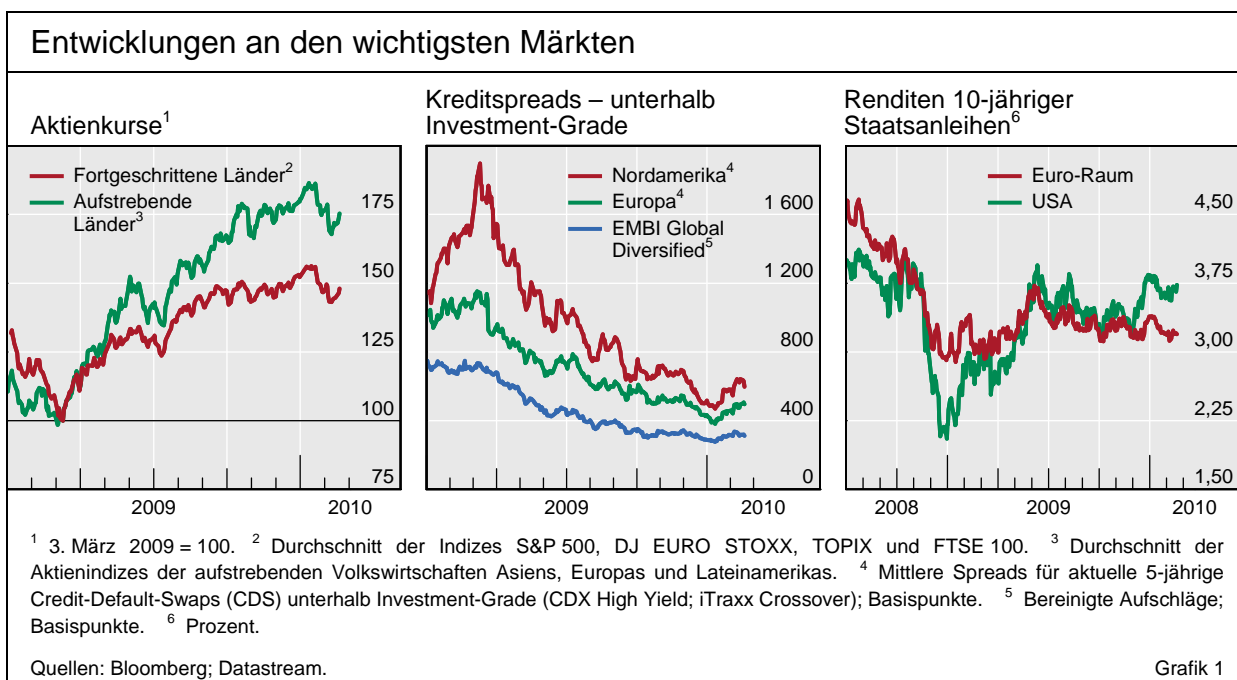


Überblick: Länderrisiko erschüttert Märkte

Anfang 2010 hörten die Preise für riskante Anlagen auf zu steigen. Nachdem die Aktienkurse in den vergangenen zehn Monaten beträchtlich zugelegt hatten, begannen sie ab Mitte Januar sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu sinken (Grafik 1 links), und die Kreditspreads weiteten sich aus (Grafik 1 Mitte). Volatilität und Risikoaversion nahmen zu, und die erhöhte Nachfrage nach Staatspapieren drückte die Renditen der Referenzanleihen nach unten (Grafik 1 rechts). Gegen Ende des Berichtszeitraums stabilisierten sich die Märkte, und ein Teil der Verluste wurde wieder wettgemacht.

Die geringere Bereitschaft der Anleger, in riskante Anlagen zu investieren, die während fast des ganzen Berichtszeitraums zu beobachten war, war das Ergebnis mehrerer Faktoren. In einem Umfeld anhaltender Unsicherheit über die Wachstumsaussichten schwächten uneinheitliche Meldungen über die Konjunkturerholung in Europa und den USA das Vertrauen der Anleger. Die weltweit unterschiedlich verlaufende Wirtschaftserholung erhöhte die Unsicherheit noch. Darüber hinaus verstärkte sich die Besorgnis über das Länderrisiko, als die Marktteilnehmer den haushaltspolitischen Problemen

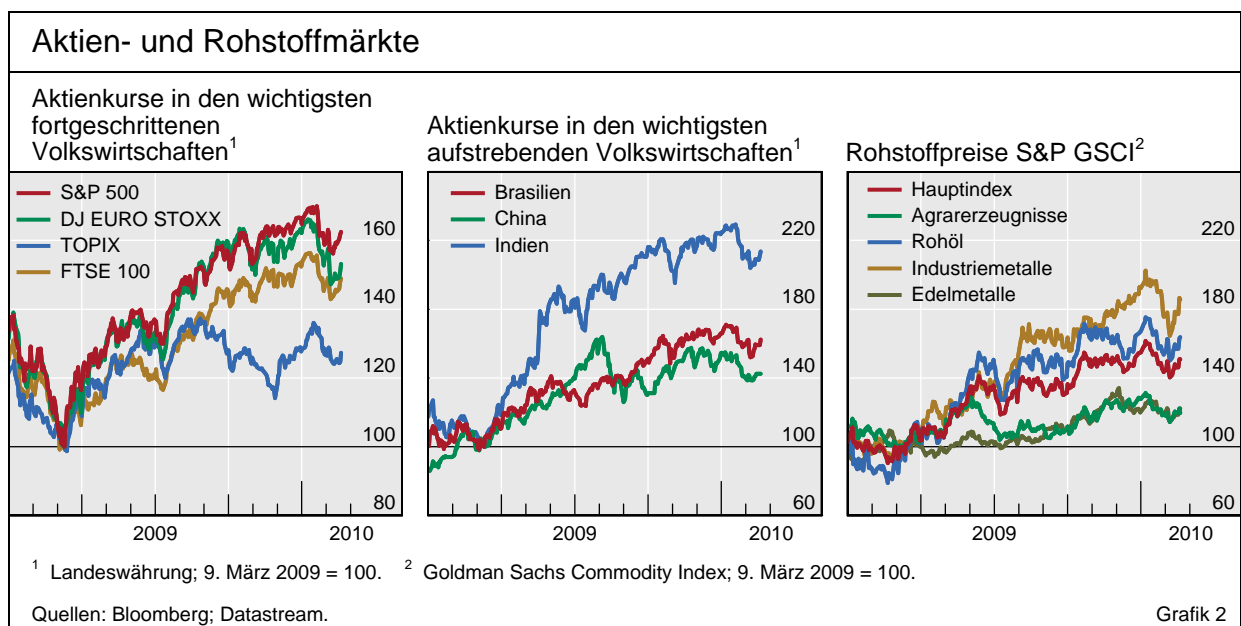


Griechenlands vermehrt Aufmerksamkeit schenken. Diese Besorgnis griff auf mehrere andere Länder des Euro-Raums über und verstärkte generell den Abwärtsdruck auf die Preise risikobehafteter Vermögenswerte. Diese plötzlichen Marktanspannungen stellten eine Warnung hinsichtlich der finanziellen Risiken langanhaltender Haushaltsdefizite dar. Vor diesem Hintergrund verlor der Euro gegenüber anderen Hauptwährungen deutlich an Wert. Auch Marktinterpretationen konkreter Massnahmen und künftiger Pläne zur Normalisierung der äusserst expansiven Geld- und Fiskalpolitik trugen offenbar zur mangelnden Risikobereitschaft der Anleger bei. Weltweit sanken die Aktienkurse, nachdem die chinesischen Behörden beschlossen hatten, den Mindestreservesatz für grosse Einlageninstitute zu erhöhen. Ausserdem stiegen die Anleiherenditen und fielen die Aktienkurse, nachdem die US-Notenbank in der zweiten Februarhälfte eine Anhebung des Diskontsatzes angekündigt hatte.

