

Aufstrebende Volkswirtschaften reagieren auf Marktdruck¹

Zum Jahreswechsel beschleunigte sich der Rückzug der Anleger aus den aufstrebenden Volkswirtschaften. Die verhaltenen Wachstumsaussichten in diesen Volkswirtschaften wichen weiterhin von der optimistischen Stimmung an den reifen Märkten ab, und die Federal Reserve in den USA leitete den Ausstieg aus der Politik des billigen Geldes ein. Die Anleger wurden überdies durch Anzeichen einer wirtschaftlichen Abschwächung und wachsende Finanzrisiken in China verunsichert. Das Resultat waren Abflüsse von Portfolioinvestitionen und sinkende Vermögenspreise. Gleichzeitig werteten einige Währungen aufstrebender Volkswirtschaften stark ab, sodass sich die Behörden gezwungen sahen, diese Währungen durch Leitzinserhöhungen und Devisenmarktinterventionen zu stützen.

Zwar war die Wechselkursdynamik während der Verkaufswelle im Januar derjenigen von Mitte 2013 ähnlich, doch diesmal hatte sie andere Ursachen. Im früheren Fall werteten nach der überraschenden Ankündigung der Federal Reserve, sie plane eine Drosselung der grossvolumigen Ankäufe von Anleihen (sog. Tapering), vor allem Währungen von aufstrebenden Volkswirtschaften mit grossen aussenwirtschaftlichen Ungleichgewichten, hoher Inflation oder einem rasant wachsenden inländischen Kreditvolumen ab. Die jüngsten Abwertungen dagegen waren auf politische Unsicherheiten und unterschiedliche Wachstumsaussichten zurückzuführen. Zudem intervenierten die Zentralbanken in den aufstrebenden Volkswirtschaften diesmal sehr viel energischer, sodass sich die Währungen stabilisierten und teilweise sogar aufwerteten.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hielt die Erholung der Märkte in den ersten Wochen 2014 an. Die Anleger setzten ihre Hoffnung auf Zusagen, dass die Geldpolitik weiterhin auf Wachstumsförderung ausgerichtet werde, wie auch auf positiv überraschende Wirtschaftsmeldungen, insbesondere im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich. Daher nahmen sie die Ankündigung und den anschließenden Beginn des US-Tapering, gelassen hin. Die Kreditzinsspannen verengten sich bis Mitte Januar weiter, während stetige Zuflüsse in Aktienfonds die Aktienkurse erneut nach oben trieben. Enttäuschende Daten zur Schaffung neuer Arbeitsplätze in den USA sowie schlechte Nachrichten aus den aufstrebenden Volkswirtschaften

¹ Dieser Artikel wurde von der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ verfasst. Fragen zum Text können an Mathias Drehmann (mathias.drehmann@bis.org) und Nikola Tarashev (nikola.tarashev@bis.org) gerichtet werden, Fragen zu Daten und Grafiken an Alan Villegas (alan.villegas@bis.org) und Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org).

fürten jedoch gegen Ende Januar zu einem starken – wenn auch nur vorübergehenden – Rückgang der Bewertungen in allen ausser den sichersten Anlagekategorien.

Aufstrebende Volkswirtschaften

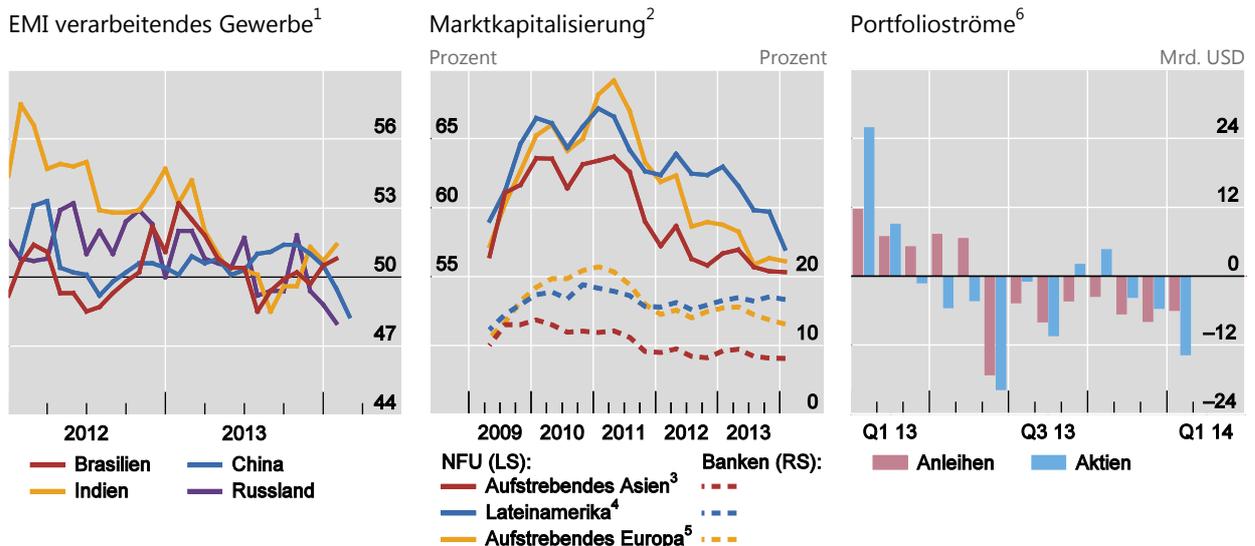
Die jüngste Verkaufswelle in den aufstrebenden Volkswirtschaften erfolgte vor dem Hintergrund verhaltener Wachstumsaussichten in diesen Ländern. Im Januar fiel ein umfragebasierter Indikator für die Stimmung in der verarbeitenden Industrie Chinas zum ersten Mal seit September 2012 auf einen Wert, der ein Schrumpfen signalisiert. Daraufhin rechneten Marktanalysten mit negativen Auswirkungen auf die Exporte nach China (Grafik 1 links). Im Falle Brasiliens, Indiens und Russlands schwankte der Indikator seit Mitte 2013 um seinen neutralen Wert: Er deutete einmal auf ein geringfügiges Schrumpfen und dann wieder auf eine leichte Expansion hin. In Verbindung mit den besseren Aussichten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und der Reduktion des Stoms billigen Geldes aus den USA schwächten diese Entwicklungen das Interesse internationaler Anleger an den aufstrebenden Volkswirtschaften.

