

»» Taper Tantrum 2.0 erscheint unwahrscheinlich

Nr. 366, 8. Februar 2022

Autor: Dr. Felix Schmidt, Telefon 069 7431-9386, felix.schmidt@kfw.de

Nachdem die Corona-Pandemie auch in den USA 2020 zu einem starken Einbruch der Wirtschaftsleistung geführt hatte, wurde das Vorkrisenniveau bereits im zweiten Quartal 2021 wieder übertroffen. Die fortschreitende konjunkturelle Erholung hat die US-Notenbank nun dazu veranlasst, die geldpolitische Wende einzuleiten. Das Anleihekaufprogramm wird im März 2022 auslaufen und die Fed wird mit einem Leitzinsanhebungszyklus beginnen. Zudem wird die US-Notenbank im Jahresverlauf anfangen ihre Bilanz abzubauen.

Die geldpolitische Wende der größten Volkswirtschaft der Welt wird Auswirkungen auf die globalen Finanzmärkte haben. Für die Schwellenländer besteht die Gefahr, dass es ähnlich wie 2013 zu Kapitalabflüssen kommen könnte, Turbulenzen in den Anleihe- und Währungsmärkten wären eine mögliche Folge.

Im Vergleich zu 2013 haben sich die makroökonomischen Voraussetzungen vieler Schwellenländer aber deutlich verbessert. Leistungsbilanzdefizite wurden verringert, Devisenreserven aufgebaut. Darüber hinaus trägt ein Rückgang der kurzfristigen Auslandsverschuldung und des Kreditwachstums zur Verringerung der Verletzlichkeiten bei. Sorge bereitet in den untersuchten Schwellenländern hingegen der zum Teil sehr deutliche Anstieg der Staatsverschuldung. Auch bei der Bekämpfung erhöhter Inflationsraten zeigt sich ein durchwachsendes Bild.

Insgesamt lässt sich jedoch festhalten, dass sich die in dieser Studie betrachteten makroökonomischen Indikatoren in den letzten neun Jahren für fünf der sechs untersuchten Volkswirtschaften überwiegend positiv entwickelt haben. Die einzige Ausnahme stellt die Türkei dar, die heute deutlich verwundbarer als im Jahre 2013 erscheint. Die geldpolitische Wende in den USA hat hier das Potenzial, die bereits jetzt äußerst angespannte makroökonomische Lage durch weitere Kapitalabflüsse zusätzlich zu verschärfen.

USA leitet geldpolitische Wende ein

Der Ausbruch der Corona-Pandemie führte auch in den USA zu einem starken Einbruch der Wirtschaftsleistung. Ab Mitte 2020 konnte das US-Bruttoinlandsprodukt aber wieder zulegen. Gestützt wurde die Erholung durch eine expansive Geld- und Fiskalpolitik. Bereits im zweiten Quartal 2021 übertraf die US-Wirtschaftsleistung das Vorkrisenniveau. Für Ende 2022 ist mit einer Rückkehr auf den Vorkrisenwachstumspfad zu rechnen. Die konjunkturelle Erholung hat zu steigenden Beschäftigungszahlen und Inflationsraten weit

über dem Zwei-Prozent-Ziel der Fed geführt. Deutliche Fortschritte in Richtung der Notenbank-Ziele Preisstabilität und maximale Beschäftigung haben die Fed dazu veranlasst, die geldpolitische Wende einzuleiten. Das Anleihekaufprogramm wird im März 2022 auslaufen und die Fed wird mit einem Leitzinsanhebungszyklus beginnen. Zudem wird die US-Notenbank im Jahresverlauf anfangen, ihre Bilanz abzubauen.

