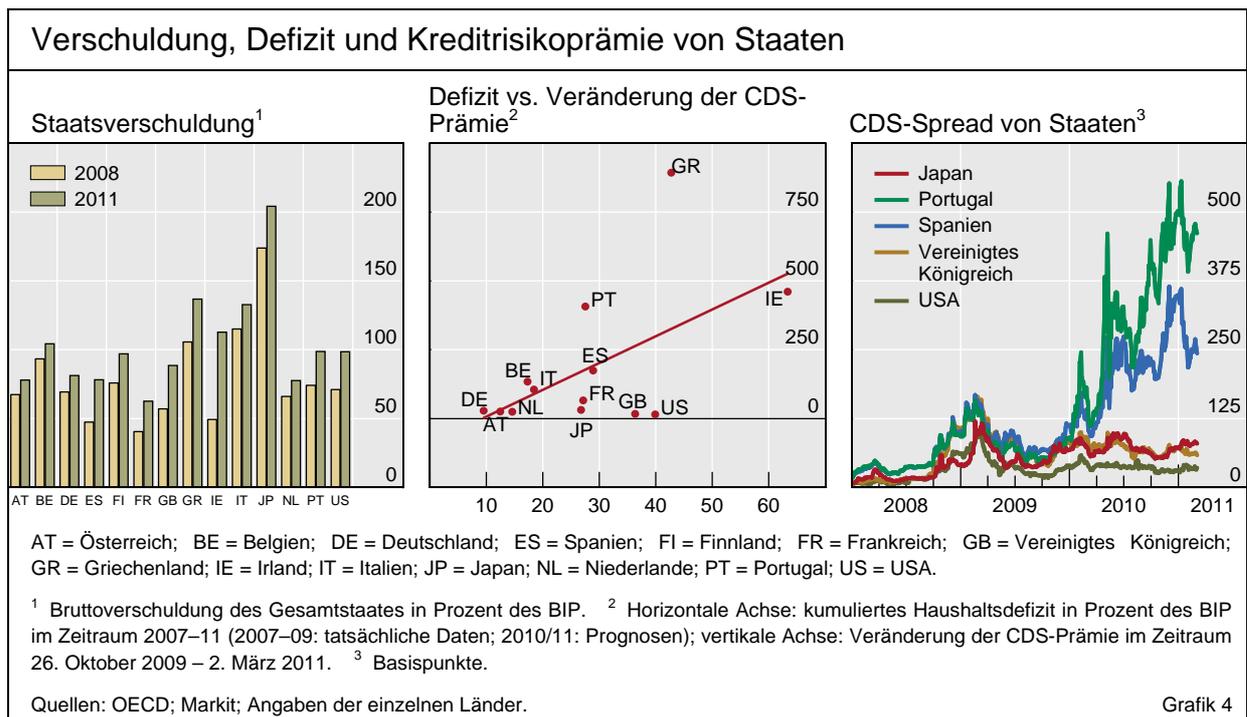
gegenüber dem US-Dollar auf, und die Aktienkurse gingen weltweit zurück. Die durch Aktienoptionen implizierte Volatilität – ein häufig verwendeter Indikator für die Risikowahrnehmung der Anleger – schnellte um rund zwei Drittel in die Höhe (Grafik 3 links). An den Kreditmärkten weiteten sich die Spreads innerhalb weniger Tage beträchtlich aus, während sich bei der durch CDS-Indizes implizierten Volatilität der Abwärtstrend umkehrte (Grafik 3 Mitte und rechts).

*Fiskalpolitische Aussichten immer noch im Mittelpunkt*

Die Anleger konzentrierten sich nach wie vor auf die Höhe der Staatsverschuldung und die fiskalpolitischen Entwicklungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Standard & Poor's stufte das Rating japanischer Staatsanleihen Ende Januar herab, und Moody's änderte den Ausblick für dieses Rating Ende Februar auf negativ. Dies war u.a. auf den erwarteten Anstieg der Staatsschuldenquote Japans zurückzuführen (Grafik 4 links). Während die Aktienmärkte offenbar negativ auf die Ratingänderungen reagierten, waren die Auswirkungen an den Anleihemärkten kaum spürbar, möglicherweise weil ein hoher Anteil der japanischen Staatsanleihen von japanischen Anlegern gehalten wird. Bei einer Reihe anderer Länder zeigten sich in der Entwicklung der Kreditspreads auf Staatsanleihen weiterhin die unsicheren fiskalpolitischen Aussichten für die betreffenden Staaten (Grafik 4 Mitte).

