

## Überblick: Vorsichtig optimistische Stimmung aufgrund einer allmählichen Erholung

Die Stimmung der Anleger blieb im Zeitraum von Ende Mai bis Anfang September 2009 vorsichtig optimistisch, obwohl Ungewissheit bezüglich des Tempos der wirtschaftlichen Erholung herrschte. Positive gesamtwirtschaftliche Daten und solide Gewinnzahlen liessen die Marktteilnehmer auf eine Wende hoffen. Infolgedessen zogen die Aktienkurse an, und die Risikoaufschläge verengten sich. Dennoch wurde die neu gewonnene Zuversicht der Anleger zuweilen durch enttäuschende Datenveröffentlichungen getrübt, was immer wieder volatile Phasen auslöste. Zudem beurteilten die meisten Anleiheanleger das Tempo der Erholung offenbar etwas weniger positiv.

Der Finanzsektor wies auch im zweiten Quartal überraschend kräftige Gewinne aus. Zwar bleiben Fragen hinsichtlich der Qualität und Nachhaltigkeit dieser Gewinne bestehen, doch übertraf der Finanzsektor andere Branchen sowohl am Kredit- als auch am Aktienmarkt. Die Kreditrisikoprämien für Banken sanken deutlich und erreichten nahezu wieder ihr Niveau vor dem Lehman-Konkurs; die Kurse für Finanzsektoraktien stiegen im Berichtszeitraum um 15–20%.

Im Allgemeinen zeigten die Märkte erneut Anzeichen einer Normalisierung: Die Risikotoleranz nahm stetig zu, und die Risikoprämien verringerten sich. An den Interbank-Geldmärkten verengten sich die wichtigsten Spreads auf Niveaus, die seit Anfang 2008 nicht mehr beobachtet worden waren, und einige sanken sogar noch stärker. Auch an den Kreditmärkten besserte sich die Lage, wenngleich wichtige Segmente nach wie vor auf die Unterstützung der Zentralbanken angewiesen waren.

Vor diesem Hintergrund entwickelten sich die Renditen von Staatsanleihen volatil. Dies war Ausdruck der jeweiligen Einschätzungen der Wirtschaftsaussichten wie auch des künftigen Kurses der Geldpolitik an den Märkten. Im Laufe der Zeit schienen Anleiheanleger mehr und mehr zu dem Schluss zu gelangen, dass zwar die schlimmste Phase des Wirtschaftsabschwungs vorüber sei, der Erholungsprozess aber wahrscheinlich nur schrittweise vorankomme und anfällig für negative Schocks sei. In Verbindung mit den Erwartungen einer niedrigen Inflation veranlasste dies die Anleger, nicht mehr mit einem baldigen Beginn der Normalisierung der Geldpolitik zu rechnen.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften zog das kräftige Wachstum einiger asiatischer Volkswirtschaften Aufmerksamkeit auf sich. Bedenken wegen des Umfangs der Kreditvergabe in China lösten jedoch Erwartungen einer unmittelbar bevorstehenden Straffung der Geldpolitik und eine Neubewertung der Wachstumsaussichten des Landes aus. Die darauffolgende drastische Korrektur an den chinesischen Aktienmärkten im August belastete andere Börsen in der Region und zeitweise sogar wichtige Aktienmärkte weltweit.

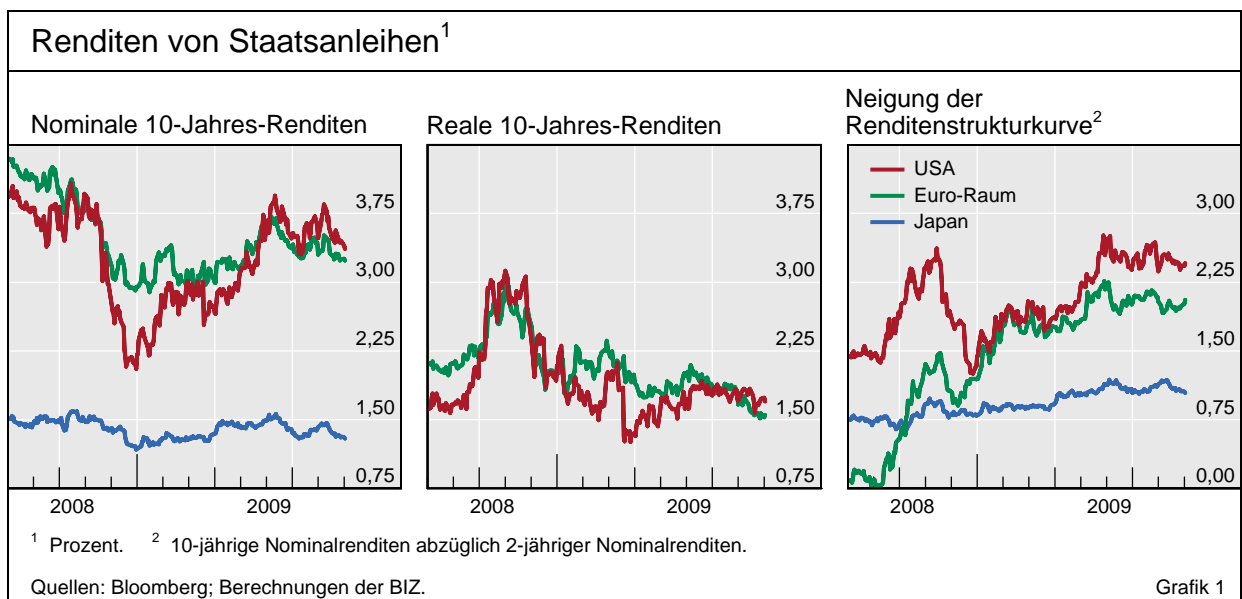
## Investoren an den Anleihemärkten mutmassen über Tempo der Erholung

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften schwankten im Berichtszeitraum stark, da die Anleger die Aussichten für die gesamtwirtschaftliche Lage wie auch für die Geld- und Fiskalpolitik neu einschätzten. Letztendlich entwickelten sich die Renditen an den wichtigen Anleihemärkten uneinheitlich. Von Ende Mai bis zum 4. September 2009 blieb in den USA die Rendite 10-jähriger Anleihen praktisch unverändert, während die entsprechende Rendite im Euro-Raum und in Japan um rund 35 bzw. 15 Basispunkte abnahm (Grafik 1 links). Die langfristigen realen Renditen im Euro-Raum reduzierten sich im Berichtszeitraum im Einklang mit den nominalen Renditen, während sich die realen Renditen in den USA etwas erhöhten (Grafik 1 Mitte). Derweil flachten sich die Renditenstrukturkurven, die im ersten Halbjahr rasch steiler geworden waren, ab (Grafik 1 rechts).

Kein Anstieg der Anleiherenditen ...

Obwohl die Renditen im Berichtszeitraum nicht stiegen, deuteten die Wirtschaftsnachrichten im Allgemeinen auf eine Erholung oder zumindest auf eine deutlich langsamere Verschlechterung des wirtschaftlichen Umfelds hin. Ein Beispiel dafür ist der US-Beschäftigungsbericht vom 5. Juni, gemäss welchem die Beschäftigungszahlen ausserhalb der Landwirtschaft um 345 000 (später auf 303 000 korrigiert) sanken, der Rückgang also nicht nur signifikant unter dem erwarteten Wert von 520 000 lag, sondern auch geringer ausfiel als

... trotz einiger positiver makro-ökonomischer Daten ...



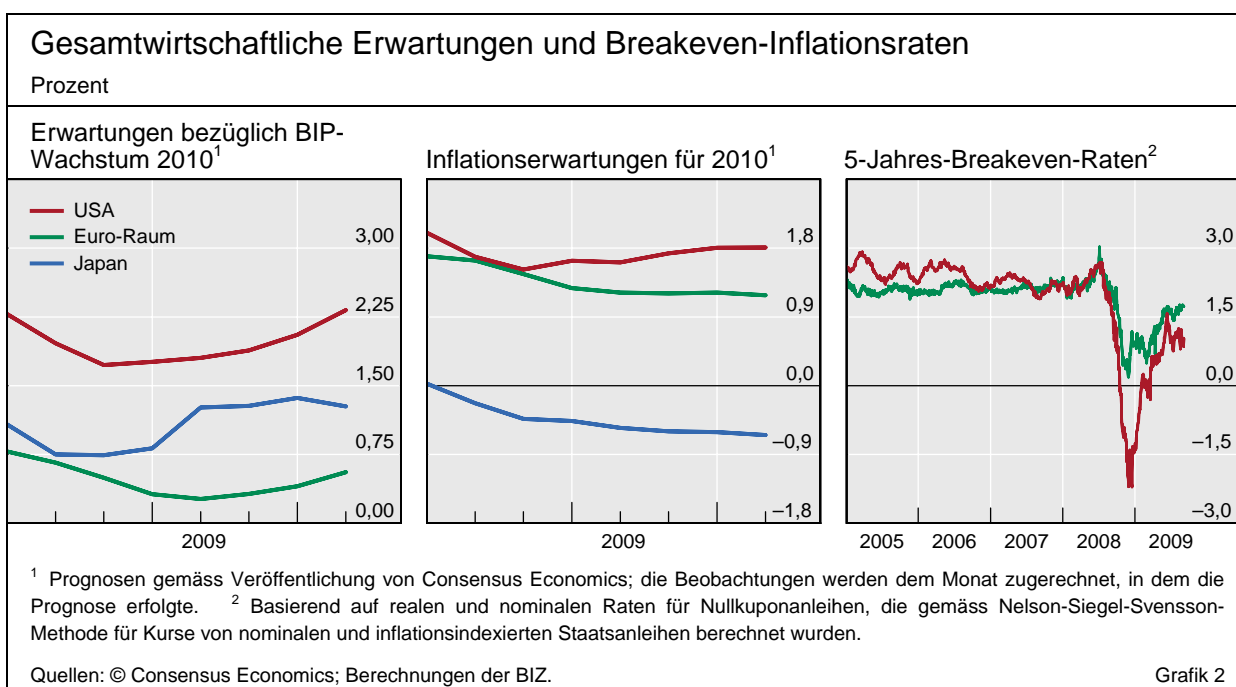
in jedem der vergangenen sieben Monaten. Gleichzeitig wiesen im Euro-Raum die deutsche und die französische Wirtschaft überraschend ein Wachstum im zweiten Quartal aus, und Japan verzeichnete erstmals seit dem dritten Quartal 2008 wieder ein positives Quartalswachstum, wenn auch die Wachstumsrate niedriger ausfiel als erwartet. Im Einklang damit liessen Umfragedaten vermuten, dass die Erwartungen für das BIP-Wachstum im Jahr 2010 in den USA und im Euro-Raum Schritt für Schritt nach oben korrigiert wurden, während diese Erwartungen in Japan nachgaben (Grafik 2 links).