Auch die wachsenden finanziellen Risiken wurden stärker wahrgenommen. Grund dafür waren bis zu einem gewissen Grad politische Spannungen in mehreren Ländern. Doch auch die finanziellen Rahmenbedingungen spielten eine wichtige

Wirtschaftsaussichten und Rückzug der Anleger

Aufstrebende Volkswirtschaften

Grafik 1



¹ Der jeweilige Einkaufsmanagerindex (EMI) wird aus monatlichen Erhebungen bei Unternehmen des privaten Sektors abgeleitet. Werte über (unter) 50 zeigen eine Expansion (ein Schrumpfen) an. ² Regionale Marktkapitalisierung dividiert durch die Summe der regionalen Marktkapitalisierung und des regionalen Buchwerts der Verbindlichkeiten; Durchschnitt der vorangegangenen drei Monate. NFU = Nichtfinanzunternehmen. ³ China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand. ⁴ Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Mexiko, Peru, Venezuela. ⁵ Polen, Russland, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ⁶ Summe von Argentinien, Brasilien, Chile, China, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indien, Indonesien, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Thailand, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn, Venezuela.

Quellen: Bloomberg; Datastream; EPFR; HSBC; Moody's; Berechnungen der BIZ.

Rolle. Im Januar waren die Marktteilnehmer über einen Beinahe-Ausfall im chinesischen Schattenbankensektor beunruhigt. Die wachsende Bedeutung dieses Sektors war mit der Zunahme der von chinesischen Nichtbanken vergebenen Kredite zutage getreten: Ihr Volumen hatte sich in den letzten 18 Monaten auf 25% der im Land insgesamt vergebenen Kredite verdoppelt. Generell hatte sich die Kapitalisierung sowohl von Nichtfinanzunternehmen als auch von Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften verschlechtert, während sich ihre Bilanzen gleichzeitig ausgeweitet hatten. Das durchschnittliche regionale Verhältnis zwischen Aktienmarktkapitalisierung und Bilanzsumme hatte sich von 2010 bis 2013 zwar langsam, aber stetig verschlechtert (Grafik 1 Mitte).

Aufstrebende Volkswirtschaften unter Druck

Nachdem sich der Rückzug der Anleger aus den aufstrebenden Volkswirtschaften im September und Oktober verlangsamt hatte, beschleunigte er sich im November wieder. Unmittelbarer Ausdruck davon waren die Abflüsse aus Anleihe- und Aktienfonds, die sich verstärkten und bis Ende Januar beträchtlich blieben (Grafik 1 rechts). Für den Grossteil dieser Abflüsse waren Privatanleger verantwortlich, während die Zuflüsse von institutionellen Anlegern anhielten. Gleichzeitig verlor ein weit gefasster Aktienindex in den drei Monaten bis Ende Januar über 10% seines Werts, nachdem er unmittelbar davor eine kräftige zweimonatige Rallye verzeichnet hatte (Grafik 2 links oben).

Diese Entwicklungen spiegelten sich an den Devisenmärkten wider, wo erneute Währungsabwertungen die Zentralbanken unter Druck setzten, die Leitzinsen zu erhöhen oder ihre Reserven anzugreifen. Die Abwertungen begannen Ende Oktober, setzten sich auch nach dem Tapering-Beschluss der Federal Reserve vom 18. Dezember gleichmässig fort und beschleunigten sich am 23. Januar (Grafik 2 unten). An jenem Tag nahm die argentinische Zentralbank ihre Unterstützung für den Peso zurück, um ihre Währungsreserven zu schonen. Der Peso wertete umgehend um 10% gegenüber dem US-Dollar ab. Diese Abwertung übertrug sich auf eine Reihe anderer Währungen aufstrebender Volkswirtschaften, die gleichzeitig stark an Wert verloren, und führte zu einem sprunghaften Anstieg der Kreditspreads eines weit gefassten Index für Anleihen in Landeswährung (Grafik 2 links oben).

Die geldpolitischen Interventionen in den aufstrebenden Volkswirtschaften zeigten im Februar Wirkung. Sie haben die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften stabilisiert und in einigen Fällen sogar gestärkt und den inländischen Unternehmen, die durch die Ausgabe von Fremdwährungsanleihen zunehmend die internationalen Märkte in Anspruch genommen hatten, eine Atempause verschafft.² Auch die Aktienindizes machten ihre Verluste vom Januar weitgehend wett, und die Kreditzinsspannen gingen zurück.

² Weitere Erläuterungen zu möglichen Auswirkungen von durch Nichtbankfinanzinstitute in den aufstrebenden Volkswirtschaften vergebenen Fremdwährungskrediten auf die Finanzstabilität siehe P. Turner, „The global long-term interest rate, financial risks and policy choices in EMEs“, *BIS Working Papers*, Nr. 441, Februar 2014.

Verkaufswellen von Mitte 2013 und von Januar 2014 im Vergleich

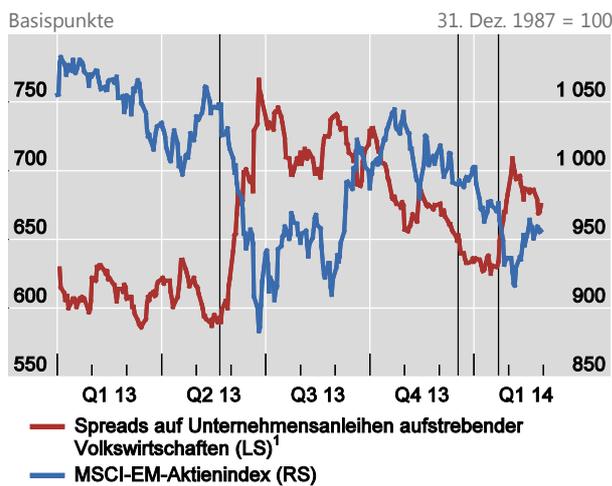
Trotz der im Grossen und Ganzen ähnlichen Wechselkursdynamik unterschieden sich die letzten beiden Verkaufswellen in den aufstrebenden Volkswirtschaften dennoch in wesentlichen Punkten. Die Verkaufswelle von Mitte 2013 wurde durch eine unerwartete Ankündigung der Federal Reserve, sie plane eine Drosselung der grossvolumigen Ankäufe von Anleihen, ausgelöst. Dieser Ankündigung war eine Phase relativ stabiler Wechselkurse und niedriger bzw. sinkender Zinsen in den aufstrebenden Volkswirtschaften vorausgegangen (Grafik 2 rechts unten). Ganz