Die Bedenken über die Haushaltslage in Spanien und Portugal hielten an. Nach dem Rettungspaket für Irland lenkten die Anleger ihr Augenmerk auf die Tragfähigkeit der Haushaltslage Portugals, und die Renditen auf portugiesische Staatsanleihen erreichten neue Höchststände. Daher wurde die Wahrscheinlichkeit, dass Portugal die Europäische Stabilisierungsfazilität in Anspruch nehmen würde, im Berichtszeitraum von vielen Beobachtern höher eingeschätzt. Ab 10. Januar begannen die Kreditspreads auf Staatsanleihen allmählich zurückzugehen, was darauf hindeutete, dass die Bedenken der Anleger

Anhaltende fiskalpolitische Bedenken



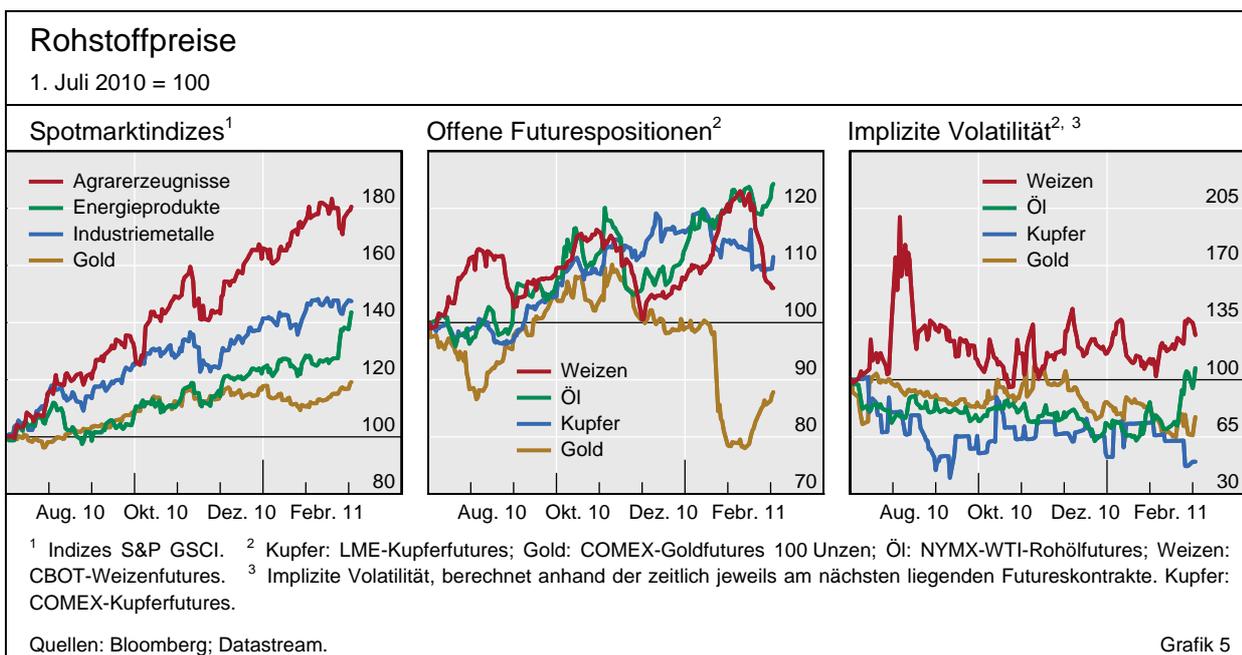
etwas nachliessen (Grafik 4 rechts). Die bessere Stimmung war teilweise auf die niedrigeren Haushaltsdefizite und den eingeschlagenen haushaltspolitischen Sparkurs in Spanien sowie auf die erfolgreiche Emission von EU-Anleihen Anfang Januar zurückzuführen. Die EU-Anleiheemissionen wurden überzeichnet – nicht zuletzt deshalb, weil Japan sich verpflichtete, 25% der Anleihen zu kaufen. In den sinkenden Spreads kam möglicherweise auch ein Rückgang der Anzahl von Short-Positionen an den Kredit- und Devisenmärkten aufgrund der besseren Anlegerstimmung zum Ausdruck. Diese Verbesserung liess auch die Aktienkurse europäischer Banken steigen; gleichzeitig verengten sich die Kreditspreads von Banken. Im Januar und Februar schlugen sich in der Kursentwicklung der Aktien und Anleihen spanischer Banken zudem die Veröffentlichung detaillierterer Informationen zu deren Engagements im Immobiliensektor sowie die Einführung strengerer Eigenkapitalanforderungen nieder.

### Anstieg von Nahrungsmittel-, Öl- und anderen Rohstoffpreisen

Rasant steigende Rohstoffpreise

Im Berichtszeitraum schnellten die Rohstoffpreise in die Höhe. Den stärksten Anstieg verzeichneten die Nahrungsmittel- und Ölpreise (Grafik 5 links). Der deutliche Anstieg der Nahrungsmittelpreise war teilweise der Besorgnis über das künftige Angebot zuzuschreiben, da die globale Produktion wetterbedingt zurückging. Angesichts des Preisanstiegs äusserten einige öffentliche Entscheidungsträger und Beobachter Befürchtungen über die möglichen politischen und inflationären Auswirkungen von höheren Nahrungsmittelpreisen in aufstrebenden Volkswirtschaften und Entwicklungsländern.