... da Erholung als langwierig eingeschätzt wird

Zwar reagierten die Anleiherenditen positiv auf Meldungen, die auf eine Konjunkturerholung hindeuteten, doch wurden sie zeitweise wieder nach unten gedrückt, wenn enttäuschende Datenveröffentlichungen bei den Anlegern Zweifel an der Stärke des Konjunkturaufschwungs aufkommen und ihre Risikobereitschaft vorübergehend sinken liessen. Dies zeigte sich mehrmals, z.B. in der zweiten Junihälfte bis Anfang Juli und in der zweiten Augushälfte, als die Märkte von schwachen Wirtschaftsdaten überrascht wurden (Grafik 1 links). Der US-Beschäftigungsbericht vom 2. Juli beispielsweise wies einen unerwartet hohen Beschäftigungsrückgang in den Sektoren ausserhalb der Landwirtschaft aus, und am 14. August wurde gemeldet, dass das Verbrauchervertrauen in den USA gesunken war. Mit der Zeit schienen die Anleger in Anleihen zu dem Schluss zu gelangen, dass zwar die schlimmste Phase des Wirtschaftsabschwungs vorüber sei, dass der Erholungsprozess aber nur schrittweise vorankommen und anfällig für negative Schocks sein werde.

Anleger rechnen mit niedriger Inflation ...

Vor diesem Hintergrund deuteten sowohl Umfragedaten als auch Anleihekurse darauf hin, dass in den USA und im Euro-Raum auf kurze Sicht nach wie vor mit einer niedrigen Inflation gerechnet wurde. Für 2010 gingen die Inflationserwartungen Umfragen zufolge in den beiden genannten Wirtschaftsräumen von einem Inflationsniveau deutlich unter 2% aus (Grafik 2 Mitte) und entsprachen damit der Einschätzung, dass sich die Konjunkturerholung noch



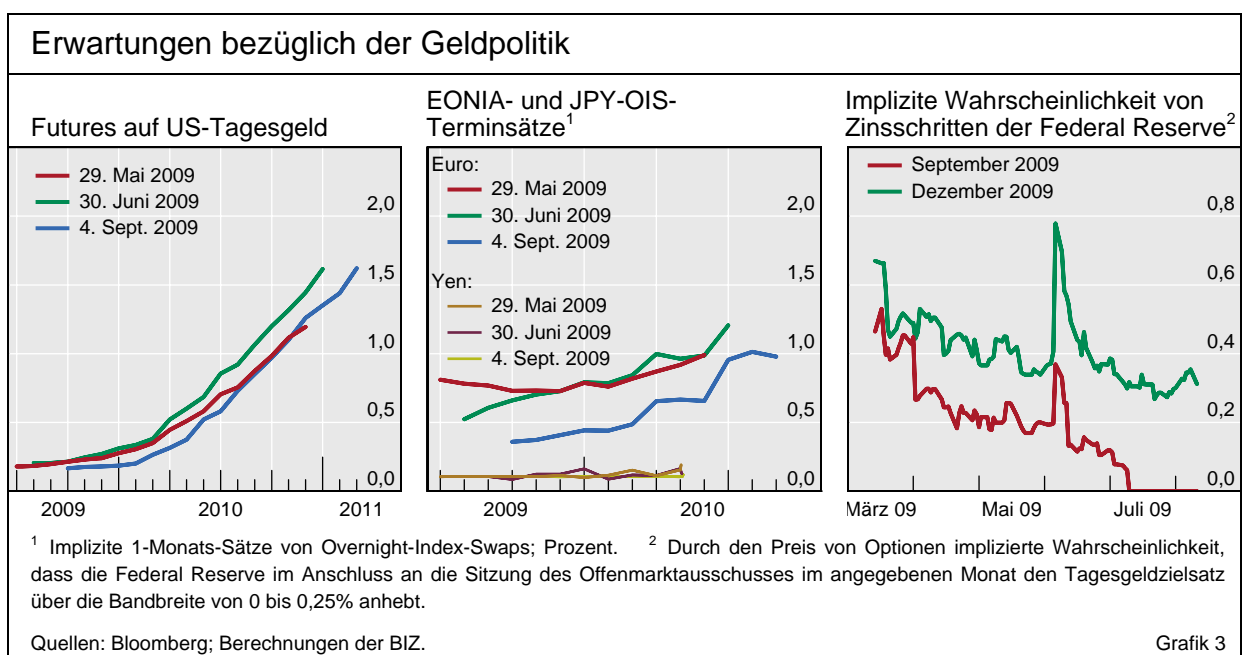
etwas hinziehen dürfte. Die mittelfristigen Breakeven-Inflationsraten bewegten sich um ein Niveau herum, das etwas niedriger war als der Durchschnitt der letzten Jahre (Grafik 2 rechts). Da nur mit einem allmählichen Anziehen des Wirtschaftswachstums gerechnet wurde und die kurzfristigen Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau stabil blieben, rechneten die Marktteilnehmer für die kommenden Monate weiterhin mit ausserordentlich niedrigen Leitzinsen (Grafik 3 links und Mitte).

... und niedrigen Leitzinsen

Während darüber diskutiert wurde, in welchem Tempo die lockere Geldpolitik zurückgenommen werden sollte, wurden die Erwartungen des Beginns einer Normalisierung der Leitzinsen im Zeitverlauf beträchtlich nach hinten verschoben. In den ersten Monaten 2009 hatten die Anleger damit zu rechnen begonnen, dass die Leitzinsen vor dem Ende des Jahres erhöht würden. Anfang März 2009 beispielsweise ging aus den Preisen für Optionen auf US-Tagesgeldfutures eine (risikoneutrale) Wahrscheinlichkeit von über 60% hervor, dass die Federal Reserve ihren Zielsatz bis zum Jahresende über den Bereich von 0–0,25% hinaus erhöhen werde, während sich die Wahrscheinlichkeit einer bereits im September erfolgenden Zinsanhebung auf rund 50% belief (Grafik 3 rechts). Der Offenmarktausschuss der Federal Reserve suchte diese Markterwartungen zu dämpfen, indem er am 18. März 2009 ankündigte, dass er über einen ausgedehnten Zeitraum hinweg ein ausserordentlich niedriges Niveau des Zielsatzes für Tagesgeld erwarte. Danach ging die von Optionen implizierte Wahrscheinlichkeit einer frühzeitigen Zinserhöhung allmählich zurück; diese Entwicklung kehrte sich nur Anfang Juni vorübergehend um, als die obenerwähnten Daten zur Beschäftigung ausserhalb der Landwirtschaft viel besser ausgefallen waren als erwartet.

Wichtige Zentralbanken setzten ihre unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen fort, um die Finanzierungsbedingungen in einem Umfeld nahe null liegender Leitzinsen weiter zu lockern. Doch während einige Zentralbanken ihre unkonventionellen Massnahmen ausweiteten, waren andere bestrebt,

Rücknahme unkonventioneller Massnahmen durch einige Zentralbanken in Vorbereitung



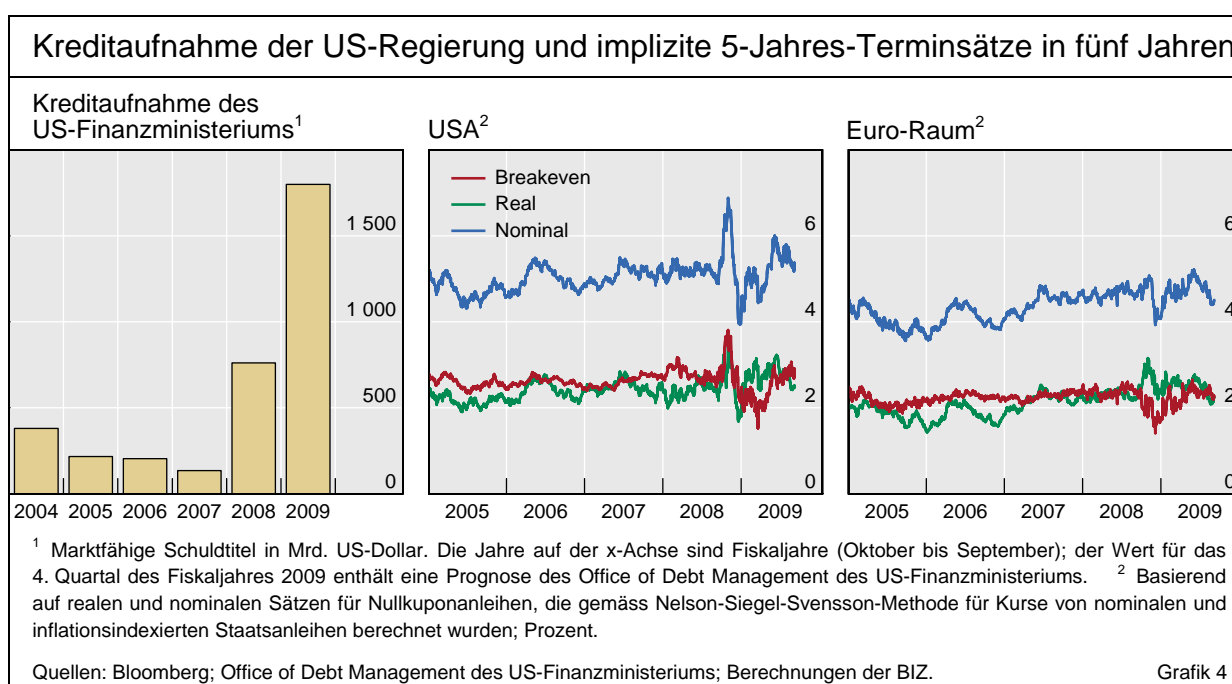
deren Rücknahme vorzubereiten (s. Kasten). Zu Ersteren gehörte die Bank of England, die am 6. August eine Ausweitung ihres Programms zum Ankauf von britischen Staatsanleihen und Vermögenswerten des privaten Sektors um £ 50 Mrd. auf £ 175 Mrd. bekannt gab, um damit einen Beitrag zur Wiederrückkehr der Inflationsrate an das Ziel von 2% zu leisten. Derweil teilte die Federal Reserve unter Verweis auf ihre Einschätzung, dass sich die US-Konjunktur stabilisiere, am 12. August mit, sie werde die angekündigten Ankäufe von US-Schatzpapieren bis Oktober ausdehnen und dann beenden.

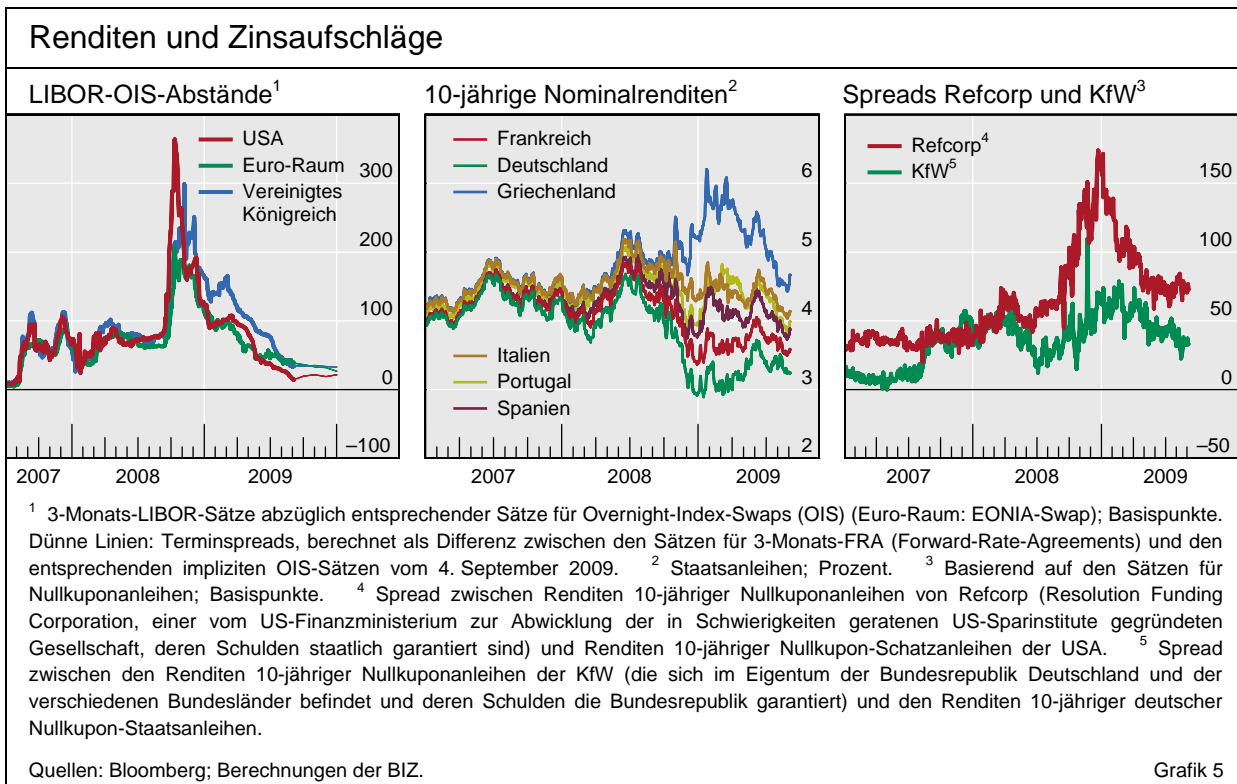
Anleger weiterhin besorgt über Haushaltsdefizite ...