Erinnerungen an das Taper Tantrum 2013 werden wach

Die geldpolitische Wende der größten Volkswirtschaft der Welt wird Auswirkungen auf die globalen Finanzmärkte haben. Unvergessen ist das Taper Tantrum aus dem Jahre 2013. Die unerwartete Ankündigung des damaligen Fed-Vorsitzenden Ben Bernanke, die Anleihekäufe womöglich bald zu reduzieren, führten bei US-Staatsanleihen zu deutlich steigenden Renditen. Kapitalzuflüsse in die USA und eine Aufwertung des US-Dollars waren die Folge. Die Währungen sowie die Aktien- und Anleihemärkte der Schwellen- und Entwicklungsländer kamen im Gegenzug unter Druck.

Zwar ist das aktuelle „Tapering“ (Verringerung der Anleihekäufe) schon fast abgeschlossen, es besteht aber weiterhin die Sorge, dass die daran anschließende Zinswende und der Abbau der Fed-Bilanz zu ähnlichen Verwerfungen an den Finanzmärkten der Entwicklungs- und Schwellenländer führen könnten, wie sie 2013 zu beobachten waren.

Lagebeurteilung anhand makroökonomischer Indikatoren

Im Anschluss an die Verwerfungen vor neun Jahren nahm die US-Notenbank verschiedene makroökonomische Kennzahlen unter die Lupe, um herauszufinden, welche Indikatoren am besten dazu dienen, die Verletzlichkeiten einzelner Schwellenländer einzuschätzen.¹ Zu den sechs Indikatoren, die als besonders vorhersagekräftig identifiziert wurden, zählen die Leistungsbilanz, die Devisenreserven, die kurzfristige Auslandsverschuldung, die Staatsverschuldung, die Inflation und das Kreditwachstum. Der IWF benennt in einer Studie aus dem Jahr 2014 sehr ähnliche makroökonomische Indikatoren, welche dazu beitragen, Verletzlichkeiten im Zuge einer Wende der US-Geldpolitik aufzuzeigen.² Die von der Fed identifizierten Indikatoren werden in dieser Studie für sechs ausgewählte Länder betrachtet.

Fragile Fünf plus eins

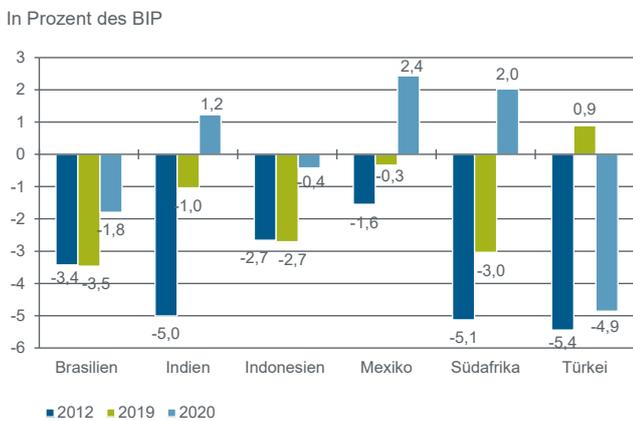
Morgan Stanley prägte 2013 den Begriff der „Fragilen Fünf“, womit jene Volkswirtschaften bezeichnet wurden, welche sich im Zuge des Taper Tantrums als besonders verletzlich erwiesen hatten. Es handelt sich dabei um Indien, Indonesien, die Türkei, Brasilien und Südafrika. Im Zuge einer

Aktualisierung der Liste im Jahr 2016 wurde auch Mexiko mit in die Gruppe der gefährdeten Länder mit aufgenommen. In dieser Studie wird daher die makroökonomische Lage der ursprünglichen "Fragilen Fünf" plus Mexiko untersucht.