Die Gründe für den Preisanstieg bei Nahrungsmitteln und anderen Rohstoffen waren unterschiedlich. Der Anstieg der Nahrungsmittelpreise war in erster Linie auf Besorgnis über ein knappes künftiges Angebot infolge der Überschwemmungen in Australien und der Ernteaufälle wegen schlechten Wetters in der Ukraine, Russland, China und Pakistan zurückzuführen. Bei



mehreren Agrarerzeugnissen trugen auch die geringen Lagerbestände zum Preisdruck bei. Am deutlichsten waren die Auswirkungen beim Weizen, einem Agrarerzeugnis, bei dem die Besorgnis hinsichtlich des Angebots sehr stark ins Gewicht fällt. Die Futurespreise deuteten jedoch darauf hin, dass mit einer Zunahme des Nahrungsmittelangebots gerechnet wird und dass sich die Preise später in diesem Jahr stabilisieren könnten. Im Gegensatz zu den Nahrungsmittelpreisen war der Anstieg der Energie- und Metallpreise offenbar auf einen längerfristigen Nachfragedruck infolge des erwarteten Wachstums der Weltwirtschaft zurückzuführen.

Der rapide Anstieg der Nahrungsmittelpreise wurde von einer erheblichen Zunahme der offenen Positionen an den Futuresmärkten begleitet (Grafik 5 Mitte). Die Futuresmärkte für Weizen, Mais und Sojabohnen verzeichneten den grössten und steilsten Anstieg. Darin spiegelten sich die geringeren Lagerbestände und die grösseren Bedenken wider, die künftige Nachfrage könnte das Angebot übertreffen. Trotz der Zunahme der Futurespositionen ist nicht klar, inwieweit finanzielle Faktoren die Spotpreise massgeblich beeinflusst haben. Insbesondere waren an verschiedenen Märkten Preisanstiege zu beobachten, bevor die Futurespositionen zunahm. Zudem haben die an Rohstoffpreisindizes gebundenen Finanzanlagen – ein weiterer möglicher Einflussfaktor der Rohstoffpreise – im Berichtszeitraum offenbar nicht stark zugenommen. Im Einklang mit einer angespannten, aber vorhersehbaren Angebots- und Nachfragesituation verzeichneten mehrere Rohstoffmärkte einen Rückgang der durch Optionen implizierten Volatilität (Grafik 5 rechts) und ein Steilerwerden der Futurespreiskurven.

Die Ölpreise schnellten in der letzten Februarwoche hoch, da die Besorgnis wuchs, die politischen Unruhen in Libyen könnten sich auf weitere bedeutende Erdölproduzenten in der Region ausweiten und zu Ausfällen bei der weltweiten Ölproduktion führen. Die Zusicherung des Kartells der erdölproduzierenden Länder, diese seien bereit, das Angebot zu erhöhen, um Engpässe zu vermeiden, zeigte kaum Wirkung. Die sich verschlechternde politische Lage in Libyen führte dazu, dass mehr als die Hälfte der Ölförderanlagen des Landes geschlossen wurden. Infolgedessen verzeichneten die Spot- und Futurespreise von Öl beträchtliche Sprünge, wobei der Spotpreis den höchsten Stand seit zwei Jahren erreichte. Der sprunghafte Anstieg der Ölpreise wurde als Gefahr für das Weltwirtschaftswachstum erachtet. Dies führte zu einem Rückgang der Spotpreise von anderen Rohstoffen als Energie und zu einer starken Zunahme der durch Optionen auf Öl und andere Rohstoffe implizierten Volatilität.

Zusätzlicher Druck auf Ölpreis wegen Unruhen in Libyen

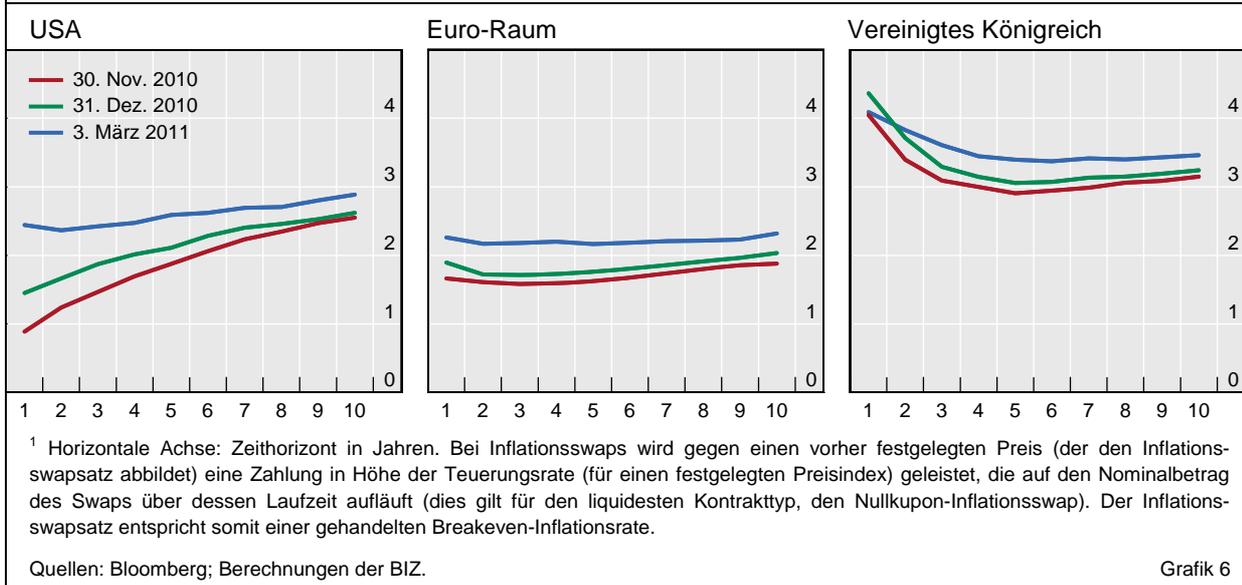
## Geldpolitik bei steigendem Inflationsdruck im Fokus