Sinkende Werte bei Aktien, Anleihen und Währungen

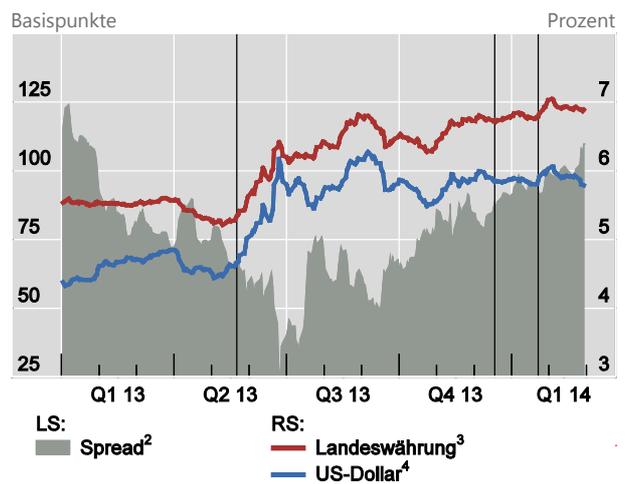
Aufstrebende Volkswirtschaften

Grafik 2

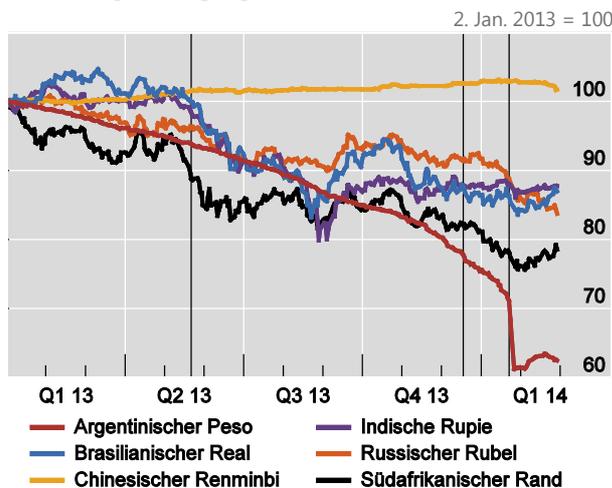
Aktien- und Anleihemärkte



Renditen von Staatsanleihen



Abwertung im vergangenen Jahr⁵



Zinsen und Wechselkurse⁶



Schwarze vertikale Linien: Wichtigste Ankündigungen zur Reduktion der Anleiheankäufe am 22. Mai und 18. Dezember 2013 sowie der kräftige Wertverlust des argentinischen Peso am 23. Januar 2014.

¹ Optionsbereinigte Spreads auf einen Index hochrentierender Anleihen von Finanzinstituten und Nichtfinanzunternehmen in Landeswährung. ² Rendite von Anleihen in Landeswährung abzüglich der Rendite von US-Dollar-Anleihen. ³ Index JPMorgan GBI-EM Broad Diversified, Rendite bis zur Tilgung. ⁴ Index JPMorgan EMBI Global Diversified, bereinigte Rendite bis zur Fälligkeit. ⁵ US-Dollar je Einheit Landeswährung. ⁶ Einfacher Durchschnitt von Argentinien, Brasilien, Chile, Indien, Indonesien, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, den Philippinen, Polen, Russland, Südafrika, Thailand, der Tschechischen Republik, Türkei und Ungarn.

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Datastream; Berechnungen der BIZ.

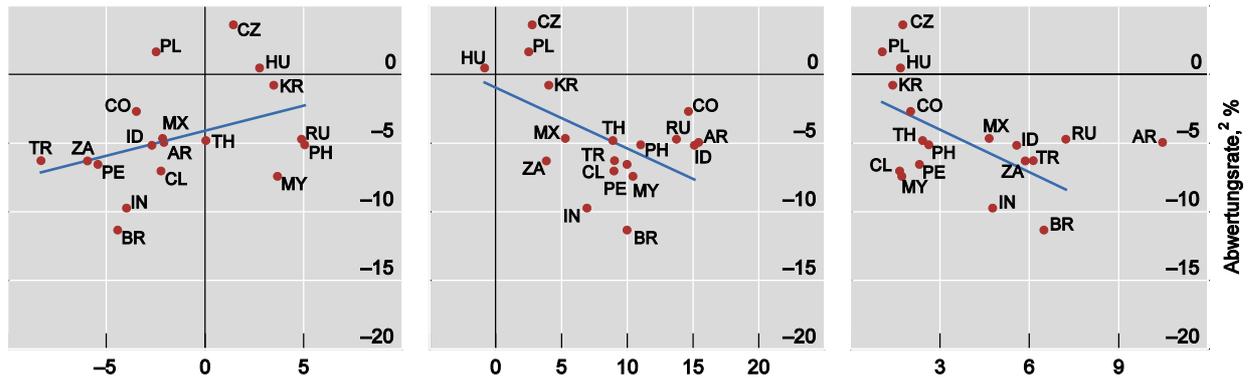
anders die Situation im Vorfeld der zweiten Verkaufswelle: Bis Ende 2013 hatten die Märkte den tatsächlichen Beginn des US-Tapering verdaut, und die Wirtschaftsaussichten hatten sich in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften verschlechtert. Dies hatte dazu geführt, dass die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften im Jahresverlauf 2013 bereits um durchschnittlich rund 10% gegenüber dem US-Dollar abgewertet hatten. Gleichzeitig waren die Zinsen stetig gestiegen, da mehrere aufstrebende Volkswirtschaften wie beispielsweise Indien die Leitzinsen infolge der Verkaufswelle Mitte 2013 angehoben hatten. Als dann der Marktdruck am 23. Januar sprunghaft zunahm, führten die energischen geldpolitischen Reaktionen zu einem viel stärkeren Zinsanstieg als Mitte 2013 (Grafik 2 rechts unten).