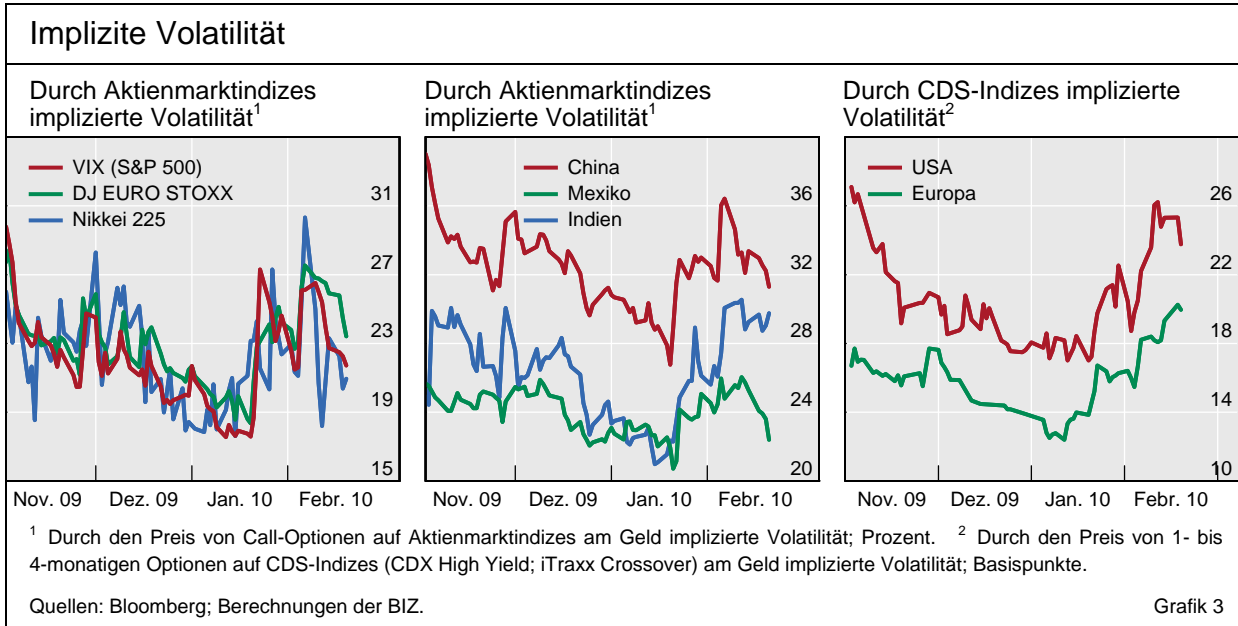
Sinkende Vermögenspreise wegen Risikoscheu der Anleger

Bis etwa Mitte Januar 2010 stiegen die Preise risikobehafteter Vermögenswerte generell noch weiter an, dann aber kam es zu einem verbreiteten Rückzug. Die Aktienkurse gaben in allen wichtigen fortgeschrittenen und den grösseren aufstrebenden Volkswirtschaften nach (Grafik 2 links und Mitte). Gegen Ende des Berichtszeitraums stabilisierten sich die Märkte und machten einen Teil der Verluste wieder wett. Bis zum 17. Februar waren die Aktienindizes in fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften jedoch im Durchschnitt um mehr als 5% gegenüber ihren jeweiligen Höchstständen von Mitte Januar gefallen. Diese Rückgänge waren aber relativ moderat im Vergleich zum Anstieg der Aktienkurse seit Anfang März 2009, der sich – bis Mitte Januar – auf rund 55% in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und 85% in den aufstrebenden Volkswirtschaften belief. Auch die Kreditmärkte waren betroffen. Die Spreads weiteten sich auf breiter Front aus. Die Rohstoffpreise, die während des Grossteils des Jahres 2009 kräftig angezogen hatten,

Anleger stossen risikobehaftete Vermögenswerte ab ...



Grafik 2



gingen parallel zu den Preisen an anderen Märkten zurück, erholten sich jedoch gegen Ende des Berichtszeitraums etwas (Grafik 2 rechts).

... angesichts wachsender Unsicherheit und Risikoaversion

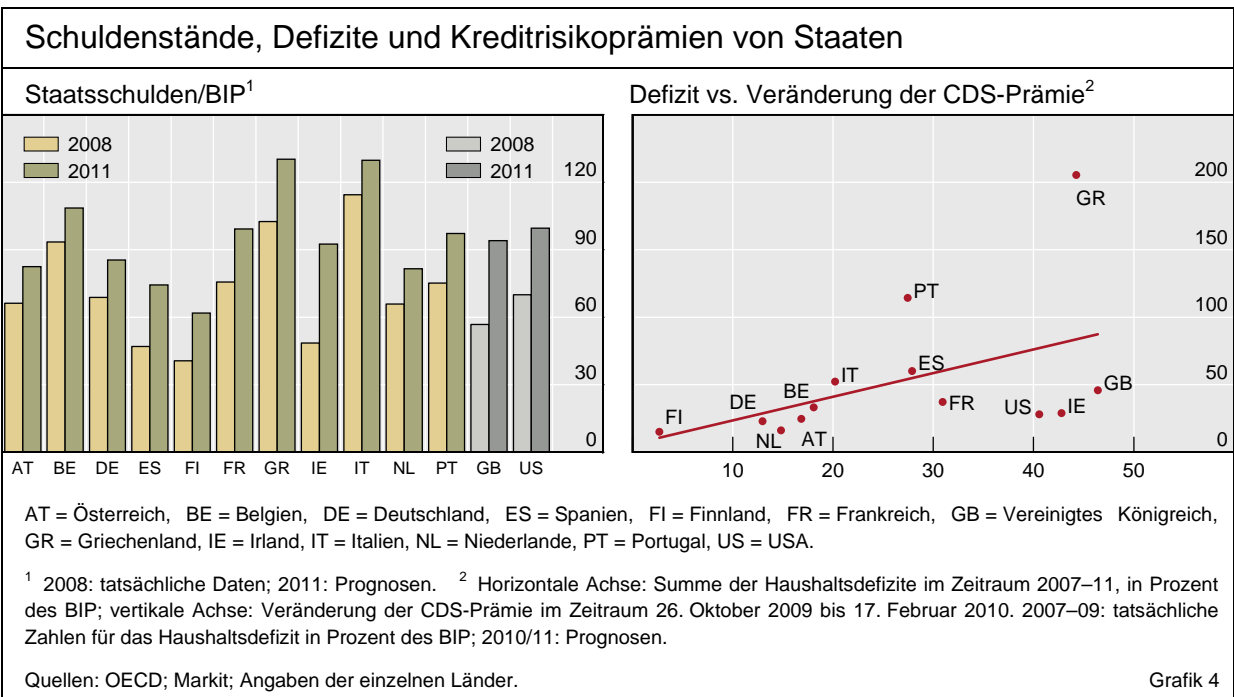
Einschätzungen, dass sich die Unsicherheit über künftige Marktpreisentwicklungen erhöht habe, sowie eine grössere Risikoaversion der Anleger trugen erheblich zur jüngsten Marktdynamik bei. Die von Aktienindexoptionen implizierte Volatilität, die bis etwa Mitte Januar auf ihr tiefstes Niveau seit dem Lehman-Konkurs gefallen war, stieg in der Folge sowohl in fortgeschrittenen als auch in aufstrebenden Volkswirtschaften um rund 5–10 Prozentpunkte, liess aber im Februar allmählich wieder nach (Grafik 3 links und Mitte). An den Kreditmärkten nahm die von CDS-Index-Optionen implizierte Volatilität ab Mitte Januar zu, nachdem sie fast ein Jahr lang mehr oder weniger stetig zurückgegangen war (Grafik 3 rechts).