Angesichts der drastisch steigenden Nahrungsmittel- und Rohstoffpreise und der anziehenden Inflation begannen die Anleger insbesondere auf kurze Sicht mit höheren Inflationsraten in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu rechnen. Die Inflationsswapsätze (d.h. die an den Swapmärkten gehandelten Breakeven-Inflationsraten) stiegen in den letzten Monaten kontinuierlich an. Während dieser Anstieg für alle Laufzeitensegmente der

Anleger rechnen sowohl mit höherer Inflation ...

## Laufzeitenstruktur von Inflationsswapsätzen<sup>1</sup>

Prozent

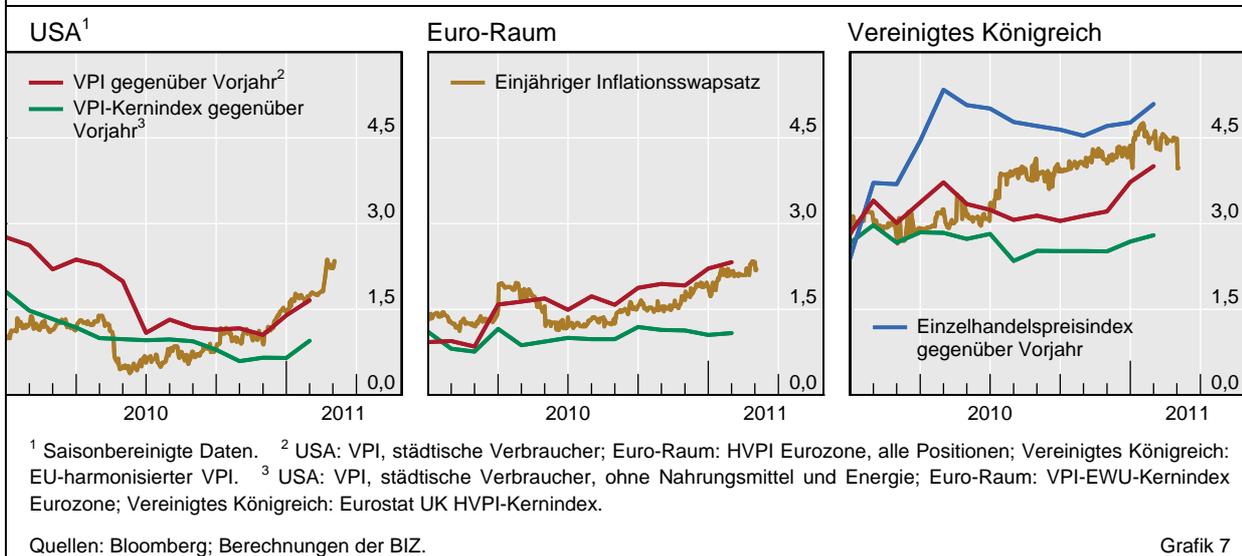


Inflationsswapkurven des Euro-Raums und des Vereinigten Königreichs praktisch gleich hoch ausfiel, war auf der US-Kurve am kurzen Ende ein deutlich stärkerer Anstieg als am langen Ende zu beobachten (Grafik 6). Angesichts des steigenden Inflationsdrucks konzentrierten sich die Anleger verstärkt auf die Wahrscheinlichkeit und den Zeitpunkt einer geldpolitischen Straffung.