Die Anleiheanleger schenken den Folgen eines wachsenden Angebots an Staatsschuldtiteln weitere Aufmerksamkeit. Dies galt besonders für die USA, wo damit gerechnet wurde, dass der Staat im Haushaltsjahr 2009 netto insgesamt \$ 1,8 Bio. aufnehmen werde – im Vergleich zu dem bereits erhöhten Niveau des Haushaltsjahrs 2008 ein Anstieg von 137% (Grafik 4 links). Bedenken, dass diese umfangreiche staatliche Neuverschuldung von den Märkten nur schwer absorbiert werden könne, sowie die Besorgnis über die langfristige Tragfähigkeit rasch wachsender Haushaltsdefizite galten als die Faktoren, die den im ersten Halbjahr beobachteten Anstieg der langfristigen Renditen in den USA vorantrieben.

... allerdings in geringerem Masse

Neuerdings scheint sich der aus diesen Bedenken resultierende Aufwärtsdruck auf die Renditen jedoch beträchtlich abgeschwächt zu haben, wie aus dem jüngsten Rückgang der 5-Jahres-Terminsätze in fünf Jahren hervorgeht. Fragen der fiskalpolitischen Tragfähigkeit dürften die sehr langfristigen Terminrenditen beeinflussen, auf die sich die kurzfristigen Erwartungen bezüglich Inflation, Wirtschaftswachstum und Geldpolitik weniger stark auswirken. Insbesondere die wachsende Besorgnis über die fiskalpolitischen Aussichten dürfte einen Aufwärtsdruck auf die *realen* Terminalsätze ausüben. Seit Ende Mai sind in den USA und im Euro-Raum jedoch sowohl die realen als auch die nominalen 5-Jahres-Terminsätze in 5 Jahren gesunken (Grafik 4 Mitte und rechts).





Die möglichen inflationären Auswirkungen der fortgesetzten fiskal- und geldpolitischen Massnahmen standen im Berichtszeitraum erneut im Mittelpunkt. Dennoch veränderten sich die 5-Jahres-Termin-Breakeven-Inflationsraten in fünf Jahren von Ende Mai bis zum 4. September kaum (Grafik 4 Mitte und rechts). Der langfristige Inflationsdruck scheint somit trotz rasant steigender Haushaltsdefizite und Tiefständen bei den Leitzinsen vorerst unter Kontrolle zu sein. Darin könnte sich u.a. die Auffassung widerspiegeln, dass die derzeit hohe Kapazitätsunterauslastung noch einige Zeit bestehen wird.

Die Geldmärkte liessen weitere Anzeichen einer Normalisierung erkennen und setzten damit eine Entwicklung fort, die im Frühjahr begonnen hatte. An den Interbank-Geldmärkten schrumpften die Abstände zwischen den 3-Monats-LIBOR- und den entsprechenden OIS-Sätzen auf ein seit Januar 2008 nicht mehr beobachtetes Niveau und erreichten bei den entsprechenden US-Sätzen den niedrigsten Stand seit dem Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 (Grafik 5 links). Auch an den Anleihemärkten waren Anzeichen eines Nachgebens der Liquiditätsprämien und einer Erholung der Risikobereitschaft zu beobachten. Die Renditen der Staatsanleihen im Euro-Raum näherten sich einander weiter an (Grafik 5 Mitte). Darüber hinaus verengten sich die Renditenabstände zwischen staatlich garantierten Anleihen und Staatsanleihen weiter (Grafik 5 rechts).

Weitere Normalisierung an den Geldmärkten

### Hausse an den Aktienmärkten trotz volatiler Phasen

Die wichtigsten Aktienmärkte erholten sich weiter. Während unerwartet gute Wirtschaftsdaten und Unternehmensgewinne dazu beitrugen, die Referenzindizes auf das bisher höchste Niveau in diesem Jahr zu heben, war die

An wichtigsten Aktienmärkten neue Höchststände im laufenden Jahr ...

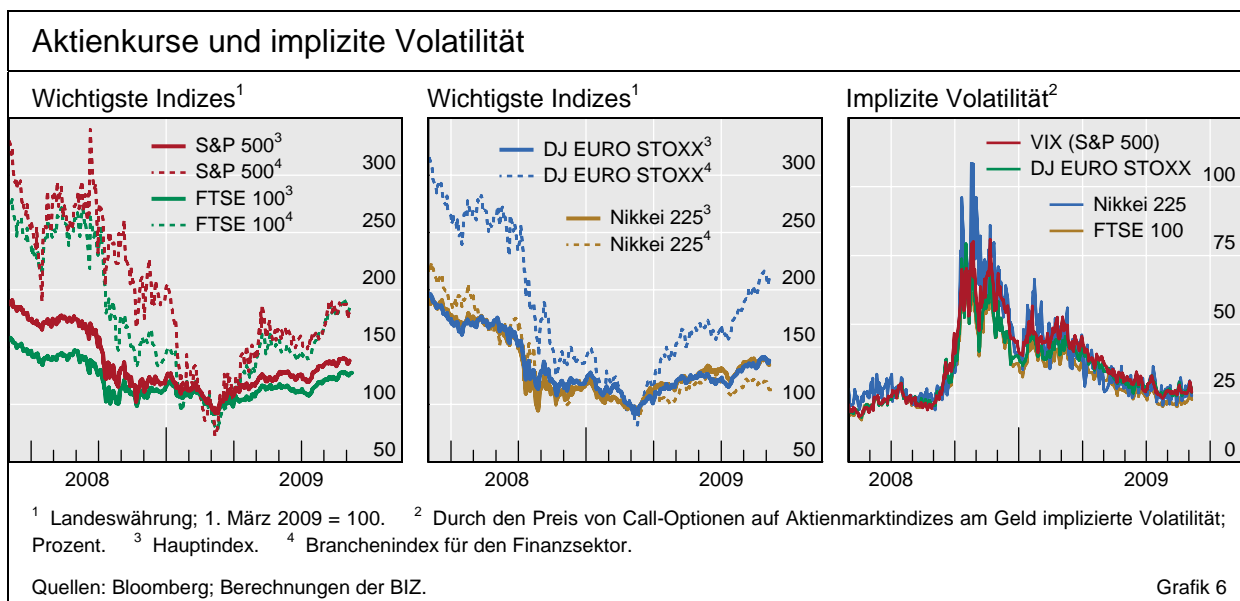
Börsenstimmung zuweilen volatil, wenn die Marktteilnehmer das Tempo der Konjunkturerholung und die Gewinnwachstumsprognosen neu einschätzten. Von Ende Mai bis zum 4. September 2009 stieg der Index S&P 500 um 11% auf seinen höchsten Stand seit Anfang Oktober 2008. Der Dow Jones EURO STOXX legte im selben Zeitraum 12% und der FTSE 100 10% zu. Der Nikkei 225, der bis Mitte August die anderen wichtigen Indizes tendenziell übertraf, vermochte in der Folge nicht mehr mithalten und beendete den Berichtszeitraum mit 7% im Plus (Grafik 6 links und Mitte).

... aber Anfälligkeit für Zweifel bezüglich der wirtschaftlichen Erholung

Obwohl die schrittweise Verbesserung der globalen Wirtschaftsaussichten dazu beitrug, ein insgesamt positives Stimmungsumfeld für Aktien zu schaffen, reagierten die Marktteilnehmer auf gegenteilige Anzeichen weiterhin empfindlich. Im Juni und Anfang Juli verzeichneten wichtige Aktienmärkte an Tagen mit Nachrichten oder Datenveröffentlichungen, die Zweifel bezüglich der Aussichten auf eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung weckten, starke Tagesrückgänge. Bis zur zweiten Juliwoche waren wichtige Aktienindizes auf den niedrigsten Stand seit Ende April zurückgefallen. Die Anleger gaben angesichts des Stroms positiver Gewinnmeldungen von Unternehmen in der Zeit von Mitte Juli bis Anfang August ihre Zurückhaltung vorübergehend auf, kehrten aber Mitte August vor den Leitzinsbeschlüssen wichtiger Zentralbanken zu ihr zurück. Zudem schienen die bedeutenden Aktienmärkte stärker als gewöhnlich auf Nachrichten zur chinesischen Wirtschaft zu reagieren (s. Abschnitt über aufstrebende Volkswirtschaften weiter unten). Auch dies war ein Anzeichen dafür, dass die Marktteilnehmer über die Stärke des Konjunkturaufschwungs besorgt waren.