Besorgnis über Staatsverschuldung im Euro-Raum

Bedenken über die Auswirkungen hoher Haushaltsdefizite auf die Märkte rückten Ende 2009 und Anfang 2010 in den Vordergrund. Die Aufmerksamkeit der Anleger wurde zunächst durch die finanziellen Probleme der staatseigenen Dubai World Ende November auf das Problem des Länderrisikos gelenkt. Danach verlagerte sich ihre Aufmerksamkeit auf den Euro-Raum, wo in mehreren Ländern die Schuldenquote in Relation zum BIP wegen grosser Haushaltsdefizite voraussichtlich rapide steigen würde (Grafik 4 links).

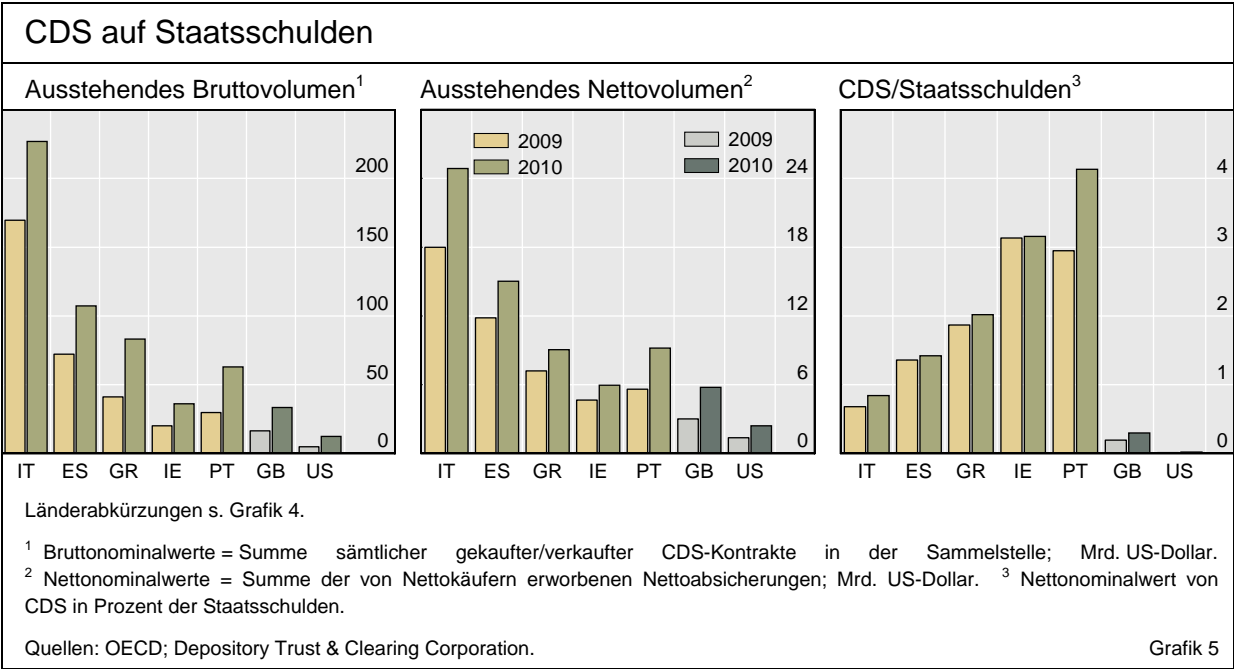
Höhere Spreads für Staatsschulden wegen schwieriger Haushaltslage Griechenlands

Besorgnis über die schwierige Haushaltslage in Griechenland und die bald darauf aufkeimenden ähnlichen Bedenken über Portugal und Spanien führten zu einer starken Ausweitung der Kreditspreads für diese staatlichen Schuldner sowohl an den Anleihe- als auch an den CDS-Märkten (Grafik 4 rechts). Auch für die Staatsschuldtitel einiger anderer Länder des Euro-Raums stiegen die Kreditspreads. In der deutlicheren Spreadausweitung für Griechenland und in geringerem Masse für Portugal kamen ganz klar unmittelbare Befürchtungen



der Anleger zum Ausdruck. Die Spreads für Irland, das Vereinigte Königreich und die USA hingegen veränderten sich in den letzten Monaten kaum.

Die Aktivität am Markt für CDS auf Staatsschuldtitel entwickelter Länder nahm erheblich zu, als die Anleger ihre dem Länderrisiko ausgesetzten Positionen bereinigten. Noch vor wenigen Jahren existierte dieser Markt praktisch nicht, da CDS hauptsächlich auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften abgeschlossen wurden. Seither ist er jedoch rapide gewachsen. Dieser Umsatzanstieg resultierte in einer beträchtlichen Zunahme des ausstehenden CDS-Kontraktvolumens (Grafik 5 links). Dennoch ist der Umfang des Länderrisikos, das tatsächlich über die CDS-Märkte umverteilt wird, längst nicht so gross wie angesichts des ausstehenden Bruttovolumens vermutet werden

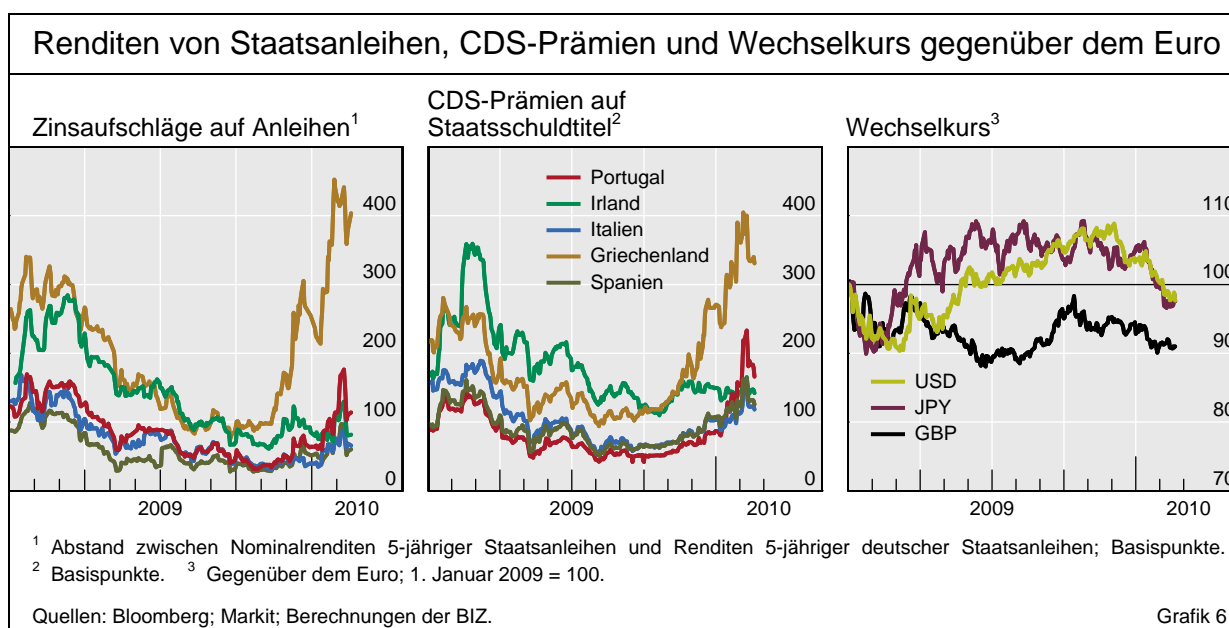


könnte. Das umgelagerte Länderrisiko wird durch das ausstehende Nettovolumen der CDS-Kontrakte erfasst; darin wird berücksichtigt, dass zahlreiche CDS-Kontrakte einander ausgleichen und dass daher kein effektiver Risikotransfer stattfindet. Die Netto-CDS-Positionen auf Portugal machten nur 5% der ausstehenden Staatsschulden Portugals aus. Bei anderen Ländern, einschliesslich Griechenlands, war das Verhältnis von CDS-Kontrakten zur Staatsschuld sogar noch niedriger (Grafik 5 rechts).