Der Anstieg der Inflationsswapsätze ging mit einer Zunahme der Verbraucherpreisinflation in den USA und im Euro-Raum einher, wenngleich die Kerninflation wesentlich niedriger und stabiler blieb (Grafik 7). Dies war nicht überraschend, da Inflationsswaps an Verbraucherpreisindizes (im Vereinigten Königreich an den Einzelhandelspreisindex) gekoppelt sind und die Verbraucherpreise in der Regel relativ rasch auf Veränderungen von Rohstoff- und

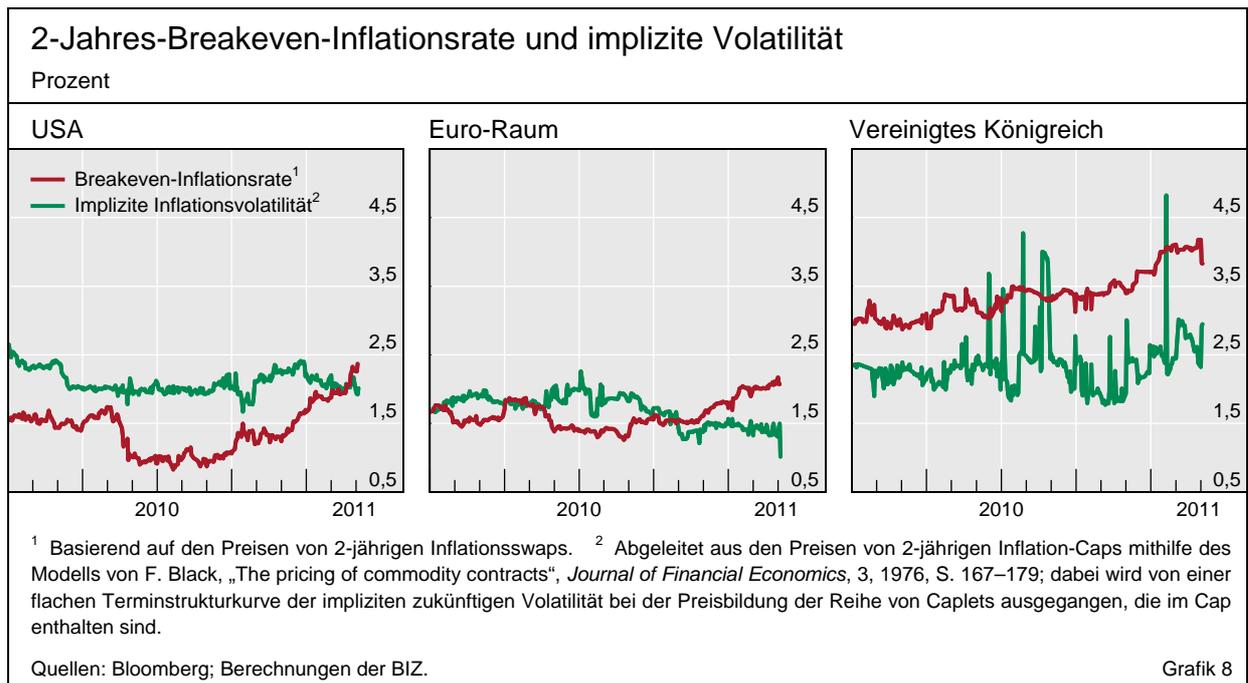
## Inflationsmessgrößen und kurzfristige Breakeven-Raten

Prozent



Nahrungsmittelpreisen reagieren. Kerninflationsindizes hingegen berücksichtigen die Nahrungsmittel- und Energiepreise im Allgemeinen nicht, d.h. genau die Komponenten, die am stärksten gestiegen sind. Die grössere Stabilität längerfristiger US-Inflationswapsätze deutet darauf hin, dass die meisten Anleger den jüngsten Inflationsanstieg zumindest vorerst als einmaligen Anstieg und nicht als Beginn einer dauerhaft höheren US-Inflation erachteten.<sup>2</sup> Es bleibt abzuwarten, ob sich diese Einschätzung als gerechtfertigt erweist.

Der sich in letzter Zeit abzeichnende Anstieg der kurzfristigen Inflationserwartungen wurde in der Regel nicht von Anzeichen einer grösseren Unsicherheit über die Inflationsentwicklung in naher Zukunft begleitet. Die durch 2-jährige Inflationsoptionen implizierte Inflationsvolatilität blieb für die USA und den Euro-Raum weitgehend stabil, obwohl die 2-jährigen Inflationswapsätze deutlich anstiegen (Grafik 8 links und Mitte).<sup>3</sup> Das Vereinigte Königreich war eine Ausnahme. Hier deuteten in den letzten Monaten die Anzeichen einer steigenden impliziten Volatilität darauf hin, dass die Anleger in Bezug auf die wahrscheinliche Inflationsentwicklung in den nächsten beiden Jahren unsicherer wurden (Grafik 8 rechts).<sup>4</sup> Gleichzeitig stieg der 2-jährige britische Inflationswapsatz allmählich auf über 4%, und es wurden Daten veröffentlicht,



<sup>2</sup> S. auch den Artikel von Gerlach et al. in dieser Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts*, in dem verschiedene Messgrößen für die Inflationserwartungen seit der Finanzkrise untersucht werden, allerdings nur bis Januar 2011.