Dank guter Ergebnisse im zweiten Quartal Erholung von Finanzaktien

Trotz gelegentlicher Unsicherheit legten die Aktienmärkte von Mitte Juli bis Anfang August zu, beflügelt von überwiegend positiven Berichten über die Unternehmensgewinne im zweiten Quartal, in denen sich die anhaltende Aufwärtskorrektur der Gewinnerwartungen widerspiegelte (Grafik 7 links). Die Marktteilnehmer begrüßten insbesondere, dass es verschiedenen grossen Finanzinstituten gelungen war, in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen starke Gewinne zu erzielen, und dass einige andere Banken nach mehreren Quarta-

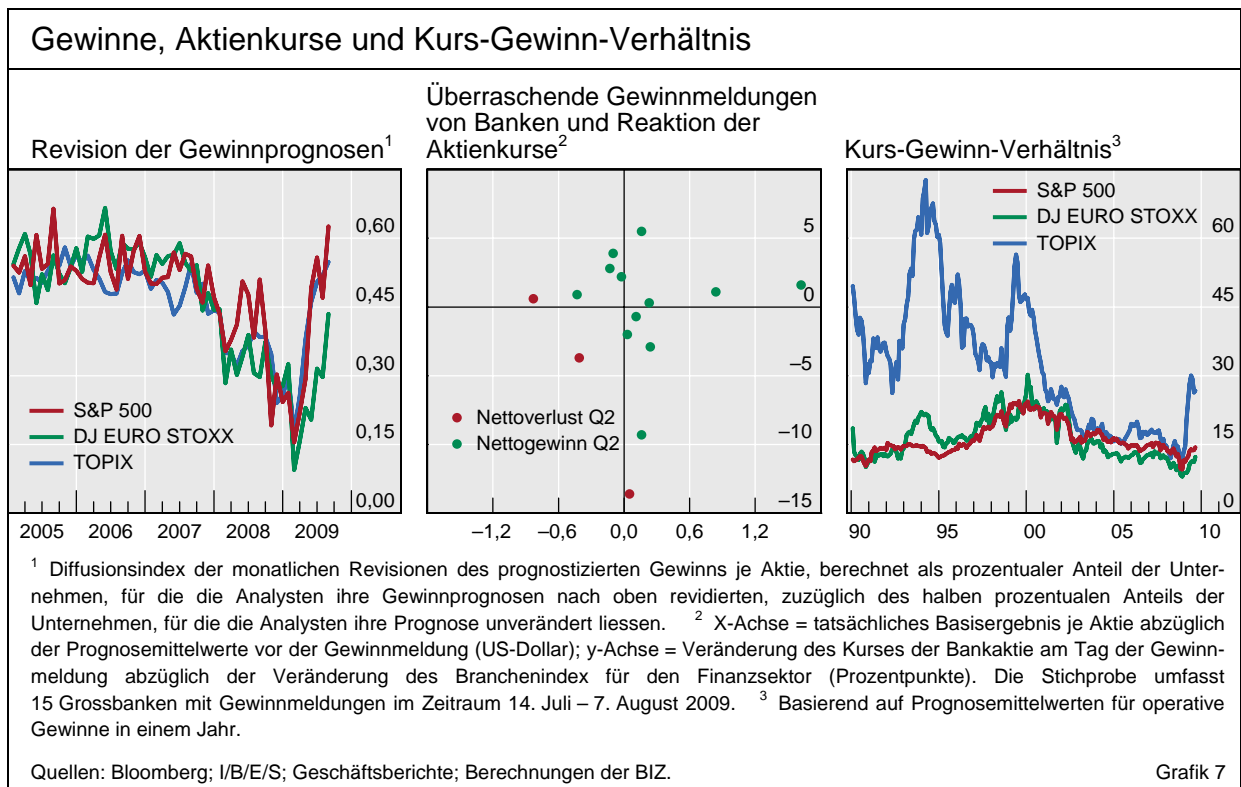




len roter Zahlen wieder in die Gewinnzone zurückkehrten. Vor diesem Hintergrund stieg der S&P-500-Subindex für den Finanzsektor im Zeitraum Ende Mai bis 4. September um 16% und machte sämtliche seit November 2008 verzeichneten Verluste wett; allerdings lag er nach wie vor etwa 30% unter seinem Stand von Mitte 2008. An der britischen Börse und an anderen europäischen Börsen legten Aktien des Finanzsektors im selben Zeitraum mehr als 20% zu; in Japan fiel der entsprechende Anstieg etwas geringer aus. Der Finanzsektor, der den Niedergang des Marktes zu Jahresbeginn angeführt hatte, behielt seit der Wende von Anfang März seine Vorreiterrolle bei (Grafik 6 links und Mitte). Diese Entwicklung steht im Kontrast zu dem zuvor in diesem Jahrzehnt beobachteten Trend, bei dem Bankaktien gehandelt wurden, als seien die Gewinne dieser Institute relativ stabil (s. hierzu das Feature von Michael King in diesem *Quartalsbericht*).

Dennoch zeigen offenbar einige Fälle negativer Reaktionen des Marktes auf positive Ergebnisse, dass Zweifel an der Qualität und Nachhaltigkeit der Rentabilität der Banken bestehen (Grafik 7 Mitte). Der Aktienkurs der Deutschen Bank beispielsweise gab am 28. Juli trotz des überraschend guten Reingewinns von €1,1 Mrd. im zweiten Quartal stark nach (-11%) und schnitt somit schwächer ab als derjenige anderer europäischer Banken, weil die Marktteilnehmer feststellten, dass sich die Kreditrückstellungen gegenüber dem Vorquartal auf €1 Mrd. verdoppelt hatten. Ebenso wies Wells Fargo zwar am 22. Juli einen Anstieg des Reingewinns auf \$ 3,17 Mrd. aus, doch schnitten ihre Aktien schlechter ab als andere Bankaktien, da die Anleger die Zunahme der Problemkredite und anderer notleidender Anlagen bemerkten. Natürlich meldeten verschiedene grosse Finanzinstitute immer noch Verluste (z.B.

Marktteilnehmer besorgt über Anzeichen einer sich verschlechternden Kreditqualität ...





Morgan Stanley, Mizuho Financial Group, UBS, RBS), und ihre Aktienkurse tendierten am Tag der Gewinnbekanntgabe zu einer unterdurchschnittlichen Performance.

... und über  
Ursprünge von  
Bankgewinnen

Die Marktteilnehmer legten die Ergebnisse aus verschiedenen Gründen mit Vorsicht aus. Erstens wirkten sich zahlreiche einmalige oder technische Faktoren (z.B. Gewinne oder Verluste aus veräusserten Anlagen, Fair-Value-Anpassungen infolge der Spreadschwankungen bei den eigenen Schuld-papieren der Banken), die nichts mit der grundlegenden Rentabilität zu tun hatten, ungewöhnlich stark auf die in den letzten zwei Quartalen von Banken ausgewiesenen Ergebnisse aus. Zweitens war die Erholung der Gewinne einiger Banken auf höhere Einnahmen aus dem Emissionsgeschäft und dem Handel zurückzuführen. Diese Zunahme könnte nur kurzlebig sein, da das ausserordentliche Umfeld, das im ersten Halbjahr zum Anstieg der zinsunabhängigen Erträge beitrug, angesichts der sich normalisierenden Marktbedingungen möglicherweise nicht anhalten wird. Drittens ist nicht immer ganz klar, ob eine Zunahme der Verlustrückstellungen als Vorsichtsmassnahme, die den Reingewinn nur vorübergehend belastet, oder als Anzeichen für weitere Verluste zu deuten ist.

Einige Banken dank  
günstigerer  
Marktbedingungen  
weniger von  
Staatshilfen  
abhängig

Die generelle Verbesserung der Bedingungen an den Aktienmärkten, auf die die Erholung des Verhältnisses zwischen Kurs und prognostiziertem Gewinn vom tiefsten Stand seit mehreren Jahrzehnten aus hindeutet (Grafik 7 rechts), trug dazu bei, dass sich Finanzinstitute wieder am Markt Mittel beschaffen und ihre Abhängigkeit von Staatshilfen abbauen konnten. Nachdem zehn grosse US-Finanzinstitute nachgewiesen hatten, dass sie ohne Hilfe Mittel am Markt aufnehmen konnten, wurde ihnen im Juni gestattet, Vorzugsaktien von insgesamt \$ 68 Mrd. zurückzuzahlen, die sie im Rahmen des Capital Purchase Program dem Staat ausgegeben hatten. Anschliessend kaufte eine Anzahl dieser Institute auch die Bezugsrechte für Aktien zurück und befreite sich damit offiziell von den Kosten und den preisfremden Konditionen des Programms. Auch Nicht-US-Banken kehrten vermehrt an den Markt zurück – einige ebenfalls mit dem Ziel, unabhängiger von Staatshilfen zu werden.

Die anhaltende Erholung an den wichtigsten Aktienmärkten ging mit einem generellen Rückgang der Volatilität einher (Grafik 6 rechts). So sank der VIX, der Ende Mai bei rund 32 gelegen hatte, im August schliesslich auf nahezu 25, das tiefste Niveau seit dem Lehman-Konkurs Mitte September 2008.

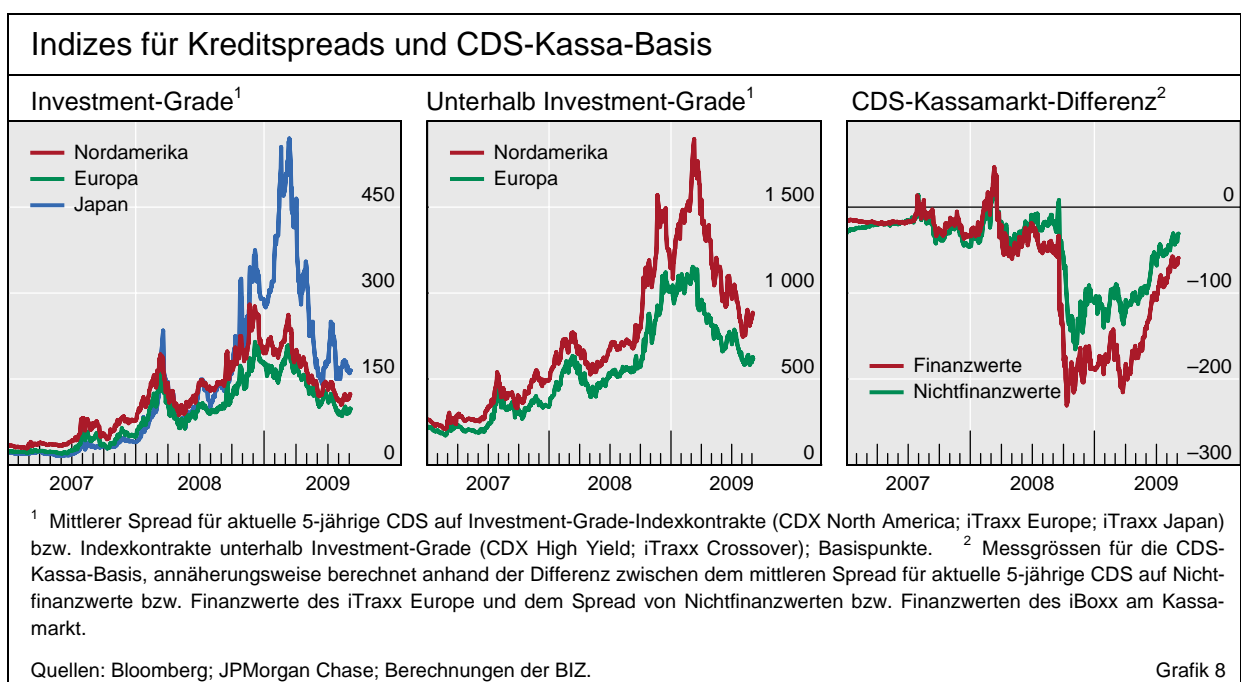
## Weitere Verbesserung der Lage an den Kreditmärkten

Weitere  
Verbesserungen an  
globalen  
Kreditmärkten

Die Lage an den Kreditmärkten verbesserte sich in den letzten Monaten weiter. Angesichts erster Anzeichen einer Erholung und positiver Gewinnmeldungen mehrerer grosser Finanzinstitute verengten sich die Kreditspreads, und der Absatz von Unternehmensanleihen blieb hoch. Dennoch waren die Spreads immer noch erhöht, und wichtige Marktsegmente wie die forderungsunterlegten Wertpapiere (ABS) und mit gewerblichen Hypotheken unterlegten Wertpapiere (CMBS) blieben gedrückt, sodass diese Märkte mit weiteren staatlichen Massnahmen gestützt werden mussten.