Ausserdem spielte das Fremdwährungsrisiko im zweiten Halbjahr 2013 eine immer wichtigere Rolle an den Märkten für Staatsanleihen. Während der ersten Verkaufswelle im Juni 2013 stiegen aufgrund der Wahrnehmung eines höheren Länderrisikos die Renditen von Staatsanleihen in Landeswährung und von auf US-Dollar lautenden Staatspapieren im Gleichschritt (Grafik 2 rechts oben). Doch während die Rendite von Staatsanleihen in Landeswährung von Juli 2013 bis Januar 2014 um 80 Basispunkte anstieg, blieb die Rendite der entsprechenden auf US-Dollar lautenden Staatspapieren im selben Zeitraum praktisch gleich. Dies lässt vermuten, dass das Fremdwährungsrisiko den Platz des Länderrisikos als wichtigste treibende Kraft für die Finanzierungskosten von Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften einnahm.

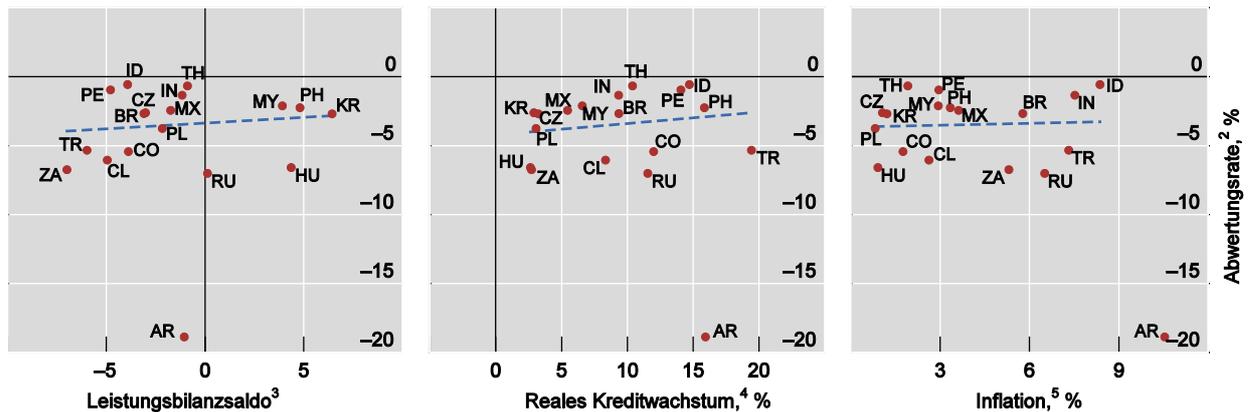
Diese Faktoren bildeten die Grundlage für unterschiedliche Devisenmarktentwicklungen während der beiden Verkaufswellen. Von Mitte Mai bis Ende Juli werteten die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften mit grösseren aussen- und binnenwirtschaftlichen Ungleichgewichten am stärksten ab. So gingen beispielsweise hohe Leistungsbilanzdefizite mit Abwertungsdruck auf Währungen einher (Grafik 3 links oben). Fremdwährungsanleger waren auch gegenüber den aufstrebenden Volkswirtschaften misstrauisch, die hohe Inflationsraten aufwiesen oder in denen sich das Volumen der an Nichtfinanzunternehmen des Privatsektors vergebenen Kredite rasant ausgeweitet hatte (Grafik 3 mittleres und rechtes Feld oben). Da Indien und Brasilien zu den anfälligeren aufstrebenden Volkswirtschaften gehörten, werteten ihre Währungen in diesem Zeitraum um etwa 10% gegenüber dem US-Dollar ab.

Von Anfang 2014 bis zu ihrer Stabilisierung am 3. Februar werteten die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften zwar beträchtlich ab, doch dämpften die energischen geldpolitischen Massnahmen die Auswirkungen des Marktdrucks auf die Wechselkurse. Als sich die jähe Abwertung des argentinischen Peso auf andere Währungen übertrug, bestrafte die Märkte die Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten: Die türkische Lira und der südafrikanische Rand gehörten zu den Währungen, die in den folgenden Tagen am stärksten abwerteten. Um diesen Entwicklungen und ihren Folgen entgegenzuwirken, reagierten verschiedene Zentralbanken Ende Januar und Anfang Februar mit deutlichen Leitzinserhöhungen. Dadurch stabilisierten sich die Wechselkurse, und einige Währungen gewannen unlängst sogar an Wert (Grafik 2 rechts unten). Die russische Zentralbank stützte ihrerseits den Rubel, indem sie auf ihre umfangreichen Fremdwährungsreserven zurückgriff. Sie verkaufte im Januar \$ 7,8 Mrd. Im Vergleich dazu waren es im Juni und Juli insgesamt \$ 7 Mrd. gewesen. Diese Massnahmen – wie auch die zunehmende Bedeutung politischer Spannungen als differenzierender Risikofaktor – verwischten die Beziehung zwischen den Abwertungen von Währungen aufstrebender Volkswirtschaften und den zuvor genannten Indikatoren für wirtschaftliche Ungleichgewichte (Grafik 3 unten).

Im Zeitraum 15. Mai bis 31. Juli 2013



Im Zeitraum 1. Januar bis 3. Februar 2014



AR = Argentinien; BR = Brasilien; CL = Chile; CO = Kolumbien; CZ = Tschechische Republik; HU = Ungarn; ID = Indonesien; IN = Indien; KR = Korea; MX = Mexiko; MY = Malaysia; PE = Peru; PH = Philippinen; PL = Polen; RU = Russland; TH = Thailand; TR = Türkei; ZA = Südafrika.