Leistungsbilanzen ausgeglichener als 2012

In Episoden starker Kapitalabflüsse sind insbesondere Länder mit hoher Abhängigkeit von internationalen Kapitalzuflüssen anfällig. Sichtbar wird eine solche Abhängigkeit in der Leistungsbilanz. Ein Leistungsbilanzdefizit entspricht einem Nettozufluss an ausländischem Kapital. Je höher das Defizit ausfällt, umso größer ist die Gefahr einer unkontrollierten Abwertung der heimischen Währung im Fall einer Umkehrung der Kapitalströme. Im Vorfeld des Taper Tantrums aus dem Jahre 2013 verzeichneten alle sechs in dieser Studie untersuchten Volkswirtschaften ein Leistungsbilanzdefizit (Grafik 1). In Indien betrug das Defizit 2012 5,0 % des BIP, in der Türkei und Südafrika sogar 5,4 und 5,1 %. Alle sechs Länder haben in den vergangenen Jahren ihr Defizit verringern können. Indien, Mexiko und Südafrika wiesen 2020 sogar einen Leistungsbilanzüberschuss aus. Lediglich in der Türkei lag das Defizit vorletztes Jahr bei 4,9 %. Zu beachten ist jedoch, dass die Leistungsbilanzen 2020 stark durch die Corona-Pandemie beeinflusst wurden. Eine sinkende Inlandsnachfrage hat die Importe in vielen Schwellenländern verringert, wodurch das Leistungsbilanzdefizit abgenommen hat. Schaut man sich die Veränderung zwischen 2012 und dem Vorkrisenjahr 2019 an, lässt sich für Indien, Mexiko und Südafrika noch immer eine Verringerung der Nettozuflüsse ausländischen Kapitals feststellen. Für Brasilien und Indonesien kam es hingegen zwischen 2012 und 2019 zu keiner nennenswerten Veränderung. Die Türkei verzeichnete 2019 zum ersten Mal seit 18 Jahren einen Leistungsbilanzüberschuss. Dies war jedoch eine Entwicklung, die nur kurzfristig Bestand hatte. Im Schnitt lässt sich für die untersuchten Länder eine Stabilisierung der Lage festhalten. Das durchschnittliche Leistungsbilanzdefizit der sechs Volkswirtschaften hat sich von 3,9 % im Jahr 2012 auf 1,6 % im Jahr 2019 und 0,2 % im Jahr 2020 verringert. Die Abhängigkeit von ausländischen Kapitalzuflüssen hat sich demnach verkleinert.

Grafik 1: Leistungsbilanzen

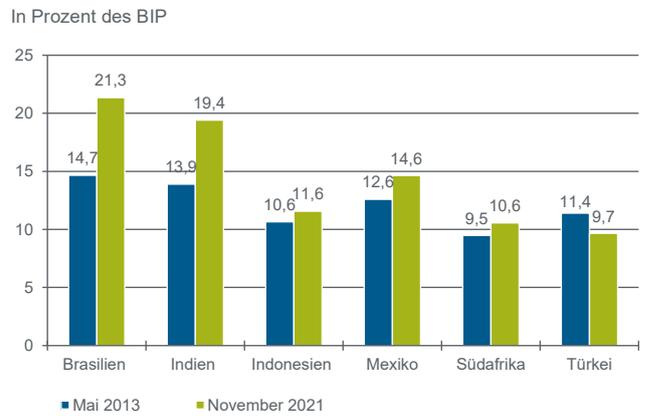


Quelle: Weltbank

Währungsreserven wurden erhöht

Zur Beurteilung der Verletzlichkeiten der Schwellenländer werden als weiterer Indikator die Devisenreserven herangezogen. Höhere Reserven erlauben es der Zentralbank in Krisenzeiten umfassender in den Markt einzugreifen, um die heimische Währung zu stabilisieren. Im Mai 2013 lagen die Reserven in den betrachteten sechs Ländern zwischen 9,5 und 14,7 % des BIP (Grafik 2). In den vergangenen neun Jahren haben sich die Reserven deutlich erhöht. Besonders stark wurden die Reserven in Brasilien und Indien ausgeweitet. Auch in Indonesien, Mexiko und Südafrika kam es zu einer Erhöhung der Devisen. Eine Ausnahme stellt erneut lediglich die Türkei dar. Hier sind die Reserven von 11,4 % im Mai 2013 auf 9,7 % im November 2021 gesunken. Wie hoch die Währungsreserven einer Zentralbank im Optimalfall sein sollten, hängt unter anderem davon ab, wie hoch die Auslandsverschuldung der jeweiligen Volkswirtschaft ist.