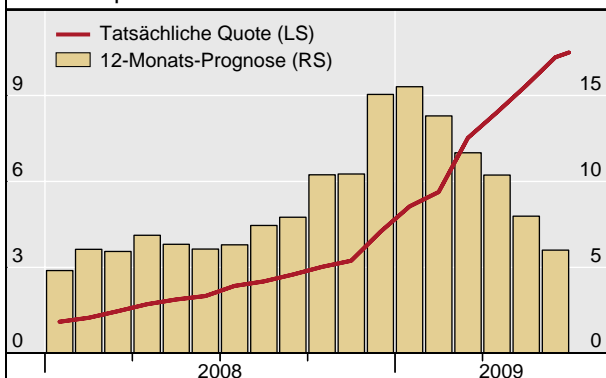
Die besseren Marktbedingungen schlugen sich in rückläufigen Kreditspreads nieder, insbesondere für Schuldner geringerer Bonität. Die Spreads für US- und europäische Investment-Grade-Titel hatten sich Anfang September gegenüber dem Stand von Ende Mai um rund 25 Basispunkte verengt (Grafik 8 links). In Japan schwankten die Spreads von Investment-Grade-Anleihen im Berichtszeitraum stark, entsprechend den uneinheitlichen Wirtschaftsdaten. Im Gegensatz zum moderaten Rückgang der Spreads für Investment-Grade-Titel verengten sich die Spreads für Papiere unterhalb Investment-Grade im Berichtszeitraum beträchtlich. Die Spreads für europäische und US-Titel unterhalb Investment-Grade sanken um rund 119 bzw. 200 Basispunkte auf ein Niveau, das deutlich unter den Höchstständen vom März lag (Grafik 8 Mitte). Die allmähliche Verbesserung der Bedingungen an den Kreditmärkten zeigte sich auch in der sogenannten CDS-Kassa-Basis, d.h. der Differenz zwischen CDS-Prämien und den Spreads von Par-Asset-Swaps für entsprechende Kassamarkt-Anleihen: Diese erholte sich im Berichtszeitraum zwar weiter, verharrte aber im negativen Bereich (Grafik 8 rechts). Dies deutet darauf hin, dass die Verwerfungen an den Kreditmärkten langsam verschwinden, aber noch nicht ganz weg sind.

Insgesamt spiegelten die rückläufigen Kreditspreads auch die besseren Ausfallprognosen wider (Grafik 9 links). Die effektiven Ausfallquoten stiegen zwar weiter an, doch wurden die Marktprognosen für künftige Ausfallquoten weiter nach unten korrigiert. Dazu trugen auch die ersten Anzeichen einer Wirtschaftserholung und die positiven Gewinnzahlen bei. Der wachsende Optimismus schlug sich zudem in einem weiteren Anstieg der Indikatoren für die Risikobereitschaft nieder. Der Kreditrisikopreis, berechnet anhand der durch Kreditspreads implizierten (risikoneutralen) und der empirischen Ausfallwahrscheinlichkeiten bei Investment-Grade-Schuldnern, ging im dritten Quartal zurück (Grafik 9 rechts).

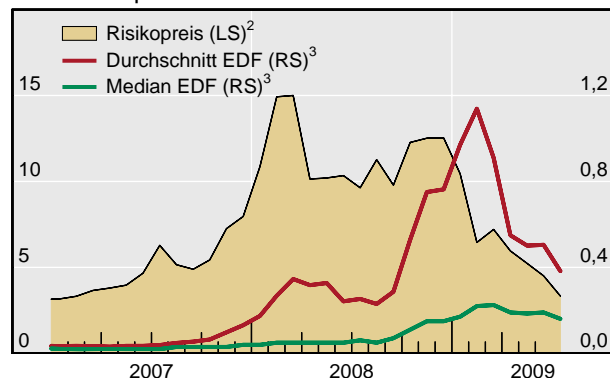


## Ausfallquoten und Kreditrisikopreis

### Ausfallquoten<sup>1</sup>



### Kreditrisikopreis



<sup>1</sup> Weltweite 12-Monats-Ausfallquoten von spekulativen Titeln (nach Emittenten gewichtet) für 2008/09 von Moody's; Prognosen beziehen sich jeweils auf einen Zeitraum von 12 Monaten ab Meldestichtag. <sup>2</sup> Verhältnis zwischen risikoneutraler und empirischer Ausfallwahrscheinlichkeit, berechnet mit der Methode nach J. Amato, „Risikoaversion und Risikoprämien am CDS-Markt“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2005, S. 63–78. Die empirische Wahrscheinlichkeit beruht auf den EDF-Daten („expected default frequencies“, geschätzte erwartete Ausfallhäufigkeit) von Moody's KMV. Die geschätzte risikoneutrale Wahrscheinlichkeit wird aus den US-Dollar-CDS-Spreads (Dokumentenklausele MR) sowie Schätzungen der Rückflussraten abgeleitet. Die ausgewiesene Verhältniszahl ist der Wert des Medianschuldners in einer grossen Stichprobe von Schuldern mit Investment-Grade-Rating. <sup>3</sup> Prozent.

Quellen: JPMorgan Chase; Markit; Berechnungen der BIZ.

Grafik 9

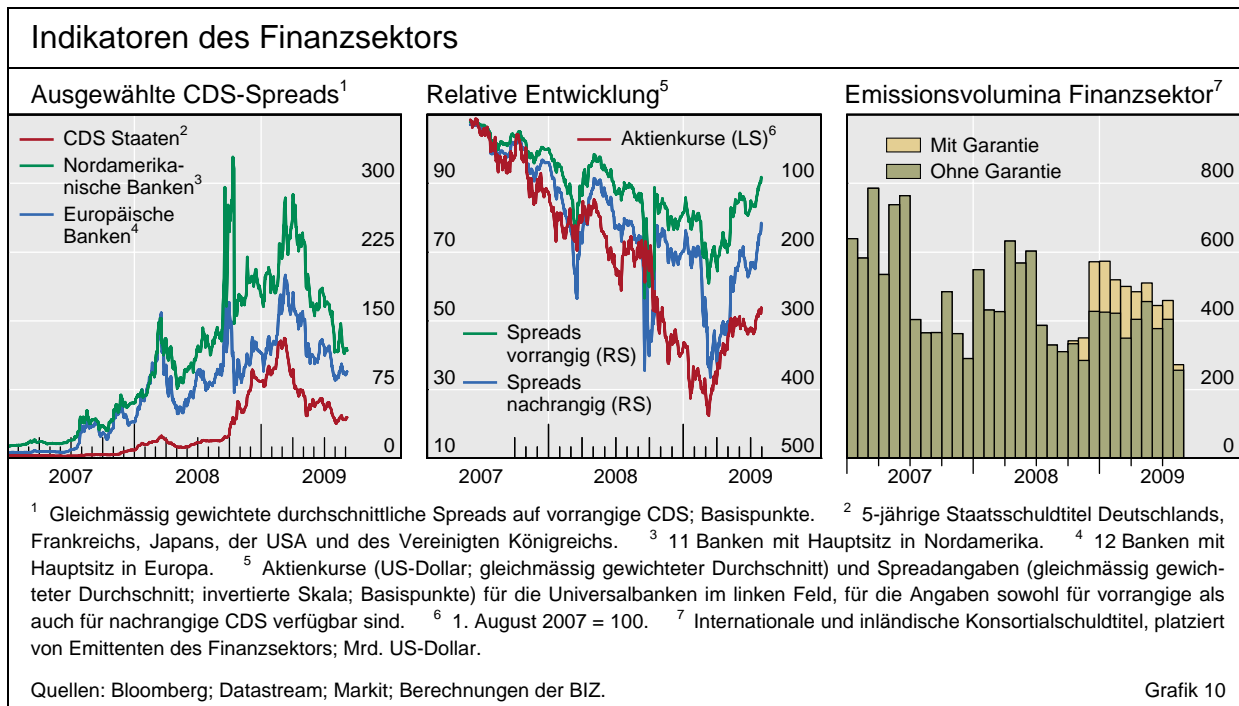
Verengung der Spreads für den Finanzsektor dank Gewinnen und ersten Anzeichen einer Erholung

Die Kreditspreads im Finanzsektor, insbesondere diejenigen für nachrangige Schuldpapiere von Grossbanken, verengten sich ab Mitte Juli deutlich (Grafik 10 links und Mitte). Dennoch führten die Aussicht auf ein schwaches Wirtschaftswachstum und dessen negative Auswirkungen auf die Nachhaltigkeit der Rentabilität der Banken von Juni bis Mitte Juli zu einer Ausweitung der Spreads für Banken (Grafik 10 links). Die nach wie vor angeschlagene Finanzsituation der Banken äusserte sich in einer anhaltenden Verschärfung der Kreditvergabestandards. Zudem stützten sich Banken, trotz moderatem Anleiheabsatz im Finanzsektor, bei ihrer Mittelaufnahme teilweise weiterhin auf Staatgarantien (Grafik 10 rechts).

Weiterhin hoher Absatz von Unternehmensanleihen

Die erneute Verbesserung der Bedingungen an den Kreditmärkten zeigte sich auch im weltweiten Absatz von Unternehmensanleihen, der im Berichtszeitraum hoch blieb (Grafik 11 links). Der hohe Absatz von Nichtfinanzanleihen in den wichtigsten Währungen ging mit den anhaltenden Bemühungen der Banken einher, Schulden abzubauen und ihre Bilanzen zu entlasten.

Die US-Hypotheken- und Verbriefungsmärkte profitierten nach wie vor von Staatshilfen (Grafik 11 Mitte). Die Spreads von mit Hypotheken unterlegten Agency-Papieren gingen im Berichtszeitraum weiter zurück. Damit setzte sich der Abwärtstrend fort, der letzten November eingesetzt hatte, nachdem die Federal Reserve ihre Absicht, Agency-Papiere anzukaufen, bekannt gegeben hatte. Da Schuldner vermehrt in niedriger verzinslichen Agency-Krediten refinanzierten, stiegen Ende Juni vorübergehend die Zinsen für konventionelle Hypotheken mit einer Laufzeit von 30 Jahren. Diese Refinanzierungsaktivitäten schlugen sich zudem in einem Anstieg des Gesamtvolumens ausstehender MBS um \$ 100 Mrd. vom ersten zum zweiten Quartal nieder. Entsprechend nahm im zweiten Quartal gleichzeitig das Volumen ausstehender Agency-MBS



um mehr als \$ 200 Mrd. zu, wohingegen das Volumen von anderen MBS um mehr als \$ 100 Mrd. zurückging.

Zwar stützten die staatlichen Massnahmen die US-Märkte für mit Hypotheken besicherte Schuldverschreibungen, doch war die schwache Finanzlage in den anderen Segmenten der US-Kreditmärkte weiterhin sichtbar. Die Märkte für mit Verbraucher- und Unternehmenskrediten unterlegte ABS und für CMBS waren am stärksten betroffen. Daher verlängerten die Federal Reserve und das US-Finanzministerium Mitte August die Term Asset-backed Securities Loan Facility (TALF) für neu begebene ABS und bestehende CMBS bis zum 31. März 2010 und für neu emittierte CMBS bis zum 30. Juni 2010.