¹ Linie für den Trend ohne Argentinien. Durchgezogene (gestrichelte) Linie für den Trend, wenn die geschätzte Neigung auf dem 10%-Konfidenzniveau signifikant (nicht signifikant) ist. Das Signifikanzniveau wird bei der Regression der Abwertungsrate im Feld zur Leistungsbilanz im Zeitraum 15. Mai bis 31. Juli knapp verfehlt. Diese Regression ist jedoch signifikant, wenn der Zeitraum für die Abwertungsrate vom 15. Mai auf Anfang September ausgedehnt wird, als die Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften im Durchschnitt wieder aufzuwerten begannen. Eine Ausweitung des Zeitraums verändert das Signifikanzniveau der beiden anderen Variablen nicht. ² Veränderung des Wechselkurses im jeweiligen Zeitraum in Prozent. Negativer Wert = relative Abwertung der Landeswährung gegenüber dem US-Dollar. ³ In Prozent des BIP, 1. Quartal 2013 (oberes Feld) bzw. 3. Quartal 2013 (unteres Feld). ⁴ Veränderung der Kredite an den privaten Nichtfinanzsektor insgesamt gegenüber dem Vorjahr in Prozent, deflationiert mit jeweiligen nationalen Verbraucherpreisindex (VPI), 1. Quartal 2013 (oberes Feld) bzw. 3. Quartal 2013 (unteres Feld). ⁵ Veränderung des VPI gegenüber dem Vorjahr in Prozent, April 2013 (oberes Feld) bzw. November 2013 (unteres Feld).

Quellen: IWF; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Wenn die geldpolitischen Instanzen zur Stützung ihrer Währung die Zinsen anheben, sehen sie sich mit einem Zielkonflikt konfrontiert. Einerseits könnten höhere Zinsen den Wechselkurs stabilisieren, andererseits könnten sie die ganze Wirtschaft schwächen. Derzeit wird die Beurteilung des angemessenen geldpolitischen Kurses in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften auch dadurch erschwert, dass die Geldpolitik in den letzten Jahren extrem akkommodierend war (siehe Kasten). Durch eine Straffung könnte daher eine Normalisierung des geldpolitischen Kurses stattfinden, indem die Zinsen besser auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Inland abgestimmt würden. Allerdings hat die lange Phase niedriger Zinsen in mehreren Ländern einen raschen Aufbau der Verschuldung gefördert. In Verbindung mit sich eintrübenden Wirtschaftsaussichten könnten steigende Zinsen in einem solchen Umfeld einen ungeordneten Abbau finanzieller

Ungleichgewichte auslösen, weil dadurch der Schuldendienstaufwand für stark verschuldete Kreditnehmer erhöht würde.

Fortgeschrittene Volkswirtschaften

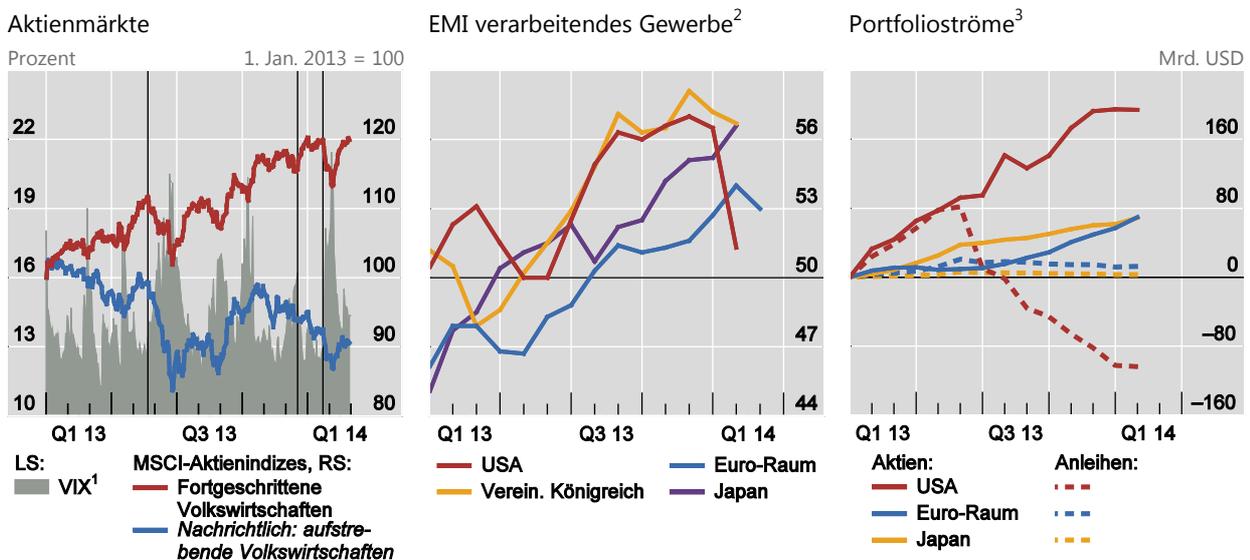
In den letzten Monaten liessen sich die Anleger in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften von den als günstig wahrgenommenen Wachstumsaussichten in einem Umfeld ausserordentlich akkommodierender Geldpolitik leiten. Die Zuversicht kam in den hohen Gewinnen an den Aktienmärkten, den beträchtlichen Zuflüssen in Aktienfonds und einer kontinuierlichen Verengung der Kreditzinsspannen zum Ausdruck. Diese starke Performance wurde Ende Januar durch die Verkaufswelle in den aufstrebenden Volkswirtschaften und die überraschend schwachen Wirtschaftsdaten aus den USA auf die Probe gestellt.

Die Aktienkurse setzten von November bis Mitte Januar in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ihren Aufwärtstrend fort, während sie in den aufstrebenden Volkswirtschaften nachgaben (Grafik 4 links). Angesichts der positiven Wachstumsaussichten (Grafik 4 Mitte) legten die weit gefassten Aktienindizes in den USA, im Euro-Raum und in Japan vom 1. November bis zum 22. Januar um 5%, 4% bzw. 10% zu. Dabei liessen sich die Märkte von der Ankündigung des US-Tapering am 18. Dezember nicht beeindruckt. Der Anstieg der Bewertungen ging mit starken Zuflüssen in Aktienfonds, insbesondere im Euro-Raum, einher (Grafik 4 rechts).