Die Aufmerksamkeit der Anleger war zum ersten Mal im Oktober 2009 auf die Haushaltslage Griechenlands gelenkt worden, als klar wurde, dass das Haushaltsdefizit 2009 deutlich höher ausfallen würde als erwartet. Dies veranlasste die Ratingagenturen, die Prognosen für die griechischen Staatsfinanzen neu zu beurteilen. Moody's stellte das Rating im Hinblick auf eine mögliche Herabstufung Ende Oktober unter Beobachtung. S&P folgte am 7. Dezember, und tags darauf setzte Fitch das Rating für griechische Staatsschuldtitle von A- auf BBB+ herab und meldete, der Ausblick sei negativ. Später im Monat folgten Herabstufungen der beiden anderen Agenturen: S&P stufte griechische Staatsanleihen auf BBB+ herab, Moody's auf A2. In den Tagen nach der Fitch-Herabstufung erhöhten sich die Kreditspreads für Anleihen wie auch die CDS-Prämien für griechische Staatsschuldtitle beträchtlich; die Prämie für 5-jährige CDS auf Griechenland weitete sich um rund 30 Basispunkte auf über 200 Basispunkte aus (Grafik 6 links und Mitte).

Auf die Senkung des Länderratings von Griechenland folgten Herabstufungen verschiedener griechischer Banken. Die kombinierten Auswirkungen dieser Herabstufungen zeigten sich deutlich an den Aktienmärkten, an denen die Aktienkurse der wichtigsten griechischen Banken innerhalb einer Woche um nahezu 20% einbrachen. Befürchtet wurde u.a., griechische Banken – die den Analysten und Ratingagenturen zufolge stärker auf EZB-Refinanzierung angewiesen sind als die Institute anderer Länder – könnten bei Refinanzierungstransaktionen der EZB keine griechischen Staatsanleihen mehr als Sicherheit hinterlegen. Derzeit liegt das von der EZB geforderte Mindestrating

Aufgrund von Ratingherabstufungen für Griechenland und griechische Banken ...



für als Sicherheit hinterlegte Papiere bei BBB-. Die EZB hat jedoch angedeutet, dass sie wahrscheinlich Ende Jahr zum vor der Krise geltenden Rating von A- zurückkehren werde. Dank des A2-Ratings von Moody's könnten griechische Staatsanleihen auch nach einer solchen Änderung immer noch als Sicherheit hinterlegt werden, bei etwaigen weiteren Herabstufungen jedoch nicht mehr.

Der mögliche Verlust dieser Refinanzierungsquelle griechischer Banken gab den CDS-Prämien und den Renditenaufschlägen auf griechische Staatsanleihen noch mehr Auftrieb, da sich dadurch die wahrgenommenen finanziellen Risiken des Staates erhöhten. Am 25. Januar verkaufte die griechische Regierung 5-jährige Staatsanleihen im Umfang von €8 Mrd. mit einem Aufschlag von 380 Basispunkten gegenüber deutschen Staatsanleihen und 30 Basispunkten gegenüber ähnlichen umlaufenden griechischen Staatsanleihen. Die Emission wurde stark überzeichnet: Die Gebote beliefen sich auf insgesamt €25 Mrd. Diese Entwicklung wurde von den Anlegern als positiv eingestuft und führte zu einem vorübergehenden Rückgang der CDS-Prämien. Die Atempause war jedoch nur von kurzer Dauer. Trotz neuer Pläne zur Senkung des Haushaltsdefizits und weiterer Bemühungen der öffentlichen Entscheidungsträger, die Märkte zu beruhigen, blieb das Vertrauen der Anleger wenig gefestigt.

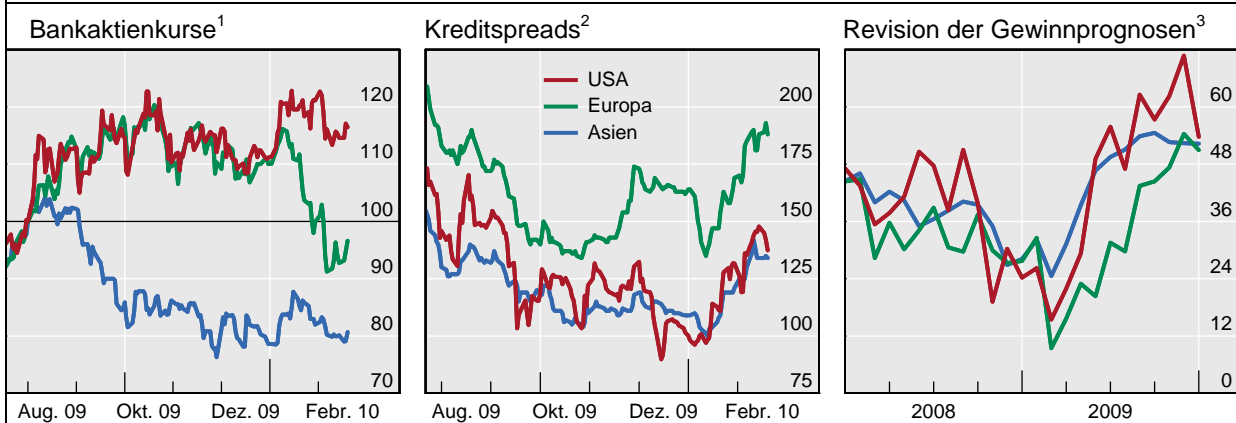
Die Marktreaktionen waren nicht auf Griechenland beschränkt. Bis Ende Januar waren klare Anzeichen von Ansteckungseffekten an anderen Märkten zu beobachten: Die Aktienkurse europäischer Banken sanken, und für eine Reihe europäischer Länder weiteten sich die Spreads für Staatsschulden aus. Am unmittelbarsten betroffen waren Portugal und Spanien, doch die Auswirkungen machten sich auf breiterer Front bemerkbar. Eine kleine, aber erfolglose Auktion portugiesischer Staatsanleihen Anfang Februar verstärkte die Besorgnis noch. Die Aktienkurse gingen weltweit zurück, und die Spreads auf Unternehmensanleihen vergrösserten sich, während die Flucht in sichere Anlagen die Renditen der Staatsanleihen mehrerer bedeutender Länder sinken liess. Die Kreditspreads auf Staatsanleihen verschiedener anderer Länder weiteten sich aus. Der CDS-Index für westeuropäische Staatsschuldstitel (der die Kosten für die Versicherung gegen das Ausfallrisiko eines Korbs von westeuropäischen Staatsschuldstiteln misst) stieg bei erhöhten Umsätzen am Markt für CDS auf Staatsanleihen zum ersten Mal über 100 Basispunkte. Das wachsende Unbehagen setzte auch den Euro unter Druck; bis Anfang Februar war er gegenüber den anderen Hauptwährungen auf das tiefste Niveau seit Anfang bzw. Mitte 2009 gesunken (Grafik 6 rechts). In den folgenden Wochen beruhigten sich die Märkte jedoch, sodass die Kreditspreads für Griechenland, Portugal und Spanien von ihren vorherigen Höchstständen herunterkamen. Dennoch herrschte weiterhin Unsicherheit, und dies ungeachtet der Versprechen der EU-Regierungen, im Bedarfsfall „entschlossen und koordiniert“ zu handeln, um die Finanzstabilität im Euro-Raum zu sichern. Am deutlichsten zeigte sich diese Unsicherheit wohl in den anhaltend hohen Kreditspreads für staatliche Schuldstitel einer Anzahl Länder des Euro-Raums.