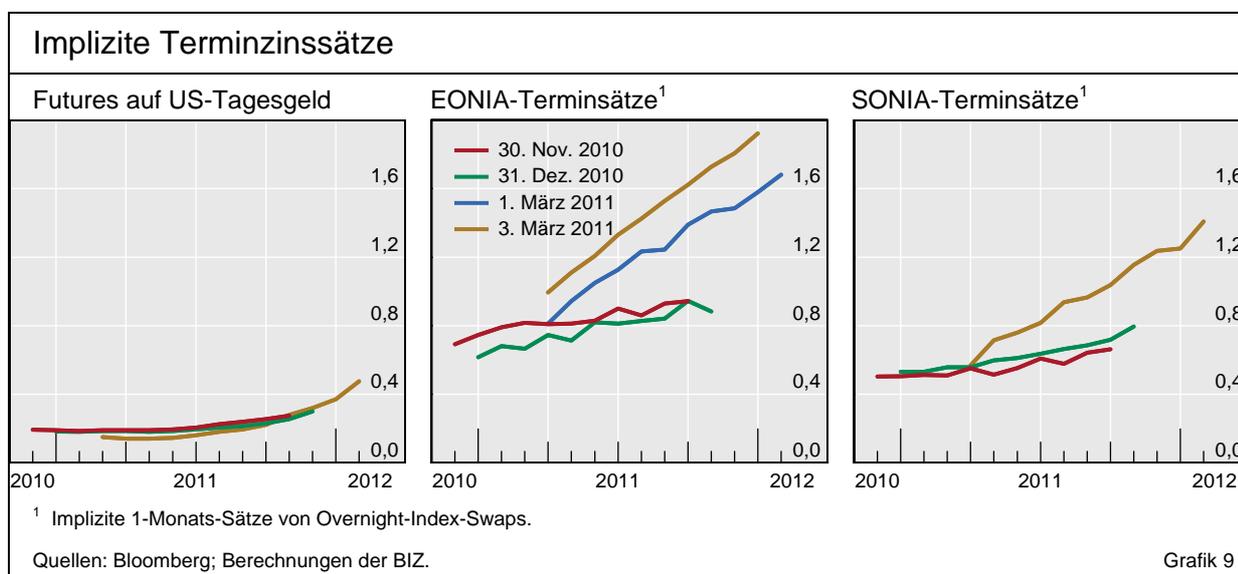
<sup>3</sup> Auch die längerfristige implizite Inflationsvolatilität blieb in den letzten Monaten relativ stabil; s. den Artikel von Gerlach et al. in dieser Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts*.

<sup>4</sup> Die implizite Inflationsvolatilität im Vereinigten Königreich scheint zudem schwankungsanfälliger zu sein als die implizite Inflationsvolatilität in den USA oder im Euro-Raum. Dies dürfte jedoch eher auf die grössere Illiquidität im britischen Segment des Inflationsderivativmarktes als auf eine strukturell stärker schwankende Volatilität hindeuten.

die zeigten, dass die am britischen Verbraucherpreisindex gemessene Inflation im Dezember 2010 auf 3,7% gestiegen war.<sup>5</sup> Zwar war ein nicht zu vernachlässigender Teil dieses Anstiegs auf die jüngste Erhöhung der Mehrwertsteuer zurückzuführen, doch könnte die grössere kurzfristige Unsicherheit ein Zeichen dafür sein, dass die Anleger ein dauerhaftes Überschreiten des VPI-Inflationsziels von 2% befürchten. Die Nachricht über einen unerwarteten Rückgang der britischen Konjunktur um 0,5% im vierten Quartal 2010 war eine zusätzliche Erschwernis für die geldpolitischen Aussichten.<sup>6</sup>

... als auch mit restriktiverer Geldpolitik ...

Mit der sich abzeichnenden Konjunkturaufhellung und den Erwartungen einer steigenden Inflation in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften begannen die Anleger früher mit Leitzinserhöhungen zu rechnen – zumindest für den Euro-Raum und das Vereinigte Königreich (Grafik 9 Mitte und rechts). Über weite Strecken des Jahres 2010 dagegen war der voraussichtliche Zeitpunkt der ersten Zinserhöhungen immer wieder hinausgeschoben worden. Ende Februar deuteten die impliziten Terminzinssätze darauf hin, dass im Vereinigten Königreich und im Euro-Raum die ersten Zinserhöhungen ungefähr für Mitte 2011 erwartet wurden. Noch Ende 2010 hatten sie darauf schliessen lassen, dass die ersten Zinsanhebungen erst 2012 erfolgen würden. Dieser Wandel stand im Einklang mit der jüngst rapide gestiegenen Diskrepanz zwischen den Verbraucherpreisindizes und den Preisstabilitätszielen der EZB und der Bank of England. Die impliziten Terminzinssätze für den Euro-Raum stiegen am 3. März weiter an, als EZB-Präsident Trichet unerwartet eine demnächst bevorstehende Zinserhöhung andeutete (Grafik 9 Mitte). Hingegen wurde weiterhin damit gerechnet, dass die US-Leitzinsen im ersten Halbjahr 2012 zu steigen beginnen würden (Grafik 9 links).