Obwohl der US-Commercial-Paper-Markt (CP-Markt) weiterhin geschwächt war, gab es erste Anzeichen einer Erholung. Bis Mitte August fielen die ausstehenden Beträge auf \$ 1 Bio., begannen dann wieder zu steigen und lagen Anfang September bei \$ 1,16 Bio. (Grafik 11 rechts). Der geringere CP-Absatz und der hohe Absatz von Unternehmensanleihen deuten auf einen erheblichen Rückgang der kurzfristigen Unternehmensfinanzierung hin. Die Erholung am CP-Markt zeigte sich auch in den ausstehenden Beträgen in den auf diesen Markt abzielenden Programmen der Federal Reserve. Das Volumen der Commercial Paper Funding Facility (CPFF), eines Programms für CP mit einer längeren Laufzeit (90 Tage und mehr), verringerte sich beträchtlich, von rund \$ 160 Mrd. Ende Mai auf \$ 48 Mrd. Anfang September. Die Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) ging Anfang September auf knapp \$ 79 Mio. zurück, nachdem sie Anfang Mai nahezu \$ 29 Mrd. betragen hatte.

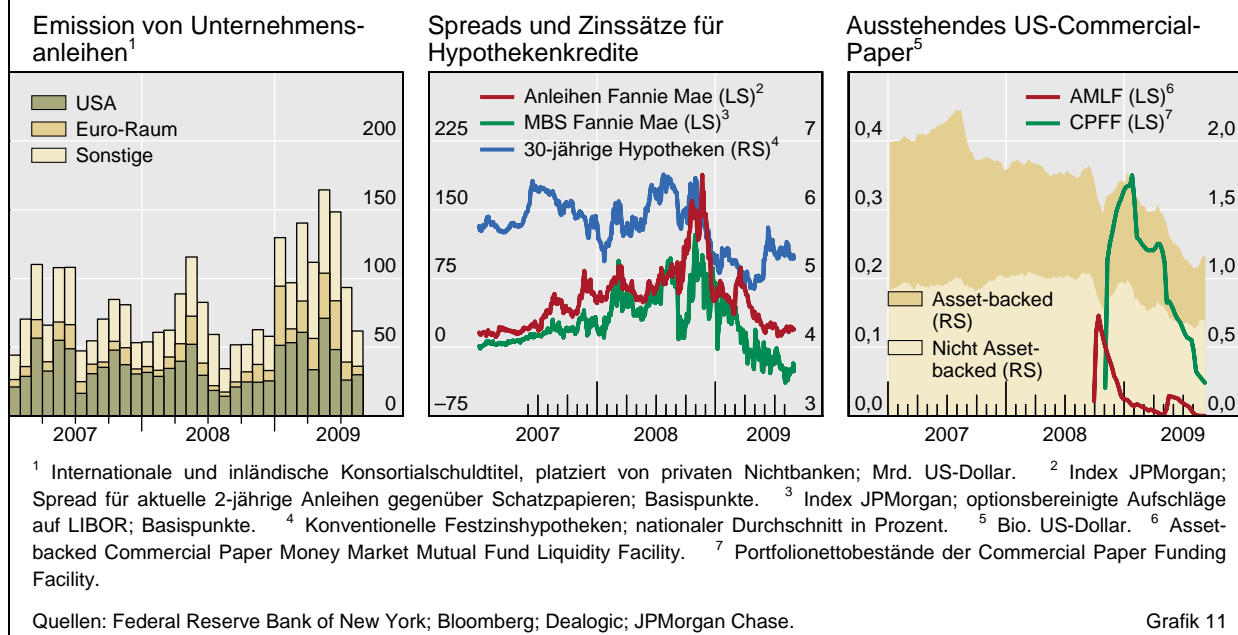
Im Euro-Raum wirkten sich die Massnahmen zur Stützung von Hypotheken und gedeckten Schuldverschreibungen auf die Kreditmärkte aus. Am 6. Juli lancierten die EZB und die 16 nationalen Zentralbanken des Euro-Raums das Programm des Eurosystems zum Ankauf gedeckter Schuld-

ABS- und CMBS-Märkte weiterhin schwach ...

... CP-Markt hingegen mit ersten Anzeichen einer Erholung

Dank Unterstützungsprogramm der EZB ...

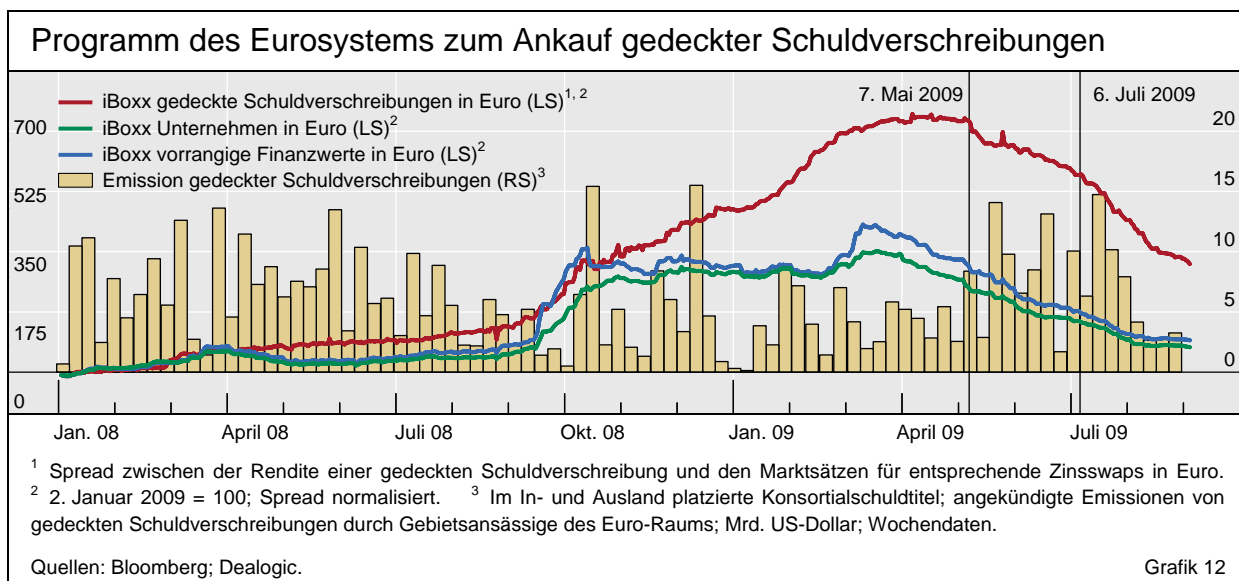
## Emission von Unternehmensanleihen weltweit sowie Hypotheken- und Commercial-Paper-Märkte der USA



verschreibungen, das am 7. Mai angekündigt worden war. Das Programm sieht den Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen mit einem angestrebten Nominalbetrag von €60 Mrd. vor. Vom 6. Juli 2009 bis Anfang September 2009 wurden im Rahmen dieses Programms gedeckte Schuldverschreibungen im Nominalwert von insgesamt rund €10 Mrd. – etwas weniger als 20% des Gesamtabsatzes im selben Zeitraum – angekauft.

... höherer Absatz an gedeckten Schuldverschreibungen

Das Programm wirkte sich sowohl auf die Kreditspreads als auch auf den Absatz am europäischen Markt für gedeckte Schuldverschreibungen aus. Seit der Ankündigung des Programms haben sich die Spreads deutlich verengt (Grafik 12). Zudem scheint das Programm auch zu einer Wiederbelebung des Primärmarktes für gedeckte Schuldverschreibungen beigetragen zu haben. Der Absatz am Primärmarkt, der seit September 2008 gering gewesen war, nahm nach der Ankündigung des Programms im Mai merklich zu. Die Schuldner konnten gedeckte Schuldverschreibungen im unteren Bereich der Richtspreids emittieren, die im Vorfeld des Verkaufs neu begebener Papiere angekündigt worden waren, wobei viele neue Anleihen überzeichnet wurden. Seit der Lancierung des Programms wurden an den spanischen, französischen und deutschen Märkten sowie in Portugal, den Niederlanden und Italien, wo sich der Absatz an gedeckten Schuldverschreibungen in der Vergangenheit in Grenzen gehalten hatte, eine Reihe solcher Schuldverschreibungen begeben. Ausserdem wurden mehrere Schuldverschreibungen von Instituten, die zuvor keine solchen Papiere begeben hatten, im Rahmen dieses Programms angekauft.



## Kurskorrektur an den chinesischen Aktienmärkten erschüttert andere Märkte

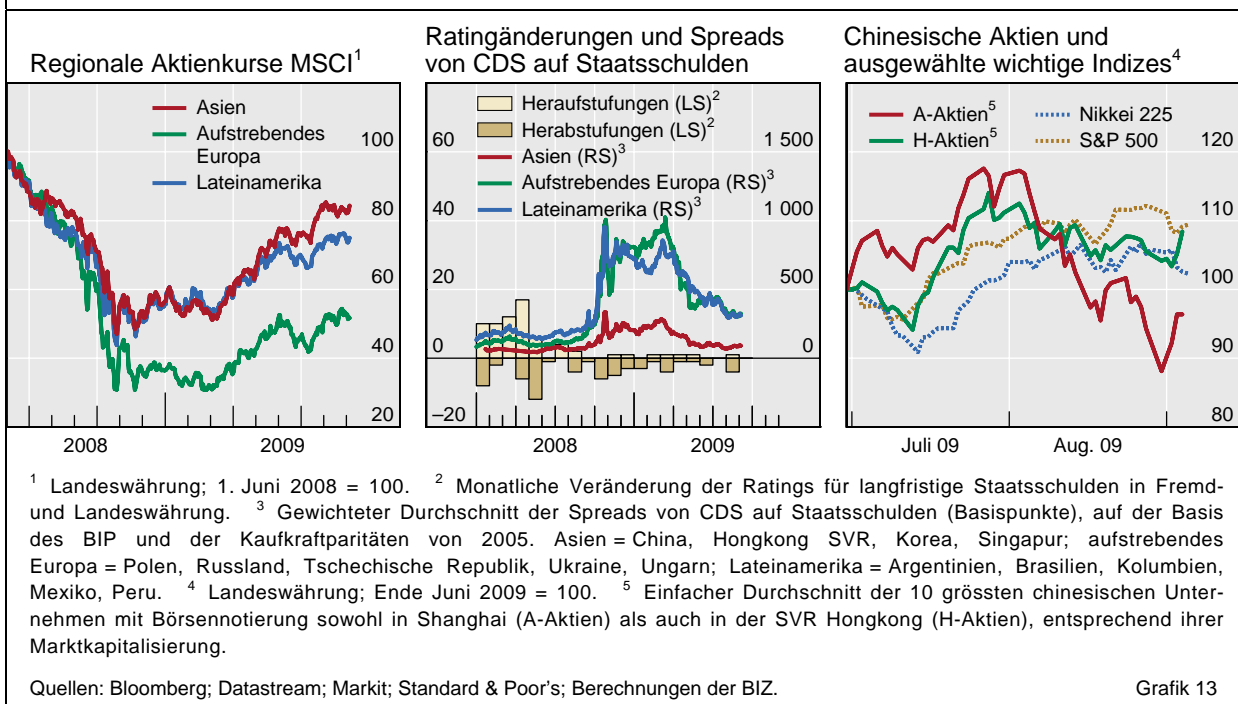
Die wieder erwachte Risikobereitschaft der Investoren stützte weiterhin die Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften. Von Ende Mai bis Anfang September 2009 zogen die aufstrebenden Aktienmärkte ebenso an wie die reifen Aktienmärkte (Grafik 13 links). Die Kreditspreads von Staats- und Unternehmensanleihen verengten sich, wenngleich langsamer als vorher (Grafik 13 Mitte). Die besseren Marktbedingungen trugen zu einer weiteren Erholung sowohl des inländischen, als auch des internationalen Absatzes von Schuldtiteln durch Unternehmen aufstrebender Volkswirtschaften bei (Grafik 14 rechts). Auch der Absatz von Aktien, der bis März 2009 tief geblieben war, erholte sich im zweiten Quartal allmählich. Die Portfolioinvestitionen in aufstrebenden Märkten, die zu Beginn des Jahres wieder zu fließen begonnen hatten, hielten sich in den folgenden Monaten. Die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften werteten auf, wenngleich in unterschiedlichem Ausmass. Darin spiegelte sich teilweise ihre Attraktivität für Anleger wider, die Ausschau nach höheren Renditen hielten (Grafik 14 Mitte).