... grössere
Bedenken wegen
Gegenparteirisiko

Klare Anzeichen
breiterer
Marktauswirkungen
Ende Januar ...

... schwächen den
Euro

Aktienkurse, CDS-Prämien und Revision der Gewinnprognosen von Banken



¹ Landeswährung; 31. Juli 2009 = 100. ² Gleichmässig gewichtete durchschnittliche Spreads auf vorrangige 5-jährig CDS auf Banken. ³ Diffusionsindex der monatlichen Revisionen des prognostizierten Gewinns je Aktie, berechnet als prozentualer Anteil der Unternehmen, für die die Analysten ihre Gewinnprognosen nach oben revidierten, zuzüglich des halben prozentualen Anteils der Unternehmen, für die die Analysten ihre Prognose unverändert liessen.

Quellen: Bloomberg; Datastream; I/B/E/S; JPMorgan Chase; Markit.

Grafik 7

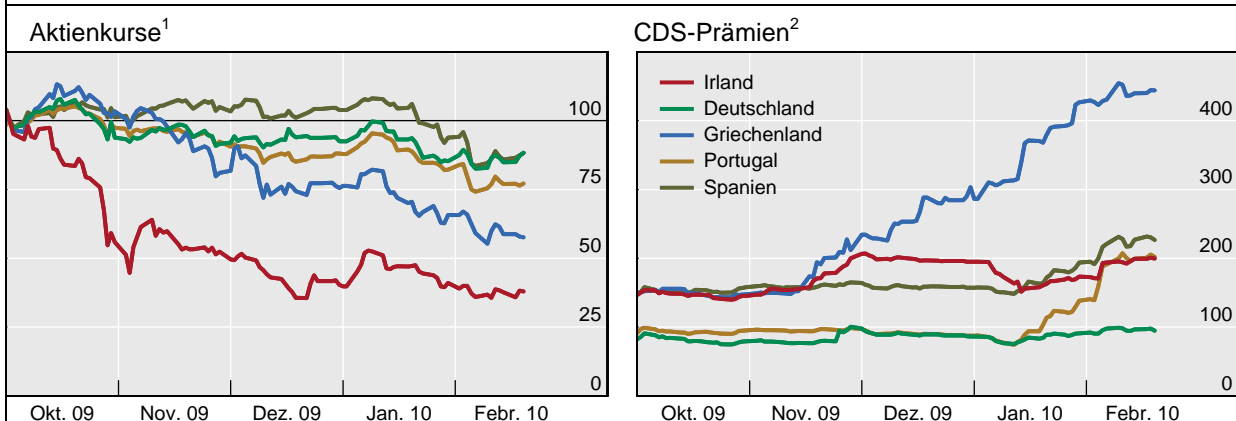
Banken, Länderrisiken und Bankenaufsicht nach der Krise

Länderrisiko-
positionen
drücken auf Bank-
aktienkurse ...

... vor allem der
europäischen
Banken

Die Aktienkurse der Banken gerieten Ende 2009 und Anfang 2010 vor allem in Europa durch die Befürchtungen der Anleger hinsichtlich des Länderrisikos unter Druck (Grafik 7). Gleichzeitig schlugen sich in den Kreditspreads und Aktienkursen von Banken aber auch im Januar und Februar veröffentlichte Jahresabschlüsse nieder, aus denen erneut positive, wenngleich moderate Gewinne hervorgingen. Länderrisiken machten sich in erster Linie in den Aktienkursen und Kreditspreads von Banken in Griechenland, Portugal und Spanien bemerkbar. Doch auch andere Banken des Euro-Raums waren betroffen (Grafik 8), wobei vor allem ihr Engagement in griechischen, portugiesischen und spanischen Staatspapieren eine Rolle spielte. Insgesamt belegen die BIZ-Daten, dass Banken des Euro-Raums deutlich stärker in

Aktienkurse und CDS-Prämien von Banken



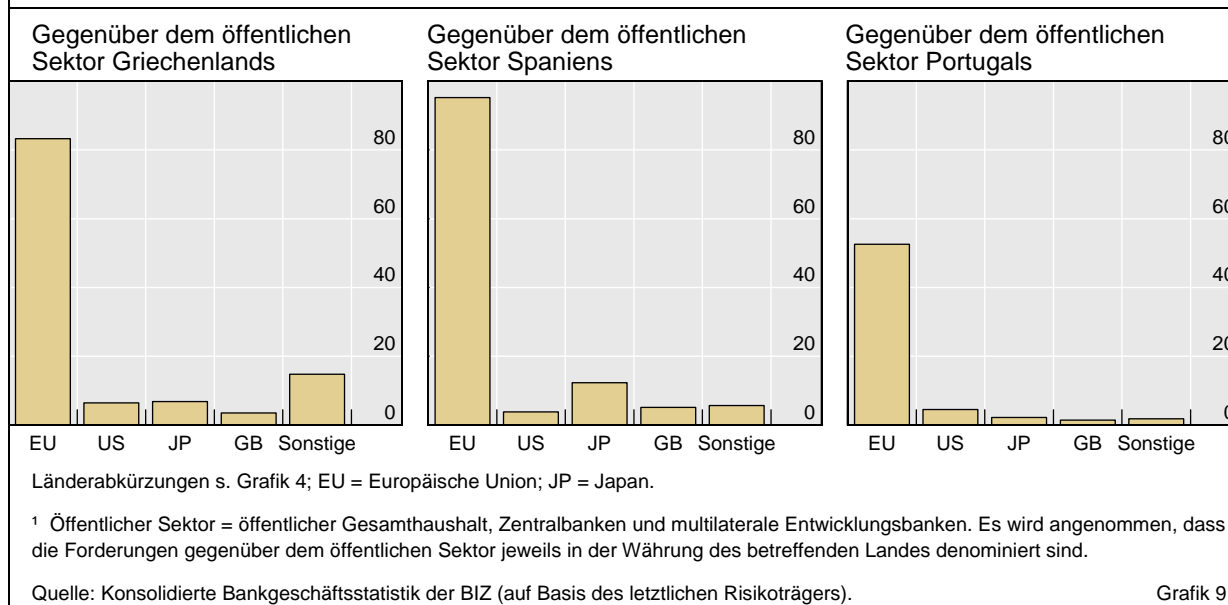
¹ 1. Oktober 2009 = 100. ² Gleichmässig gewichteter Durchschnitt der CDS-Prämien der wichtigsten Banken in jedem Land; Basispunkte.

Quellen: Datastream; Markit; Berechnungen der BIZ.

Grafik 8

Forderungen an den öffentlichen Sektor Griechenlands, Spaniens und Portugals, nach Nationalität der Berichtsbank¹

Stand Ende des 3. Quartals 2009; Mrd. US-Dollar



Staatsschulden dieser Länder engagiert sind als Banken ausserhalb des Euro-Raums (Grafik 9; s. auch Kapitel „Trends im internationalen Bankgeschäft und an den internationalen Finanzmärkten“).

Die Märkte reagierten uneinheitlich auf neue Informationen über die wahrscheinliche künftige Ausgestaltung des aufsichtsrechtlichen Rahmens für Banken nach der Finanzkrise. Am 17. Dezember veröffentlichte der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht eine Reihe wichtiger Vorschläge, mit denen die Widerstandsfähigkeit der Branche gestärkt werden sollte.¹ Analysten interpretierten diese Vorschläge dahingehend, dass die Banken in Zukunft mit mehr Eigen- und weniger Fremdkapital arbeiten müssten. Grundsätzlich würden damit auf lange Sicht die Eigenkapitalrendite, aber auch das Kreditrisiko sinken. Die unmittelbaren Auswirkungen auf die Aktienkurse und Kreditspreads von Banken waren jedoch gering. Europäische Banken, die von der Einführung einfacher Verschuldungsgrenzen wohl stärker betroffen wären, verzeichneten nach der Ankündigung einen kurzen Einbruch ihrer Aktienkurse. In den USA hingegen, wo bereits entsprechende Grenzen in Kraft sind, reagierten die Bankaktienkurse kaum.