Grafik 2: Devisenreserven



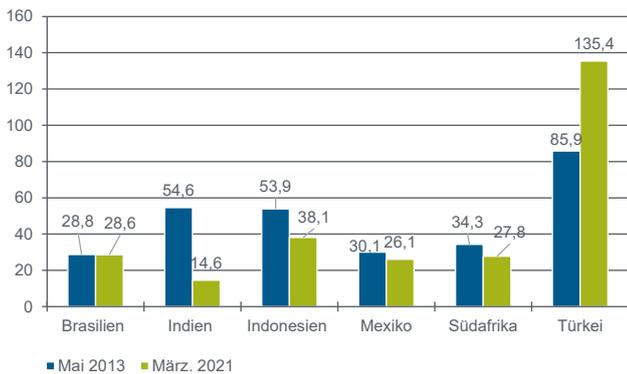
Quelle: Weltbank, IWF

Auslandsverschuldung insbesondere in der Türkei ein Problem

Das Volumen der fälligen Schuldrückzahlungen an Gebietsfremde in den nächsten 12 Monaten ist ein nützliches Maß, um einzuschätzen, wie schnell eine Volkswirtschaft in Probleme geraten könnte, wenn sich die Möglichkeiten der externen Kreditaufnahme verschlechtern. Ausländische Kreditgeber ziehen Kapital in Krisenzeiten schnell ab, zudem sind die Verbindlichkeiten häufig in Fremdwährungen dotiert. Die kurzfristige Auslandsverschuldung wird ins Verhältnis zu den Devisenreserven gestellt, welche im Notfall zur Begleichung von Auslandsschulden genutzt werden könnten. Laut der „Greenspan-Guidotti rule“³ sollten die Währungsreserven mindestens dem Betrag der gesamten, in einem Jahr fälligen Auslandsverschuldung entsprechen. Während Brasilien, Indien, Indonesien, Mexiko und Südafrika die kurzfristige Auslandsverschuldung im Verhältnis zu den Reserven seit 2013 reduzieren konnten, haben die Abhängigkeiten in der Türkei sehr deutlich zugenommen (Grafik 3). Laut der „Greenspan-Guidotti rule“ ist die kurzfristige Auslandsverschuldung in der Türkei im Verhältnis zu den Devisenreserven mit 135 % demnach derzeit deutlich zu hoch.