Da sich die Marktteilnehmer auf das Tempo und die Art der globalen wirtschaftlichen Erholung konzentrierten, fand das starke Anziehen der Konjunktur im aufstrebenden Asien grosse Beachtung. Im Juli deuteten die veröffentlichten vorläufigen BIP-Wachstumzahlen für das zweite Quartal in Singapur (auf das Jahr umgerechnet 20%, nach einem über mehrere Quartale anhaltenden Rückgang) und Korea (auf das Jahr umgerechnet 9,7%, das schnellste Quartalswachstum seit mehr als fünf Jahren) ansatzweise an, dass die Region die Krise allmählich überwunden haben könnte. Auch die anschliessend veröffentlichten Daten anderer asiatischer Volkswirtschaften lassen einen Aufschwung vermuten, der auf die Wiederaufnahme des Handels und auf die Auswirkungen der fiskalpolitischen Konjunkturmassnahmen zurückzuführen war. Die Aussicht auf die frühe Erholung der Region trug zum wachsenden

Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften gestützt durch erneute Risikobereitschaft

Vielbeachtete wirtschaftliche Erholung in Asien

## Indikatoren aufstrebender Volkswirtschaften



Optimismus bei, von dem die Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften getragen wurde.

Hoffnung der Marktteilnehmer auf Erholung dank fiskalpolitischer Konjunkturmassnahmen in China ...

Die Marktteilnehmer konzentrierten sich insbesondere auf China. Dass es China gelungen ist, das Wachstum wieder anzukurbeln, nachdem es durch den Einbruch der Auslandsnachfrage um die Jahreswende zum Stillstand gekommen war, wurde oft auf die frühzeitige und konsequente fiskalpolitische Reaktion der chinesischen Behörden zurückgeführt. Doch da die Kreditvergabe, insbesondere diejenige der vier grossen staatseigenen Geschäftsbanken, entscheidend zur Finanzierung der Konjunkturpakete beitrug, wuchsen die Bedenken, dass der resultierende rasche Anstieg der Bankkredite (die Vergabe neuer Kredite hat sich im ersten Halbjahr 2009 gegenüber dem Vorjahr auf mehr als 7 Bio. Renminbi – \$ 1 Bio. – verdreifacht) den Aufbau von Überkapazitäten in einigen Sektoren verschärfen und die Aufblähung der Preise von Vermögenswerten verstärken könnte.

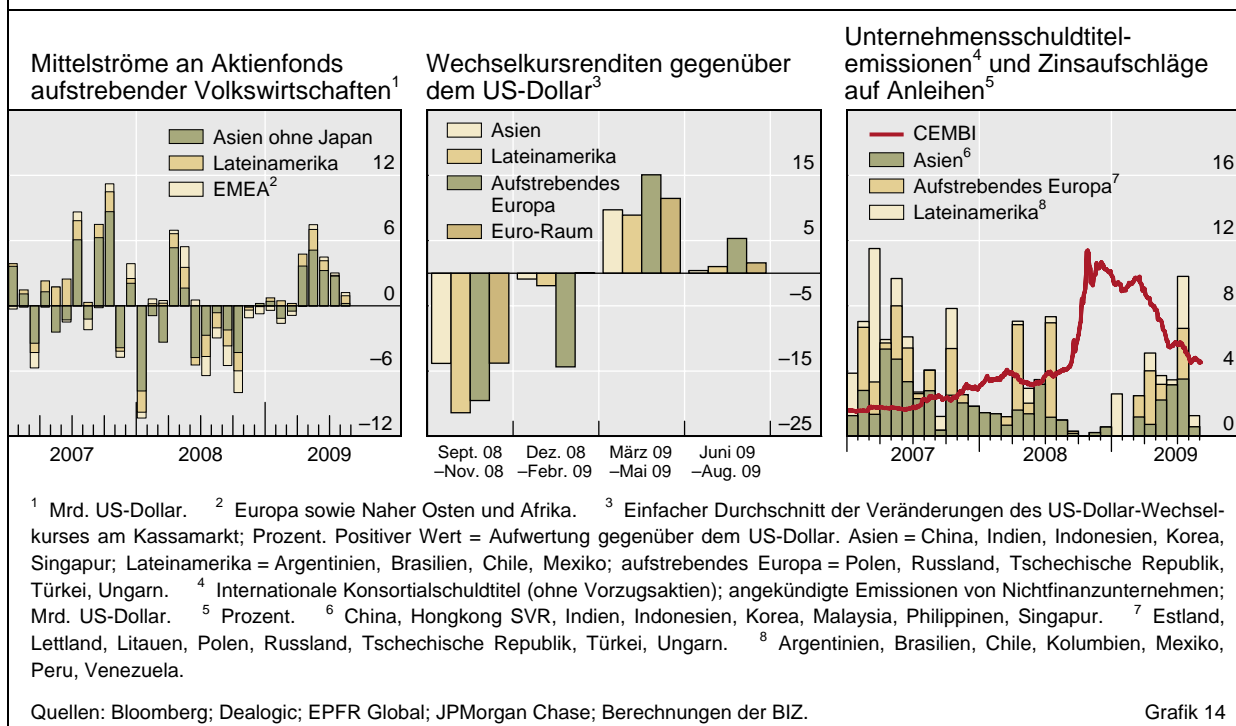
... aber auch Besorgnis über mögliche Straffung der Kreditpolitik

Die Hoffnungen, das solide chinesische Wachstum würde die Weltwirtschaft auf den Erholungspfad zurückführen, wurden schliesslich durch die Besorgnis gedämpft, die Behörden könnten eingreifen, um eine übermässige Kreditvergabe zu verhindern. Aufgrund von Medienberichten am 29. Juli, die auf eine bevorstehende Einschränkung der Bankkreditvergabe hindeuteten, gab der chinesische Aktienmarkt an diesem Tag um mehr als 5% nach. Angesichts der vermuteten Auswirkungen auf das globale Wachstum schlug diese Nachricht auch an anderen wichtigen Aktienmärkten in und über Asien hinaus Wellen und brachte die Rally, die im Gange war, vorübergehend zum Stillstand (s. den vorstehenden Abschnitt über die Aktienmärkte). Am 11. August gaben die chinesischen Wirtschaftszahlen, die eine weniger starke Industrieproduktion als erwartet und einen deutlichen Rückgang der Bankkredite

Aktienverkaufswelle in China belastet andere Börsen ...



## Portfolioströme, Wechselkursrenditen und Emission internationaler Schultitel



gegenüber dem Vormonat zeigten, erneut Anlass zu Bedenken über das globale Wachstum und lösten weitere Aktienverkäufe im In- und Ausland aus.

Dennoch war der Einfluss des chinesischen Aktienmarktes auf andere Börsen begrenzt. Zwar schienen bestimmte Aktienmärkte ausserhalb Chinas im Berichtszeitraum auf die Schwankungen des chinesischen Aktienmarktes zu reagieren, doch waren diese Märkte bei Weitem nicht so volatil. Sogar die Aktien von Unternehmen aus Festland-China, die in der SVR Hongkong gehandelt werden (H-Aktien), gaben weniger stark nach als die entsprechenden A-Aktien, die in Shanghai gehandelt werden (Grafik 13 rechts). Der chinesische Aktienmarkt verlor in der zweiten Augushälfte noch weiter an Terrain, während andere Märkte sich stabilisierten oder erholten. Bis Ende Monat büsste der Shanghai Stock Exchange Composite Index gegenüber seinem Höchststand von Anfang August mehr als 20% ein und zehrte damit alle seine seit Anfang Juni erzielten Gewinne auf.

Die erhebliche Korrektur am chinesischen Aktienmarkt im August belastete die Aktienmarktperformance Asiens insgesamt. Der MSCI Emerging Markets Asia Index legte von Ende Mai bis zum 4. September lediglich 11% zu und schlug den breiteren „World“-Index somit nicht mehr so deutlich wie Ende Juli. Ausserdem lagen die asiatischen Aktienmärkte am Ende des Berichtszeitraums hinter den aufstrebenden Aktienmärkten Europas (mit Ausnahme des russischen Marktes, der im Berichtszeitraum netto an Terrain verlor) und einigen lateinamerikanischen Märkten zurück. Daten zu den Mittelströmen von Anlagefonds zeigen, dass die Aktienfonds in Lateinamerika und in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas im August weiterhin Nettozuflüsse verzeichneten, die Nettozuflüsse in asiatische Aktienfonds dagegen auf einen

... jedoch nur in begrenztem Ausmass

kleinen Bruchteil ihres Volumens der vorhergehenden Monate schrumpften (Grafik 14 links).

## Rücknahme bilanzpolitischer Massnahmen der Zentralbanken

Robert N. McCauley

Da die Marktbedingungen wieder besser werden, wird nun die Frage diskutiert, wann und wie die Zentralbanken die Geldpolitik straffen werden und ob in diesem Zusammenhang die Vermögenswerte veräussert werden, die während der Krise in grossem Umfang angekauft wurden, um die Märkte funktionsfähig zu halten und die Vermögenspreise zu beeinflussen („Bilanzpolitik“). Grundsätzlich können diese Beschlüsse unabhängig voneinander gefasst werden. In Kapitel VI des 79. Jahresberichts der BIZ wird darauf hingewiesen, dass Zentralbanken die Leitzinssätze erhöhen und Überschussreserven abschöpfen können, ohne ihre Bilanz zu verkleinern, sofern sie über ein geeignetes Instrumentarium verfügen.

In diesem Kasten steht im Vordergrund, was für die eine oder andere Reihenfolge dieser beiden Beschlüsse spricht. Es gibt zwei Extremfälle: Entweder wird die Bilanz reduziert, und erst dann werden die Zinssätze erhöht, oder die Zinssätze werden erhöht, ohne dass die Bilanz verkleinert wird. Diese Fälle können in der Grafik zu Bilanz (indexiert auf 100 beim Höhepunkt der Bilanzpolitik auf der x-Achse) und Leitzinssatz (beginnend mit null auf der y-Achse) dargestellt werden als Bewegung nach links und dann nach oben bzw. als Bewegung direkt nach oben. Zu bedenken ist, dass der Abbau von Aktiva unterschiedliche Folgen haben kann (und dass auch eine veränderte Zusammensetzung der Aktiva sowie ihr Umfang eine Rolle spielen können).