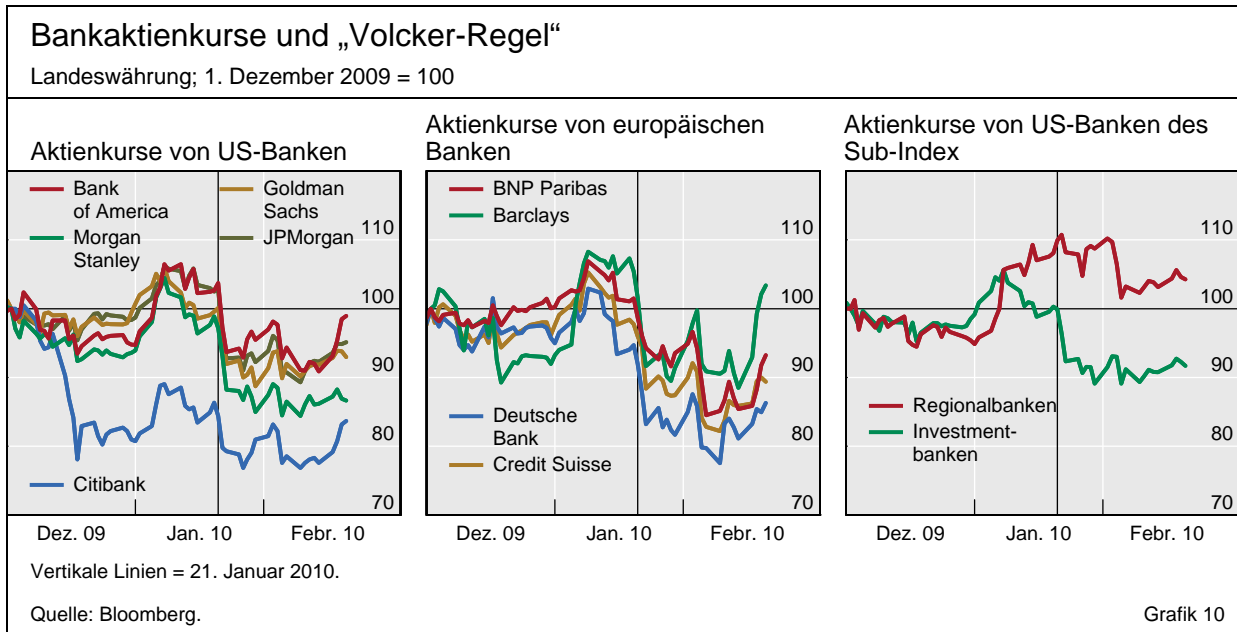
Basler Vorschläge zur Anpassung der Bankenaufsicht ...

... mit geringer Marktresonanz ...

Eine Rede des US-Präsidenten am 21. Januar rief eine stärkere Marktreaktion hervor. Die Vorschläge – die rasch den Namen „Volcker-Regel“ erhielten – zogen für Geschäftsbanken mit grosser Einlagenbasis eine Begrenzung ihres Eigenhandels und ähnlicher Aktivitäten in Betracht. Ausserdem sahen sie Grenzen für die Grösse einzelner Institute im Verhältnis zum Gesamtsystem vor. Die Aktien von Grossbanken, die erhebliche Erträge mit US-Finanzmarktgeschäften erzielen, gaben tendenziell nach, und zwar unabhängig davon, ob sie ihren Hauptsitz in den USA haben oder nicht

... jedoch stärkere Reaktion auf „Volcker-Regel“

¹ S. www.bis.org/press/p091217.htm.



(Grafik 10 links und Mitte). Die Aktienkurse regionaler US-Banken – bei denen Finanzmarktaktivitäten eine geringere Rolle spielen – reagierten hingegen weniger stark (Grafik 10 rechts).

Unterschiedliche Geldpolitik entsprechend ungleichmässiger wirtschaftlicher Erholung

Aufstrebende Volkswirtschaften straffen Geldpolitik ...

Einige aufstrebende Volkswirtschaften ergriffen erste Schritte in Richtung einer geldpolitischen Straffung oder signalisierten, dass mit entsprechenden Massnahmen zu rechnen sei. Sie reagierten damit auf eine erhöhte Kreditexpansion und steigenden Inflationsdruck vor dem Hintergrund eines robusten Wirtschaftswachstums (Grafik 11 links). Daran wurde auch deutlich, dass die Erholung in diesen Ländern erheblich weiter vorangeschritten war als in den reifen Volkswirtschaften.

In einigen Ländern, z.B. China und Indien, war eine kräftige Expansion der Bankkredite bei gleichzeitig steigenden Vermögenspreisen der Auslöser für die geldpolitische Straffung. Die People's Bank of China gab am 12. Januar bekannt, dass sie den Renminbi-Mindestreservesatz für grosse Einlageninstitute um 50 Basispunkte anheben werde (Grafik 11 Mitte). Der Shanghai-Composite-Index gab nach der Ankündigung um 2,3% nach. Einen Monat später kündigte die Zentralbank eine zweite Verschärfung des Mindestreservesolls um wiederum 50 Basispunkte an. Die chinesischen Börsen waren zu jener Zeit wegen des Neujahrsfests geschlossen, doch ausserhalb des Landes sanken die Aktienkurse auf diese Nachricht hin erheblich. Am 29. Januar gab die Reserve Bank of India bekannt, sie werde den Mindestreservesatz der Banken um 75 Basispunkte anheben, um überschüssige Liquidität abzuschöpfen und die Inflationserwartungen fester zu verankern (Grafik 11 Mitte). Darüber hinaus erwarteten die Marktanalysten für China und Indien sowie für andere wichtige aufstrebende Volkswirtschaften einen deutlichen Anstieg der kurzfristigen Zinssätze (Grafik 11 rechts). Der

Erwartungen betreffend Inflation und Geldpolitik in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften

Prozent



¹ Basierend auf Umfragedaten von Consensus Economics. ² China: Satz für 1-jährige Kredite; Indien: Satz für 91-tägige Schatzwechsel; Brasilien: SELIC-Tagesgeldsatz; Mexiko: Satz für 28-tägige CETES. Gestrichelte Linien: ungefähre Zinserwartungen entsprechend den auf Umfragedaten von Consensus Economics basierenden Zinsprognosen für Mai 2010 und Februar 2011 (als Punkte markiert).

Quellen: Bloomberg; © Consensus Economics.