<sup>5</sup> Der Einzelhandelspreisindex, der einen anderen Erfassungsbereich als der Verbraucherpreisindex hat (auch in Bezug auf Hypotheken- und Wohnkosten), stieg im Dezember auf 4,8%.

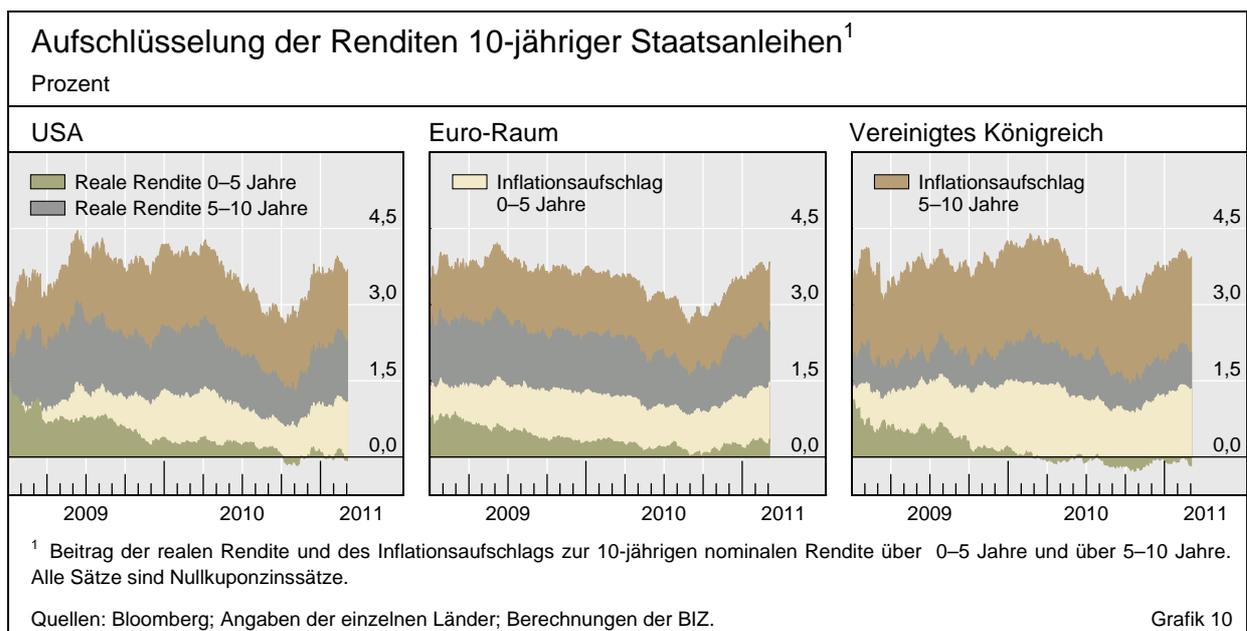
<sup>6</sup> Dieser Rückgang war teilweise auf die negativen Auswirkungen des harten Winterwetters Ende 2010 auf das Baugewerbe und den Dienstleistungssektor zurückzuführen.

Das Zusammentreffen von stärkerer Erholung, steigenden Inflationserwartungen und einer sich daraus ergebenden Antizipation einer schnelleren Straffung der Geldpolitik trieb die langfristigen Renditen von Staatsanleihen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften in die Höhe. Von Ende November 2010 bis Anfang März 2011 stiegen die nominalen Renditen 10-jähriger (Nullkupon-)Anleihen im Euro-Raum<sup>7</sup> um rund 55 Basispunkte, im Vereinigten Königreich um nahezu 50 Basispunkte und in den USA um 65 Basispunkte. In Übereinstimmung mit Hinweisen von den Inflationsswapmärkten war ein Grossteil dieser Erhöhungen auf den steigenden Inflationsschlag zurückzuführen – insbesondere kurz- bis mittelfristig (d.h. über einen Zeithorizont von bis zu fünf Jahren), während die Komponente für den Inflationsschlag im Bereich 5- bis 10-Jahre kleiner war (Grafik 10). Für die USA war diese längerfristige Inflationskomponente sogar negativ, wenn auch von geringer Grösse. Der Anstieg der 10-jährigen US-Rendite war zu ungefähr gleichen Teilen auf den Inflationsschlag über 0–5 Jahre und auf die steigenden realen Renditen im Bereich 5 bis 10 Jahre zurückzuführen. Dies stand im Einklang damit, dass die Konjunkturerholung gefestigt schien und die Anleger in Erwartung einer nur sehr langsamen Normalisierung der US-Leitzinsen mit höheren realen Renditen rechneten. Die Tatsache, dass der Anstieg der realen Renditen erst im Bereich 5 bis 10 Jahre zu beobachten war, lässt vermuten, dass davon ausgegangen wurde, dass dieser Prozess einige Zeit dauern würde.