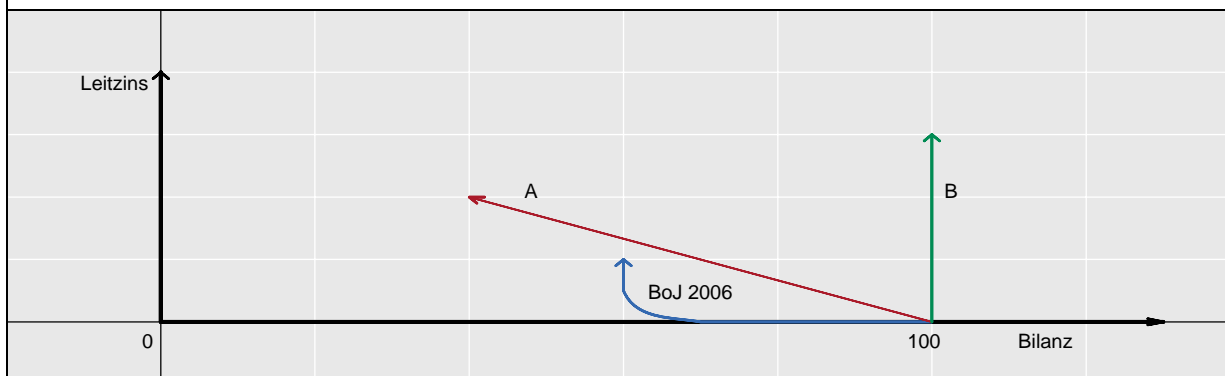
Ein Beispiel für den einen Extremfall bietet die Bank of Japan (BoJ), die im Jahr 2006 ihre Bilanz reduzierte, bevor sie die Leitzinssätze erhöhte. Da sie nicht befugt ist, Überschussreserven zu verzinsen, stellte die BoJ in den Monaten nach März 2006 die Erneuerung fällig werdender Forderungen ein.<sup>9</sup> Die „Kontokorrentkonten“ bzw. die Zentralbankeinlagen der Banken sanken von JPY 31 Bio. Ende März 2006 auf rund JPY 10 Bio. Mitte Juni; die gesamten Aktiva der BoJ gingen sogar noch stärker zurück, nämlich von JPY 145 Bio. auf JPY 113 Bio. am 20. Juni. Diese Bilanzreduktion sowie die gleichzeitige Wiedereröffnung der Interbankkreditlinien und die Einführung des Handels mit Tagesgeldterminsätzen bereiteten die Marktteilnehmer auf die Erhöhung des kurzfristigen Zinssatzes vor, die im Juli erfolgte. Grafik A zeigt auf der x-Achse zunächst eine Bewegung nach links bei Zinssätzen von null und danach eine Rückkehr zu positiven Zinssätzen. Für eine derartige Reduktion der Aktivseite der Bilanz war eine sorgfältige Begrenzung der Bestände langfristiger Anleihen<sup>9</sup> und der Laufzeit der Geldmarktgeschäfte ausschlaggebend. Interessanterweise erwarb die BoJ nach diesem Abbau von Überschussreserven und der Rückkehr zu positiven Zinssätzen weiterhin jeden Monat Anleihen.

Dass die BoJ den Schwerpunkt auf die Passivseite ihrer Bilanz legte, schränkt möglicherweise die Vorbildfunktion ihres Vorgehens für einen Rückzug aus einer Situation niedriger Zinssätze und umfangreicher Aktiva ein. Welche Vermögenswerte konkret erworben wurden, um die Verbindlichkeiten der BoJ zu stützen, wurde als unerheblich betrachtet, und die Wahl kurzfristiger Vermögenswerte ermöglichte einen raschen, aber passiven Abbau. Die Bank of England und die Federal Reserve, die Anleihen ankauften, um die langfristigen Zinssätze nach unten zu drücken, und die Schweizerische Nationalbank, die Devisen kaufte, um den Schweizer Franken niedrig zu halten, befinden sich in einer anderen Lage als seinerzeit die BoJ.

In den aktuellen Fällen wird die Wahl des Rückzugspfades von verschiedenen Erwägungen abhängen: bezüglich der Leistungsfähigkeit der Märkte, der Marktpreise und -reaktionen sowie des Abbaus etwaiger kurzfristiger Aktiva. Andere, weniger beachtete Konzepte der Bilanzpolitik, z.B. ein Bestands- bzw. Stromgrössenkonzept, können den gewählten Weg ebenfalls beeinflussen. Gemäss der auf Bestandsgrössen beruhenden These gehen monetäre Impulse vom *Halten* von Vermögenswerten wie Staats- oder sonstigen Anleihen durch die Zentralbank aus. Nach der Stromgrössenthese ergeben sich monetäre Impulse aus dem *Ankauf* von Vermögenswerten durch die Zentralbank, sodass die Impulse aufhören, wenn keine weiteren Ankäufe angekündigt werden und Asymmetrie erwünscht ist: maximale Wirkung bei Käufen und „Neutralität“ bei Verkäufen.

Diese Unterscheidung könnte wichtig werden, wenn die Zeit für eine Straffung der Geldpolitik gekommen ist. Aus der Sicht der Bestandsgrössenthese hiesse eine Erhöhung des kurzfristigen Zinssatzes ohne gleichzeitigen Verkauf von Anleihebeständen, mit einem Fuss auf das Bremspedal zu treten und den anderen gleichzeitig fest auf dem Gaspedal zu halten. Beim

## Stilisierte Optionen für eine Rücknahme bilanzpolitischer Massnahmen bei niedrigen Zinssätzen



Quelle: Berechnungen des Autors.

Grafik A

Stromgrössenansatz könnte man das Bremspedal gedrückt halten, ohne dass gleichzeitig noch das Gaspedal betätigt wird. Das Bestandsgrössenkonzept entspräche somit einem Straffungsweg wie Vektor A in der Grafik (oder sogar dem Weg der BoJ), das Stromgrössenkonzept Vektor B in der Grafik.

Die Politik der Bank of England dürfte wohl auf der Bestandsgrössenthese der Bilanzpolitik beruht haben. Insbesondere schloss ihre Begründung für den Ankauf von Staatsanleihen im Umfang von einem Achtel des BIP auch die breit abgegrenzte Geldmenge ein. Die Bank of England hat klargemacht, dass sie zwei Instrumente zur Verfügung hätte, falls das Inflationsziel ein Zurückfahren der monetären Impulse erfordert: Erhöhung des Leitzinssatzes und Verkauf von Vermögenswerten. Liquidität könnte durch Verkauf von Zentralbankwechseln abgeschöpft werden, was es der Bank of England ermöglichen würde, ihre Staatsanleihen gestaffelt abzustossen.<sup>9</sup> Die Marktanalysten formulieren daher ihre geldpolitischen Prognosen mit Blick auf die Erhöhung des kurzfristigen Zinssatzes wie auch den Verkauf von Staatsanleihen.

Hingegen tendieren Aussagen der Federal Reserve zu den monetären Impulsen, die von ihren Anleiheankäufen im Umfang von \$ 1,75 Bio. ausgehen, eher zu der Stromgrössenthese. Mit Blick auf die Zukunft dürfte die Schwierigkeit, den Bremseffekt von Anleiheverkäufen u.a. hinsichtlich der sich wandelnden Bilanzprobleme von Finanzinstituten und der Risikobereitschaft zu kalibrieren, gegen Anleiheverkäufe sprechen. Dennoch hat die Federal Reserve signalisiert, dass sie sich nicht unbedingt entlang einem vertikalen Vektor wie B zurückziehen wird. Da sie (wie die Bank of England) Zinsen auf Überschussreserven zahlen kann, *könnte* sie den Ankauf von Anleihen einstellen und die Zinsen erhöhen, ohne ihre Aktiva abzubauen.<sup>9</sup> Oder die Überschussreserven *könnten* ohne Verkäufe von Aktiva absorbiert werden, nämlich mittels kurzfristiger Repo-Geschäfte gegen langfristige Wertpapiere oder mittels Ausweitung des Schatzwechsellverkaufs über den Finanzierungsbedarf des US-Finanzministeriums hinaus, wobei der Erlös bei der Federal Reserve hinterlegt würde. Unter den aufgeführten Optionen wurden, wenn auch an letzter Stelle, Anleiheverkäufe genannt.

Die Schweizerische Nationalbank hat bisher wenig Angaben dazu gemacht, wie sie sich aus ihrer Politik des Ankaufs ausländischer Aktiva zur Dämpfung der Aufwertung des Schweizer Frankens zurückziehen will. Einige neuere Untersuchungen zu Devisenmarktinterventionen betonen die Wirkung auf die Auftragsströme, während der Portfolio-Balance-Ansatz die relative Grösse der Bestände in den Vordergrund stellt. Betrachtet man konkrete Beispiele, gibt es Fälle, in denen Zentralbanken ihre Devisenreserven nach einer Reihe von Ankäufen wieder reduzierten; zahlreicher sind jedoch die Fälle wie derjenige Japans im Jahr 2004, in denen die Bestände auf dem Niveau verharren, das sie infolge der Interventionen erreicht hatten. Die jüngsten Erfahrungen bei der Aufnahme von Dollarmitteln sowohl bei der Federal Reserve als auch am Markt werden in eine etwaige Überprüfung der angemessenen Höhe der schweizerischen Devisenreserven einfließen.

Neben den erwähnten Faktoren dürften auch politökonomische Erwägungen bei der Wahl des Rückzugspfades eine Rolle spielen. Die Ankäufe von Vermögenswerten durch die Bank of England waren von vornherein in einem Briefwechsel mit dem britischen Schatzamt nach oben begrenzt

worden; sie wurden über ein Sonderkonto verbucht und durch eine Garantie der Regierung gegen Verluste infolge eines Zinsanstiegs abgesichert. Diese Vorkehrungen ermöglichen es der Bank of England, Staatsanleihen ohne Verlust für ihr eigenes, begrenztes Kapital zu veräußern, sodass diese Erwägungen vielleicht nicht von Belang sind. Hingegen könnten sie für die Federal Reserve relevant sein, da ihre Forderungsankäufe weniger formell mit dem US-Finanzministerium koordiniert sind, sowohl was die Entgegennahme der Erlöse als auch was die Schuldenverwaltung betrifft.

---

<sup>①</sup> Eine andere Möglichkeit wäre gewesen, dass die BoJ Zentralbankwechsel begibt, um Liquidität zu absorbieren; so hätte sie zwei Arten von Verbindlichkeiten ausgetauscht und die Aktiva unverändert gelassen. <sup>②</sup> Bank of Japan, Financial Markets Department, „Money market operations in fiscal 2006“, *BoJ Reports and Research Papers*, Juli 2007; zu Anleiheankäufen: „Government debt management at low interest rates“, *Quartalsbericht*, Juni 2009 (nur auf Englisch verfügbar). <sup>③</sup> Ansprache des Stellvertretenden Gouverneurs Bean anlässlich des Cutlers' Feast, Cutlers' Hall, Sheffield, 21. Mai 2009. Am 21. Juli 2009 wurde Bean in der *Evening Post* von Nottingham wie folgt zitiert: „Wahrscheinlich erhöhen wir zuerst einmal den Diskontsatz. Danach können wir mit dem Verkauf der erworbenen Forderungen zu einem Satz beginnen, der den damaligen Marktbedingungen Rechnung trägt.“ <sup>④</sup> „Monetary policy as the economy recovers“, in: Board of Governors of the Federal Reserve System, 2009, *Monetary Policy Report to the Congress* (Washington: Board of Governors, Juli), S. 34–37.