Wachstumsaussichten, Aktienmärkte und Neupositionierung der Anleger

Fortgeschrittene Volkswirtschaften

Grafik 4



Schwarze vertikale Linien: Wichtigste Ankündigungen zur Reduktion der Anleiheankäufe am 22. Mai und 18. Dezember 2013 sowie der kräftige Wertverlust des argentinischen Peso am 23. Januar 2014.

¹ Volatilitätsindex der Chicago Board Options Exchange. ² Der jeweilige Einkaufsmanagerindex (EMI) wird aus monatlichen Erhebungen bei Unternehmen des privaten Sektors abgeleitet. Werte über (unter) 50 zeigen eine Expansion (ein Schrumpfen) an. ³ Kumulierte Nettoströme.

Quellen: Bloomberg; Datastream; EPFR.

Entsprechend ihrem Interesse an Aktien hielten die Anleger auch an den Anleihemärkten fortgeschrittener Volkswirtschaften Ausschau nach Rendite. Daher näherten sich die Spreads von Hochzinsanleihen weiter ihrem Tiefstand vor der Krise an. Die Spreads von weit gefassten Unternehmensanleiheindizes in den USA, im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich gingen stetig zurück und erreichten Mitte Januar den tiefsten Stand seit Oktober 2007 (Grafik 5 links). Ähnlich stark verengten sich die Spreads von Indizes für Investment-Grade-Unternehmensanleihen, während die Renditen der von den Peripherieländern des Euro-Raums begebenen Staatsanleihen auf einem tieferen Niveau als Mitte 2013 stabil blieben. Zusammen mit den positiveren Wachstumsaussichten und der erwarteten geldpolitischen Straffung führte die Nachfrage nach relativ riskanten Anleihen zu einer Neubewertung der Vermögenswerte im sichersten Teil des Spektrums. Die Renditen 10-jähriger US- und britischer Staatsanleihen stiegen in den letzten zwei Monaten 2013 um ungefähr 40 Basispunkte, während die Renditen der entsprechenden deutschen Bundesanleihen um 25 Basispunkte anzogen. Gleichzeitig wurden Abflüsse aus Anleihefonds verzeichnet (Grafik 4 rechts). In den USA, wo die Federal Reserve die Anleihekäufe zu drosseln begann, waren diese Abflüsse besonders umfangreich.

Ende Januar kamen an den Märkten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften kurzzeitig Spannungen auf, liessen dann aber bis Mitte Februar wieder nach.

Anleihemärkte und Leitzinserwartungen

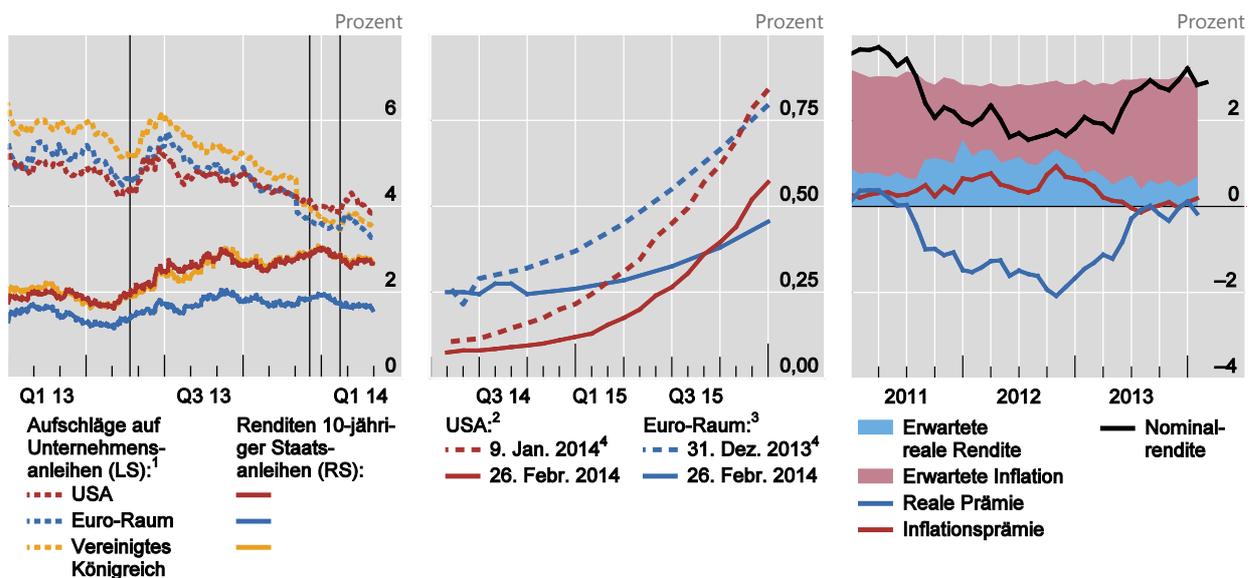
Fortgeschrittene Volkswirtschaften

Grafik 5

Renditen von Staatsanleihen und Aufschläge auf Unternehmensanleihen

Futures-Kontrakte

Aufschlüsselung der Rendite⁵



Schwarze vertikale Linien: Wichtigste Ankündigungen zur Reduktion der Anleiheankäufe am 22. Mai und 18. Dezember 2013 sowie der kräftige Wertverlust des argentinischen Peso am 23. Januar 2014.

¹ Optionsbereinigte Spreads auf einen Index hochrentierender Anleihen von Finanzinstituten und Nichtfinanzunternehmen in Landeswährung. ² 30-tägige Futures auf den US-Tagesgeldsatz. ³ 3-Monats-EURIBOR-Futures. ⁴ Tag mit den höchsten Renditen im Zeitraum 1. Dezember 2013 bis 26. Februar 2014. ⁵ Die Aufschlüsselung der Rendite 10-jähriger US-Schatzanleihen beruht auf einem kombinierten makroökonomischen und Fristenstrukturmodell. Siehe P. Hördahl, O. Tristani und D. Vestin, „A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics“, *Journal of Econometrics*, Vol. 131, 2006, S. 405–444, sowie P. Hördahl und O. Tristani, „Inflation risk premia in the term structure of interest rates“, *BIS Working Papers*, Nr. 228, Mai 2007.