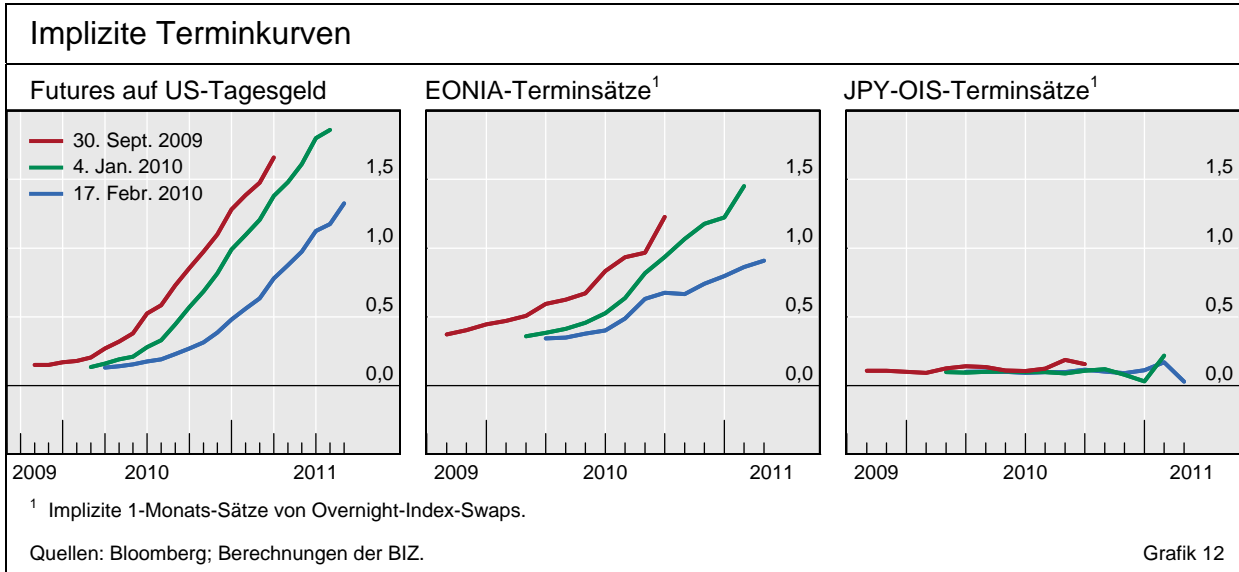
Grafik 11

Zeitpunkt möglicher Leitzinserhöhungen blieb jedoch weiterhin ungewiss. Ein erhebliches Erschwernis diesbezüglich ist das Risiko, dass steigende Zinssätze in den Ländern, die bereits hohe Kapitalzuflüsse verzeichnen, eine destabilisierende Wirkung haben könnten.

Hingegen revidierten die Marktteilnehmer in den letzten Monaten ihre Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik in den grossen entwickelten Volkswirtschaften generell dahingehend, dass sie nun von einer späteren bzw. langsameren Erhöhung der Leitzinsen ausgingen (Grafik 12). Ein Grund dafür war, dass wichtige Zentralbanken erneut signalisierten, auf kurze Sicht sei nicht mit einer Anhebung ihrer Leitzinsen zu rechnen. Außerdem kam in den Erwartungen der Anleger zur geldpolitischen Entwicklung die Einschätzung zum Ausdruck, dass sich die Erholung in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften noch im Anfangsstadium befinde.

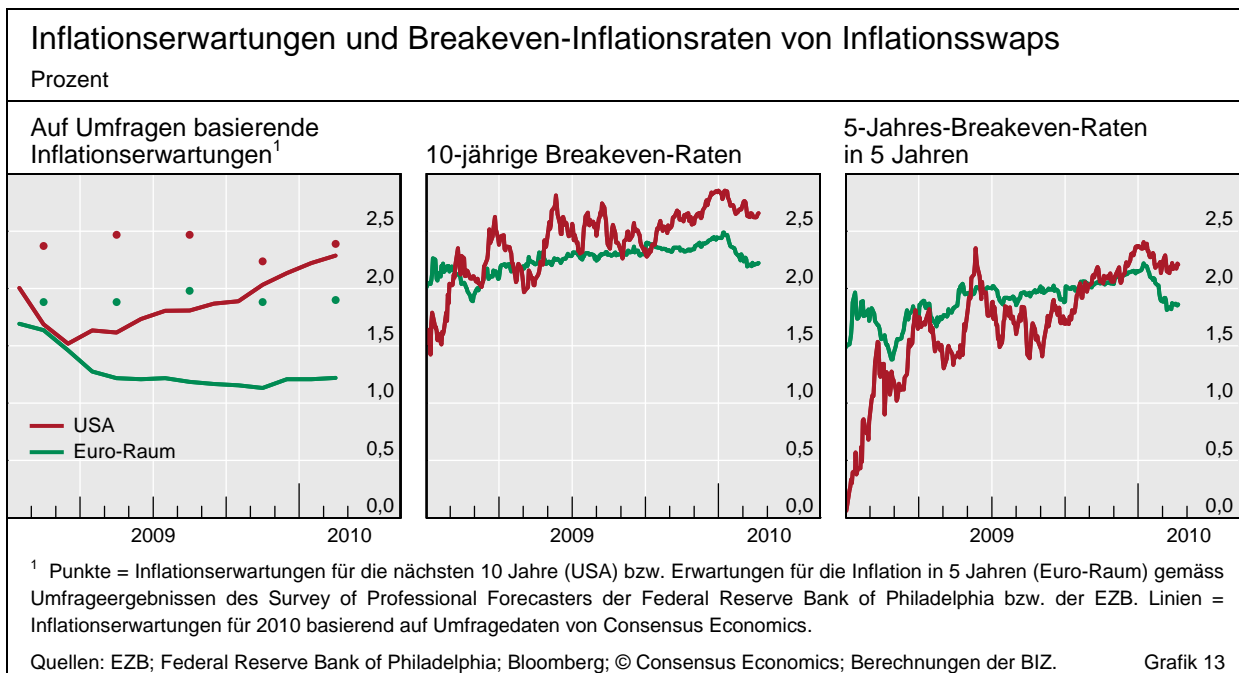
Angesichts schwindenden Anlegervertrauens reagierten die Marktteilnehmer sensibler auf negative Wirtschaftsnachrichten als auf positive. In den USA blieben die jüngsten Arbeitsmarktdaten hinter den Erwartungen der Märkte zurück: Die Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe waren nach wie vor hartnäckig hoch, und die Beschäftigung ausserhalb der Landwirtschaft war erneut rückläufig, wenngleich sich der Rückgang merklich abschwächte. Zudem überraschten die Zahlen zum realen BIP-Wachstum der USA im vierten Quartal zwar positiv, doch ging das Wachstum der Konsumausgaben, das als wichtiger Faktor für die konjunkturelle Erholung in den USA angesehen wird, im Dezember 2009 auf äusserst schwache 0,1% zurück. Auch Europa verzeichnete schwache Wirtschaftsdaten. Die Einzelhandelsumsätze und die Industrieproduktion blieben hinter den Erwartungen zurück, und die BIP-Zahlen für das vierte Quartal fielen im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich schwächer aus als erwartet. Nach Veröffentlichung der entsprechenden Statistiken

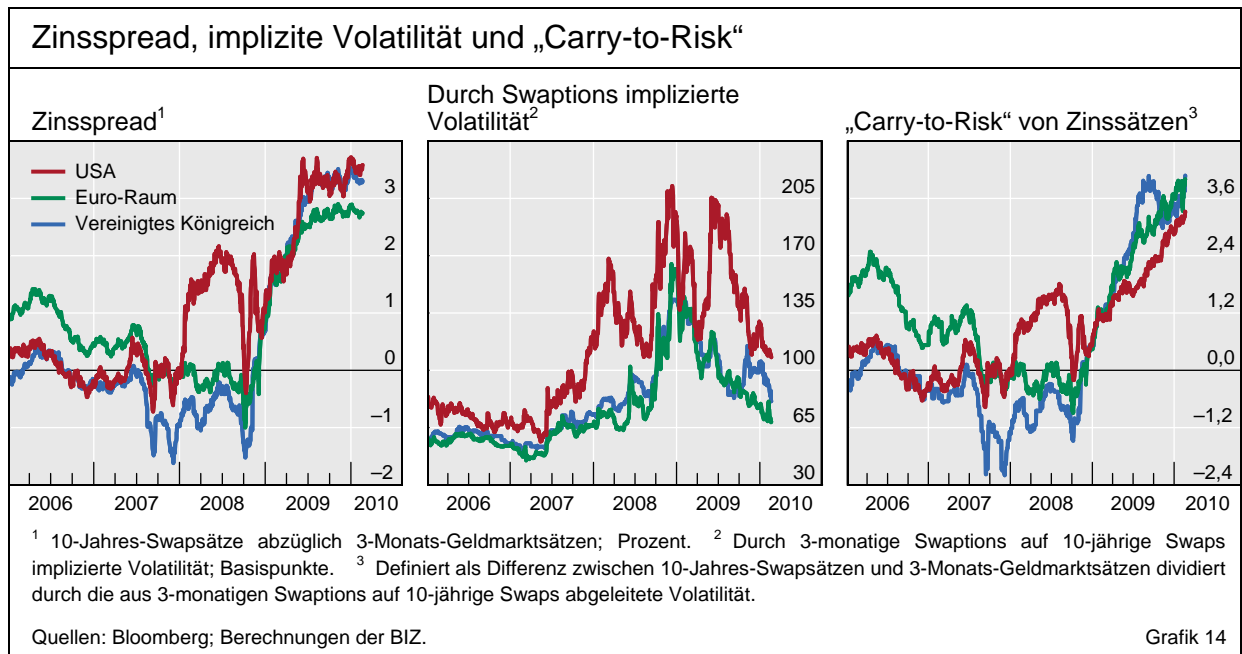
... im Gegensatz zu grossen entwickelten Ländern ...