Grafik 3: Kurzfristige Auslandsverschuldung

In Prozent der Devisenreserven



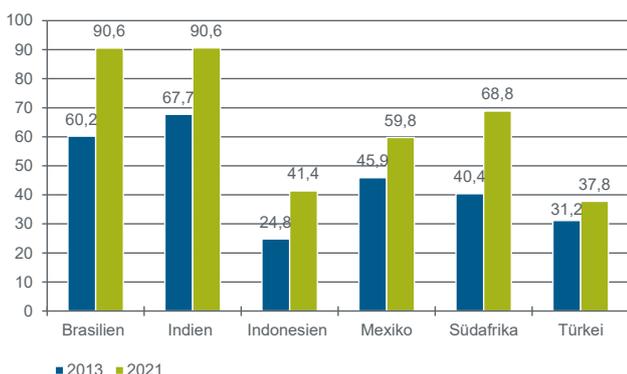
Quelle: Joint External Hub, IMF

Staatsschulden schon vor der Krise stark angestiegen

Steigende Zinsen erschweren die Rückzahlung bestehender Verbindlichkeiten. Zinsanstiege aufgrund von Kapitalabflüssen führen daher in Ländern mit einem höheren Verschuldungsgrad zu tendenziell größeren Problemen. Schaut man sich den Staatsschuldenstand in Relation zum BIP an, zeigt sich ein deutlicher Anstieg in allen sechs Ländern. Die durchschnittliche Staatsverschuldung in Relation zum BIP stieg für die betrachteten Länder zwischen Januar 2013 und April 2021 von 45 auf 65 % an (Grafik 4). Die Corona-Pandemie und die fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen haben diesen Trend noch einmal beschleunigt. Aufgrund der Pandemie waren nicht nur höhere Staatsausgaben von Nöten, die Steuereinnahmen sind angesichts der wirtschaftlich schwierigen Lage gesunken. Die Tragfähigkeit der Schuldenlast wird durch diese Entwicklung negativ beeinflusst.

Grafik 4: Staatsverschuldung

In Prozent des BIP



Quelle: IWF

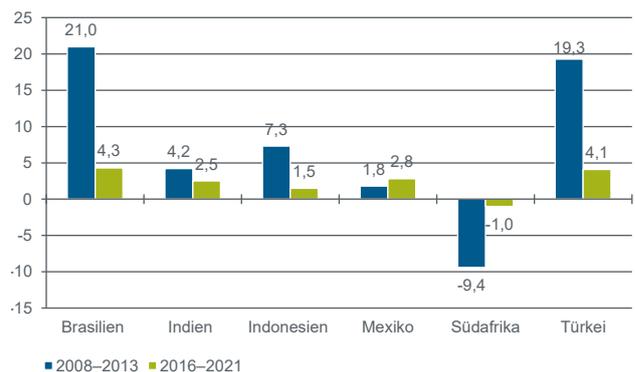
Kreditwachstum hat sich abgeschwächt

Zur Beurteilung der finanziellen Verletzlichkeiten einer Volkswirtschaft ist nicht nur die Verschuldung des Staates, sondern auch jene des Privatsektors zu betrachten. Die Fed nutzt daher als weiteren Indikator das Kreditwachstum im Verhältnis zum BIP als Indikator. In den fünf Jahren vor dem Taper Tantrum (Jan. 2008–Jan. 2013) hat sich das Volumen der Bankkredite, gemessen im Verhältnis zum BIP, in Brasilien und der Türkei um knapp 20 Prozentpunkte ausgeweitet (Grafik 5). Zwischen Anfang 2016 und Anfang 2021 fiel das

Kreditwachstum hingegen wesentlich geringer aus, in Südafrika ist die Kreditaufnahme im Verhältnis zum BIP in dieser Periode sogar gesunken. Lediglich in Mexiko kam es zu einem leichten Anstieg. Im Januar 2021 lagen die Bankkredite im Verhältnis zum BIP in Mexiko bei 21 % und somit noch immer auf einem recht niedrigen Niveau. Unter den sechs betrachteten Ländern liegt das Verhältnis von Bankkrediten zum BIP am höchsten in Brasilien mit knapp 70 %, gefolgt von Südafrika und der Türkei mit jeweils knapp über 60 %.