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Enttäuschende Daten zum Beschäftigungswachstum in den USA und massive Verkäufe von Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften führten zu einem starken Rückgang der Bewertungen und einem Anstieg der Volatilität an den Aktienmärkten (Grafik 4 links) sowie zu einer Ausweitung der Kreditspreads von Hochzinsanleihen (Grafik 5 links). Gleichzeitig fielen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen der Kernländer des Euro-Raums. Dies galt auch für die Renditen von Staatsanleihen der Peripherieländer, wo sich die Anlegerstimmung gebessert hatte.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurde die Wirtschaftserholung weiterhin staatlich unterstützt. Die Zentralbanken beiderseits des Atlantiks hatten ausdrücklich und wiederholt zugesichert, sie würden die Leitzinsen solange auf ausserordentlich niedrigem Niveau belassen, bis die Erholung stark genug verankert sei (s. vorige Ausgaben dieses Berichts). Unlängst korrigierten die US- und die britische Zentralbank ihre zukunftsgerichtete Zinsorientierung (Forward Guidance), indem sie mit Nachdruck darauf hinwiesen, dass die Geldpolitik trotz des überraschend schnellen Rückgangs der Arbeitslosenquote akkommodierend bleiben werde. Entsprechend verschoben die Märkte den erwarteten Zeitpunkt der Zinserhöhungen um mehrere Monate weiter in die Zukunft (Grafik 5 Mitte). Ende Februar deuteten die Futures-Kurven darauf hin, dass die Märkte nicht vor Ende 2015 mit Leitzinserhöhungen in den USA und im Euro-Raum rechneten. Aufgrund der geringen Unsicherheit in Bezug auf die Geldpolitik und deren Auswirkung auf die Inflation sowie der Einschätzung, die Märkte würden den Rückgang der staatlichen Nachfrage nach langfristigen Papieren absorbieren, blieb auch die Risikoprämie der Rendite 10-jähriger US-Schatztitel in den letzten acht Monaten nahe null (Grafik 5 rechts).

Wie beeinflusst die US-Geldpolitik die Leitzinssätze in aufstrebenden Volkswirtschaften?

Előd Takáts

Die Geldpolitik der fortgeschrittenen Volkswirtschaften, insbesondere der USA, hat offenbar erheblichen Einfluss auf die Durchführung der Geldpolitik in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften. Im Laufe des weltweiten „Strebens nach Rendite“ waren viele aufstrebende Volkswirtschaften besorgt, die grossen Zinsdifferenzen gegenüber den fortgeschrittenen Volkswirtschaften würden destabilisierende Kapitalzuflüsse und eine Überbewertung ihrer Währungen nach sich ziehen. In den letzten Jahren scheinen die Leitzinsen dieser Länder deswegen auf einem niedrigeren Niveau gehalten worden zu sein, als dies allein aufgrund der inländischen Rahmenbedingungen zu erwarten gewesen wäre. Umgekehrt hat der Beginn der Normalisierung der US-Geldpolitik bereits zu Anpassungen von Leitzinsen nach oben geführt. Verstärkt wurde dieser Trend noch durch einen Umschwung in der Anlegerstimmung, eine Umkehr der Kapitalströme und starken Abwertungsdruck auf die Währungen.

Die Faktoren, die der Entwicklung der Leitzinsen in den aufstrebenden Volkswirtschaften zugrunde liegen, lassen sich z.B. durch Schätzung einer Taylor-Gleichung beurteilen. Die ursprüngliche Taylor-Formel verwendet zwei nationale Variablen zur Erklärung der Leitzinsen: die Inflation (bzw. die Abweichung vom Inflationsziel) und die Produktionslücke. Der Grundgedanke ist einfach: Bei einer antizyklischen Geldpolitik sollten die Leitzinsen erhöht werden, wenn die Inflation steigt oder sich die Wirtschaft überhitzt, und sie sollten gesenkt werden, wenn die Inflation rückläufig ist oder die Produktion unter dem Produktionspotenzial liegt. In der vorliegenden Untersuchung wird diese ursprüngliche Taylor-Formel mit einem weiteren Term ergänzt, um den Einfluss der US-Geldpolitik zu berücksichtigen.^① Für jede aufstrebende Volkswirtschaft (EME) wird formell die nachstehende Gleichung geschätzt:

$$r_{t,EME} = c + \alpha\pi_{t,EME} + \beta y_{t,EME} + \gamma r_{t,US} + \varepsilon_t$$

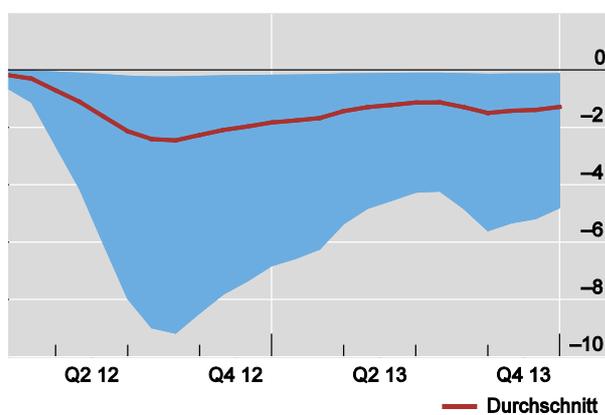
wobei r_{EME} den Leitzins der betreffenden aufstrebenden Volkswirtschaft, π die Inflationsrate und y die Produktionslücke darstellt; r_{US} steht für den „Schattenleitzins“ der USA.^② Wie üblich symbolisiert ε den Fehlerterm und t den Quartalsindex. Die Stichprobe umfasst 20 aufstrebende Volkswirtschaften und deckt den Zeitraum vom ersten Quartal 2000 bis zum dritten Quartal 2013 ab.