brachen die europäischen Aktienkurse und die Renditen von Referenzanleihen ein.

Im Einklang mit den Erwartungen der Anleger hinsichtlich der Geldpolitik blieben die Inflationaussichten günstig. Umfrageergebnissen zufolge waren die Inflationserwartungen in den USA und im Euro-Raum sowohl auf kurze Sicht als auch bei längerem Zeithorizont fest verankert (Grafik 13 links). Die Preisbildung von Inflationsswaps schien weitgehend diesen Informationen zu entsprechen. Sowohl die langfristigen Kassasätze als auch die Termin-Breakeven-Raten bei langen Zeithorizonten waren im Verlauf des Jahres 2009 allmählich angestiegen, als sich die Marktbedingungen normalisierten. Anfang 2010 sanken sie jedoch erneut ab (Grafik 13 Mitte und rechts). Trotz der beispiellosen monetären und fiskalpolitischen Impulse der vergangenen Monate schienen die Marktteilnehmer also kaum eine Loslösung der langfristigen Inflationserwartungen zu befürchten.





Da davon auszugehen war, dass die grossen entwickelten Volkswirtschaften ihre ausserordentlich niedrigen Leitzinssätze noch einige Zeit beibehalten würden, konnten Banken und andere Anleger die günstigen Finanzierungsbedingungen weiter nutzen, um in höher rentierende Vermögenswerte zu investieren. An den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere blieben die Renditenstrukturkurven aussergewöhnlich steil und verdeutlichten das Gewinnpotenzial, das sich aus der Finanzierung langfristiger Anlagen mit kurzfristigen Mitteln ergab (Grafik 14 links). Das Eingehen solcher Positionen könnte auch zum jüngsten Abwärtsdruck auf die langfristigen Renditen beigetragen haben. Die implizite Volatilität bei Zinsderivaten nahm weiter ab, was darauf hindeutet, dass das Risiko solcher Anlagen erneut tiefer eingeschätzt wurde (Grafik 14 Mitte). Angesichts der Kombination aus höheren Renditen und niedrigerem Risiko gewannen solche Anlagen auch bei risikobereinigter Betrachtung an Attraktivität. So stieg das „Carry-to-Risk“-Verhältnis, das die Rendite in Relation zu einer Risikomessgrösse angibt, für diese Art Positionen auf ein neues Rekordhoch (Grafik 14 rechts). In Anbetracht dieser Anreize kamen Bedenken auf, dass die Finanzinstitute möglicherweise übermässig hohe Durationsrisiken eingingen. Sobald sich die Erwartungen verändern und die Zinssätze zu steigen beginnen, könnte die Glatstellung solcher spekulativer Positionen die Neubewertung an den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere verstärken und die Renditen volatil werden lassen.

... wo rekordtiefe Zinssätze Carry-Trades auf die Renditenstrukturkurve fördern

Allmähliche Rücknahme der Notmassnahmen der Zentralbanken

Da sich die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte und insbesondere die Lage an den Geldmärkten weiter verbesserten, konnten die Währungsbehörden ihre ausserordentlichen Stützmassnahmen erneut schrittweise zurückfahren (s. auch den Artikel von P. Gerlach in diesem *Quartalsbericht*). Entsprechend gab eine Reihe von Zentralbanken Ende Januar die Einstellung ihrer

Rücknahme der Notfall-Liquiditätsmassnahmen ...

befristeten liquiditätszuführenden Swapvereinbarungen mit der Federal Reserve zum 1. Februar bekannt. Die EZB tätigte Mitte Dezember 2009 ihr letztes Refinanzierungsgeschäft mit 12-monatiger Laufzeit und beschloss, Ende des ersten Quartals 2010 letztmals eine 6-Monats-Transaktion durchzuführen. Die Federal Reserve stellte ihre Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, ihre Commercial Paper Funding Facility, ihre Primary Dealer Credit Facility und ihre Term Securities Lending Facility wie geplant zum 1. Februar ein. Das Zurückfahren der ausserordentlichen Massnahmen betraf nicht nur die Liquiditätsfazilitäten. Die Federal Reserve bekräftigte ferner ihre Absicht, den Ankauf von hypothekenbesicherten Agency-Wertpapieren im Umfang von \$ 1,25 Bio. sowie von Schuldtiteln der Agencies im Umfang von \$ 175 Mrd. bis zum Ende des ersten Quartals abzuschliessen und ihre Term Auction Facility sowie die Term Asset-Backed Securities Loan Facility im ersten Halbjahr 2010 auslaufen zu lassen. Der geldpolitische Ausschuss der Bank of Englands seinerseits entschied Anfang Februar, das Programm der Bank zum Ankauf von Vermögenswerten nicht über die bereits getätigten Käufe im Volumen von £ 200 Mrd. hinaus auszuweiten.

... von den Märkten weitgehend erwartet ...

Diese Rücknahme der monetären Stützungsmaßnahmen war von den Märkten angesichts entsprechender Erklärungen bzw. Signale der Zentralbanken weithin erwartet worden. Sie hatte daher keine nennenswerten Auswirkungen auf die Preise von Vermögenswerten. Auf Mitteilungen, die den künftigen geldpolitischen Kurs betrafen, reagierten die Anleger allerdings sehr wohl. Insbesondere verzeichneten britische Staatsanleihen am 10. Februar einen kräftigen Einbruch – um volle 10 Basispunkte am kurzen Ende des Laufzeitenspektrums –, nachdem der Gouverneur der Bank of England geäußert hatte, dass es für die Schlussfolgerung, es wären seitens der Zentralbank keine weiteren Ankäufe am Pfund-Sterling-Anleihemarkt erforderlich, noch viel zu früh sei. Am selben Tag erwähnte der Vorsitzende der Federal Reserve, Ben Bernanke, in einer Rede vor dem US-Kongress, dass eine Vergrößerung der Differenz zwischen dem Diskontsatz und dem Tagesgeldzielsatz binnen Kurzem erwogen werden könnte, und er erörterte die Abfolge der Schritte, mit denen die Federal Reserve von ihrem sehr akkommodierenden geldpolitischen Kurs abkommen könnte. Nach diesen Aussagen stiegen die Renditen von US-Schatzpapieren über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg um rund 5 Basispunkte an. Trotz dieser Signale waren die Märkte überrascht, als die Federal Reserve am 18. Februar einen Schritt zur weiteren Normalisierung ihrer Kreditfazilitäten bekannt gab und erklärte, sie werde den Diskontsatz um 25 Basispunkte erhöhen. Nach dieser Ankündigung stiegen die Anleiherenditen und fielen die Aktienkurse.

... während andere Massnahmen die Anleger überraschen