Grafik 5: Kreditwachstum

Veränderung des Kreditvolumens an den Privatsektor im Verhältnis zum BIP



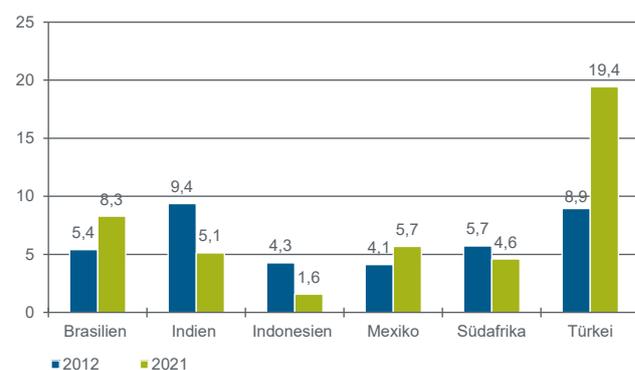
Quelle: BIS

Inflation insbesondere in der Türkei gestiegen

Steigende Zinsen in den USA könnten in den Schwellenländern zu Kapitalabflüssen und einer Schwächung der heimischen Währung führen. Eine Währungsschwäche verteuert die Importe und erhöht die Inflation. Zu Problemen kann dies insbesondere in Ländern führen, die bereits vor einer möglichen Krise mit einer hohen Teuerungsrate zu kämpfen haben. 2012 betrug die durchschnittliche Inflationsrate der von uns betrachteten sechs Länder 6,3 %, 2021 lag sie bei 7,4 %. Während in Indien, Indonesien und Südafrika die Preissteigerungen 2021 geringer ausfielen als 2012, haben diese neben Brasilien und Mexiko erneut insbesondere in der Türkei zugenommen. Mit knapp 20 % lag die Inflationsrate 2021 mehr als doppelt so hoch wie in den anderen fünf in dieser Studie untersuchten Ländern.

Grafik 6: Inflation

In Prozent



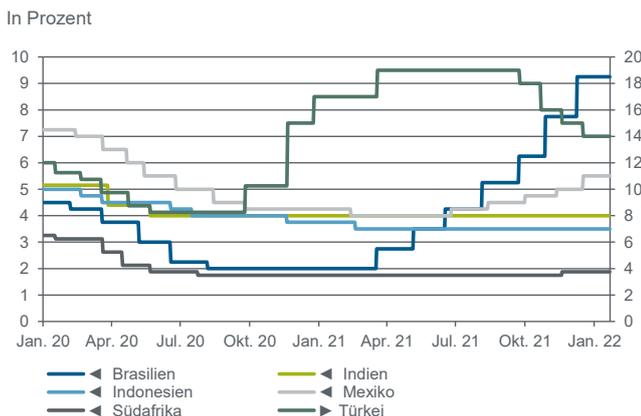
Quelle: IWF

Zugang zu Covid-Impfstoffen würde helfen, die globale Konjunkturerholung zu synchronisieren

Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern werden durch einen Zinsabstand zu den USA befördert. Die Zentralbanken der Schwellenländer haben daher zur Stützung der heimischen Währung die Möglichkeit, den Leitzinsschritten in den USA zuvorzukommen. In Ländern wie Mexiko, Brasilien und Südafrika wurde die geldpolitische Wende bereits eingeleitet (Grafik 7). Die türkische Zentralbank hat sich hingegen trotz einer Inflationsrate in Höhe von zuletzt 35 % und einer im vergangenen Jahr stark abgewerteten Währung dazu entschieden, den Leitzins mehrfach zu senken. Die Gefahr einer Zahlungsbilanzkrise und einer weiteren Abwertung der Lira hat sich hierdurch noch einmal verschärft.

Einige Notenbanken in den Schwellenländern zögern noch mit einer Straffung der Geldpolitik, da sie nicht Gefahr laufen wollen die heimische Wirtschaftserholung abzuwürgen. Ein zwischen den Industrienationen und den Schwellenländern synchronisierter Leitzinsanhebungszyklus ist daher nur dann möglich, wenn auch die konjunkturelle Erholung simultan verläuft. Dies ist derzeit jedoch nicht der Fall. Die größere Verfügbarkeit von Impfstoffen in den Industrieländern trägt maßgeblich zu einer schnelleren Überwindung der Corona-Krise dort bei. Diese unausgeglichene globale Konjunkturerholung verschärft die Gefahr von Kapitalflüssen in Richtung der Industrienationen. Ein ausreichender Zugang zu Covid-Impfstoffen für die Schwellen- und Entwicklungsländer würde daher dazu beitragen, eine weitere Divergenz in der konjunkturellen Erholungsgeschwindigkeit und daraus möglicherweise resultierende Verwerfungen an den Finanzmärkten der Schwellenländer zu vermeiden.