Festlegung des Leitzinssatzes in aufstrebenden Volkswirtschaften

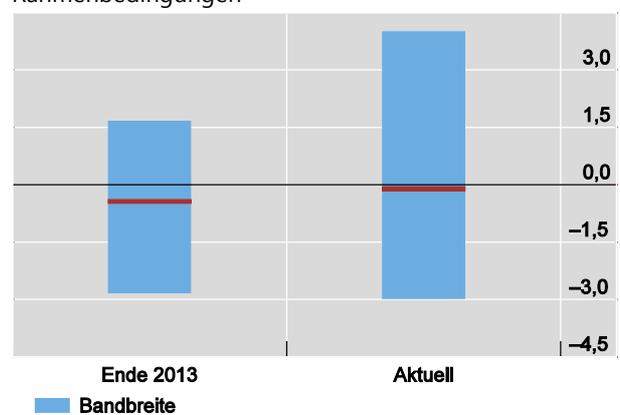
Prozentpunkte

Grafik A

Auswirkungen der US-Geldpolitik¹



Leitzins im Verhältnis zu den inländischen Rahmenbedingungen²



¹ Vom US-Leitzinssatz abhängige Schattenkomponente der erweiterten Taylor-Formel für Länder, bei denen γ auf dem 5%-Konfidenzniveau signifikant ist: Brasilien, China, Indien, Indonesien, Israel, Kolumbien, Korea, Mexiko, Peru, Philippinen, Polen, Singapur (Tagesgeldsatz), Südafrika, Tschechische Republik, Türkei, Ungarn. ² Differenz zwischen dem durch inländische Faktoren (Inflation und Produktionslücke) der erweiterten Taylor-Formel implizierten Leitzins und dem tatsächlichen Leitzins der oben aufgeführten Länder.

Quellen: IWF; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der Autoren.

Die Ergebnisse bestätigen, dass diese erweiterte Taylor-Formel weitgehend die tatsächliche Leitzinsentwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften wiedergibt, die Regression also recht gut auf die beobachteten Leitzinsen passt. Sie bestätigen überdies, dass neben den inländischen Rahmenbedingungen die US-Geldpolitik einen erheblichen Einfluss ausübt: Die mit dem Parameter γ erfasste US-Geldpolitik ist für die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften (16 von 20) statistisch signifikant. Insbesondere zeigen die Ergebnisse, dass in diesen Ländern der Leitzins durch die Geldpolitik der USA seit 2012 im Schnitt um 150 Basispunkte gedrückt worden ist (rote Linie in Grafik A links), wobei allerdings eine grosse Heterogenität zwischen den verschiedenen Ländern und im Zeitverlauf (blau schattierte Fläche) zu beobachten ist. Dies deckt sich mit den Ergebnissen aktueller Untersuchungen, die darauf hindeuten, dass die Geldpolitik in den aufstrebenden Volkswirtschaften tendenziell akkommodierender gewesen ist als durch die Taylor-Regel vorgegeben.^③ Beispielsweise lagen die Leitzinsen der aufstrebenden Volkswirtschaften Ende 2013, nach den Anpassungen infolge der Verkaufswelle vom Mai, im Schnitt tendenziell noch immer 50 Basispunkte unter den durch die nationalen Variablen der Taylor-Formel angezeigten Werten (rote Linie im linken Balken von Grafik A rechts). Die jüngste geldpolitische Straffung in den aufstrebenden Volkswirtschaften hat im Durchschnitt zu einer Verringerung dieser Lücke beigetragen (rote Linie im rechten Balken). Hinter diesen Durchschnittswerten verbirgt sich jedoch eine starke Zunahme der Bandbreite (blaue Balken), was auf eine Reihe plötzlicher, konzentrierter Verschiebungen statt eine breit angelegte Anpassung des Zinsniveaus hinweist.

Ein Vergleich von Leitzinsen mit einer einfachen Benchmark ist allerdings mit Vorsicht zu interpretieren. Die Messung nicht beobachtbarer Variablen wie z.B. der Produktionslücke ist naturgemäss schwierig. Selbst der Leitzins ist nicht unbedingt eine akkurate Messgrösse der monetären Lage, weil sich die aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmend zinsunabhängiger geldpolitischer Massnahmen und makroprudenzieller Instrumente bedienen haben, um auf die monetären Bedingungen Einfluss zu nehmen. Zudem dürften die Ergebnisse zwar für die Stichprobe der aufstrebenden Volkswirtschaften als Gesamtgruppe repräsentativ sein, aber nicht auf jedes einzelne Land zutreffen. Abgesehen davon scheint der Befund ungewöhnlich akkommodierender Bedingungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften jedoch recht robust. Er würde auch bei Verwendung anderer Benchmarks wie der Wachstumsrate der Volkswirtschaften gültig bleiben. Und er stimmt überein mit der Präsenz eines kräftigen Kredit- und Vermögenspreisbooms in mehreren Ländern. Insbesondere lassen aktuelle Untersuchungen vermuten, dass das Produktionspotenzial tendenziell überschätzt wird, wenn ein solcher Boom im Gang ist.^④

① Nähere Einzelheiten zur Schätzung finden sich in E. Takáts und A. Vela, „International monetary policy transmission“, *BIS Papers*, das demnächst erscheint und auf Anfrage erhältlich ist. Das Papier zeigt auf, dass die ursprüngliche Taylor-Formel die Leitzinsentwicklung in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften nicht vollständig erfasst und sich die Schätzungen durch Einbeziehung einer Messgrösse für den US-Leitzins erheblich verbessern lassen. ② Der Schattenleitzins wurde entwickelt, um dem Einfluss der unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen der USA nach Erreichen der Nullzinsgrenze Rechnung zu tragen; siehe M. Lombardi und F. Zhu, „Filling the gap: a factor based shadow rate to gauge monetary policy“, Mimeo, 2014. Natürlich kann der Schattenzins auch negativ sein. ③ Siehe auch B. Hofmann und B. Bogdanova, „Taylor rules and monetary policy: a global 'Great Deviation'?“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2012. ④ C. Borio, P. Disyatat und M. Juselius, „Rethinking potential output: embedding information about the financial cycle“, *BIS Working Papers*, Nr. 404, Februar 2013.