...und treiben so Anleiherenditen in die Höhe

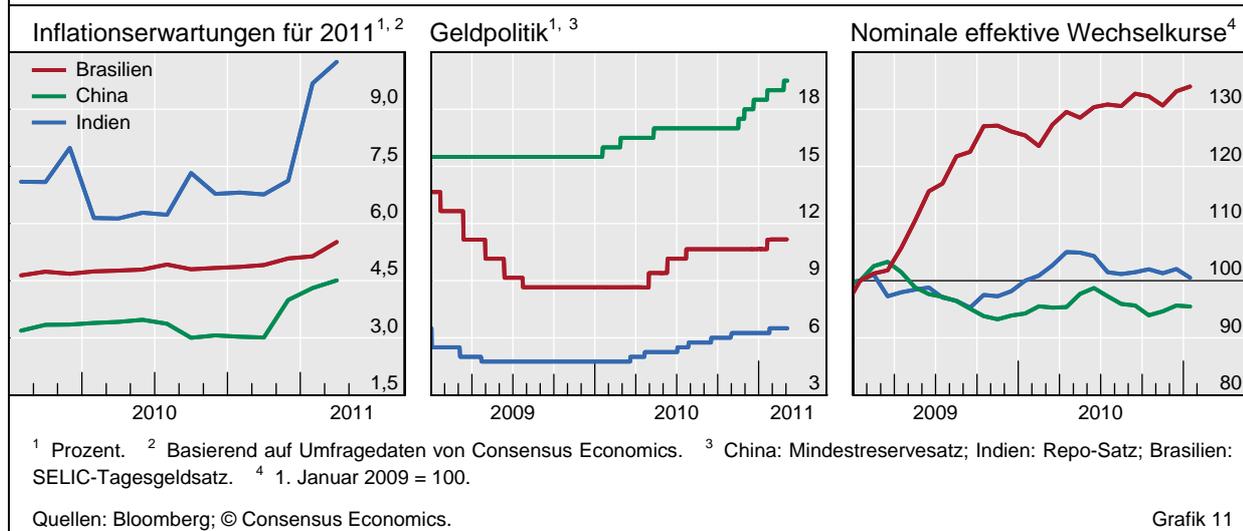
Ende Februar kam es wegen der politischen Unruhen in Nordafrika und im Nahen Osten zu Kapitalströmen in sichere Anlagen, was die Anleiherenditen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften etwas nach unten drückte.

Gleichzeitig wurde in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften die Geldpolitik angesichts des steigenden Inflationsdrucks weiter schrittweise



<sup>7</sup> Dies bezieht sich auf Renditen von französischen Staatsanleihen.

## Bedeutende ausgewählte aufstrebende Volkswirtschaften



Weitere geldpolitische Straffung in aufstrebenden Volkswirtschaften

gestraft. Dieser Druck war eine Folge sowohl des rapiden Wirtschaftswachstums, das viel stärker war als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, als auch der grösseren Bedeutung steigender Nahrungsmittel- und Rohstoffpreise für die Verbraucherpreis-inflation in diesen Volkswirtschaften. Unter den grössten aufstrebenden Volkswirtschaften stiegen die Inflationserwartungen insbesondere in China, und auch in Indien war eine weitere drastische Zunahme zu verzeichnen (Grafik 11 links). Als Reaktion hierauf erhöhte die People's Bank of China im Januar und im Februar die Mindestreserveanforderung jeweils um 50 Basispunkte. Dies war die siebte bzw. achte geldpolitische Straffung seit Anfang 2010, sodass sich der Mindestreservesatz mittlerweile auf 19,5% beläuft (Grafik 11 Mitte). Zudem erhöhte die chinesische Zentralbank im Dezember 2010 und im Februar 2011 die wichtigsten Leitzinssätze um jeweils 25 Basispunkte. Mit Verweis auf die „unzumutbar hohe“ Inflationsrate hob die Reserve Bank of India den Repo-Satz um weitere 25 Basispunkte auf 6,5% an. Damit beträgt die Erhöhung seit März 2010 insgesamt 175 Basispunkte. Auch die Zentralbank Brasiliens straffte die Geldpolitik. Sie erhöhte den SELIC-Zinssatz im Januar auf 11,25%, im Bestreben, die Inflation näher an ihre Zielvorgabe zu bringen. Diese Zinserhöhungen in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften führten in den vergangenen Monaten auch zu höheren realen Leitzinsen (zumindest wenn als Näherungswert der um die aktuelle Inflationsrate bereinigte nominale Leitzins herangezogen wird). Während der reale Zinssatz in Brasilien relativ hoch ist (rund 5%), sind die realen Leitzinsen in China und Indien allerdings immer noch negativ.

Mit den steigenden Zinsen standen die Währungen der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften weiter unter Aufwertungsdruck (Grafik 11 rechts). Viele Länder verliessen sich nach wie vor auf den Aufbau von Währungsreserven, um einem rapiden Anstieg des nominalen Wechselkurses entgegenzuwirken.