Grafik 7: Leitzinsen



Quelle: Zentralbank des jeweiligen Landes

Makroökonomische Lage insgesamt stabiler als 2013

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass sich die betrachteten Schwellenländer heute in einer stabileren makroökonomischen Verfassung befinden als dies im Vorfeld des Taper Tantrums 2013 der Fall war. Die einzige Ausnahme stellt die Türkei dar, welche sich in nahezu allen der betrachteten

Indikatoren in den letzten neun Jahren verschlechtert hat. Als deutlich weniger verletzlich erweisen sich hingegen insbesondere Indien und Indonesien, welche bei den meisten Indikatoren Fortschritte erzielen konnten. Sorge bereitet in allen betrachteten Volkswirtschaften lediglich der zum Teil sehr deutliche Anstieg der Staatsverschuldung. Eine Entwicklung die sich durch die Corona-Krise noch einmal verschärft hat.

Fazit: 2022 ist nicht 2013

Neben der verbesserten makroökonomischen Lage gibt es noch weitere Gründe, warum Turbulenzen auf den globalen Finanzmärkten, wie sie 2013 zu beobachten waren, derzeit unwahrscheinlich erscheinen. Die Fed hat aus ihren Fehlern der Vergangenheit gelernt. Die aktuelle geldpolitische Wende wurde sehr behutsam eingeleitet. Die Marktteilnehmer wurden graduell auf den Beginn des Taperings vorbereitet. Die Ankündigung, die Netto-Anleihekäufe ab März 2022 einzustellen, hat daher an den Märkten auch nur zu verhaltenden Reaktionen geführt. Das Vorgehen der US-Notenbank wurde bisher sehr klar und frühzeitig kommuniziert. Es ist damit zu rechnen, dass dies auch 2022 so bleiben wird. Die diesjährigen Leitzinsanhebungen und der Abbau der Fed-Bilanz werden zu einem steigenden Zinsniveau in den USA führen, Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern sind die wahrscheinliche Folge. Mit Ausnahme der Türkei scheinen aber alle in dieser Studie betrachteten Volkswirtschaften für einen solchen Fall besser als 2013 gewappnet zu sein. Zu beachten ist zudem, dass die geldpolitische Wende in den USA auf einem Wiedererstarben der größten Volkswirtschaft der Welt nach der Covid-Krise beruht. Die voranschreitende Konjunkturerholung bringt für die Schwellen- und Entwicklungsländer auch positive Aspekte in Form von verbesserten Absatzmöglichkeiten mit sich. Von den in dieser Studie untersuchten Ländern weist insbesondere Mexiko sehr enge Handelsbeziehungen zu den USA auf. Die Konjunkturerholung der Industrienationen kommt zudem auch den rohstoffexportierenden Schwellenländern wie beispielsweise Brasilien und Südafrika zu Gute. Auch diese Medaille hat aber eine Kehrseite. Der durch die Erholung der Industriestaaten zuletzt stark gestiegene Ölpreis wird beispielsweise die Leistungsbilanzen der Türkei, Südafrika und Indien deutlich belasten.

Folgen Sie KfW Research auf **Twitter**.
 Oder abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter, und Sie verpassen keine Publikation.
Zur Anmeldung

¹ Vgl. Ahmed, S. (2017): International Financial Spillovers to Emerging Market Economies: How Important Are Economic Fundamentals? <https://www.bostonfed.org/publications/risk-and-policy-analysis/2017/international-financial-spillovers.aspx>

² Vgl. Sahay, R., Arora, V. B., Arvanitis, T. Faruqee, H., N'Diaye, P. and T. M. Griffoi. (2014): Emerging Market Volatility: Lessons from the Taper Tantrum. IMF Staff Discussion Notes No. 14/9. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2014/sdn1409.pdf>

³ Vgl. Greenspan, A. (1999): Currency Reserves and Debt. The Federal Reserve Board. <https://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/1999/19990429.htm>