

Turbulenzen lösen angespannte Ruhe ab

Die Zinsanhebung der Federal Reserve im Dezember vermochte die angespannte Ruhe, die gegen Ende 2015 an den Finanzmärkten geherrscht hatte, kaum zu stören. Der Jahresauftakt war hingegen von Turbulenzen geprägt: An den Aktienmärkten wurde eine der stärksten Verkaufswellen seit der Finanzkrise 2008 verzeichnet.

In einer ersten Phase standen das langsamere Wachstum in China und ganz allgemein die Schwächen in den aufstrebenden Volkswirtschaften im Fokus der Märkte. Zunehmende Besorgnis über das Weltwirtschaftswachstum führte zu einem Einbruch des Ölpreises und einer drastischen Abwertung der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften und veranlasste Anleger zu einer Flucht in sichere Anlagen an den wichtigsten Anleihemärkten. Die Turbulenzen griffen in der Folge auf die fortgeschrittenen Volkswirtschaften über, da Anleger angesichts sich abflachender Renditenstrukturkurven und sich ausweitender Renditenaufschläge Rezessionsszenarien in Betracht zogen.

In einer zweiten Phase nährten das sich verschlechternde globale Wirtschaftsumfeld und die Zentralbankmaßnahmen die Erwartungen der Märkte auf weitere Zinssenkungen und schürten Bedenken über die Rentabilität von Banken. Ende Januar überraschte die Bank of Japan die Märkte mit der Einführung negativer Zinsen, nachdem die EZB eine mögliche Überprüfung ihres geldpolitischen Kurses angekündigt und die Federal Reserve Stresstest-Richtlinien veröffentlicht hatte, die negative Zinsen zuließen. Vor dem Hintergrund schwacher Gewinnausweise der Banken fielen die Kurse von Bankaktien deutlich stärker als die breiter gefassten Marktindizes – insbesondere in Japan und im Euro-Raum. Die Renditenaufschläge weiteten sich so stark aus, dass die Märkte eine erstmalige Aussetzung von Kuponzahlungen auf bedingte Wandelanleihen (sog. CoCo-Bonds) bei großen internationalen Banken befürchteten.

Grund für die Turbulenzen waren teilweise auch die wachsenden Bedenken der Marktteilnehmer, dass den Zentralbanken angesichts nachlassender Wachstumsaussichten immer weniger Optionen für geldpolitische Stützungsmaßnahmen blieben. Angesichts des geringen fiskalpolitischen Handlungsspielraums und der weitgehend stillstehenden Strukturreformen schienen Zentralbankmaßnahmen an ihre Grenzen zu stoßen.

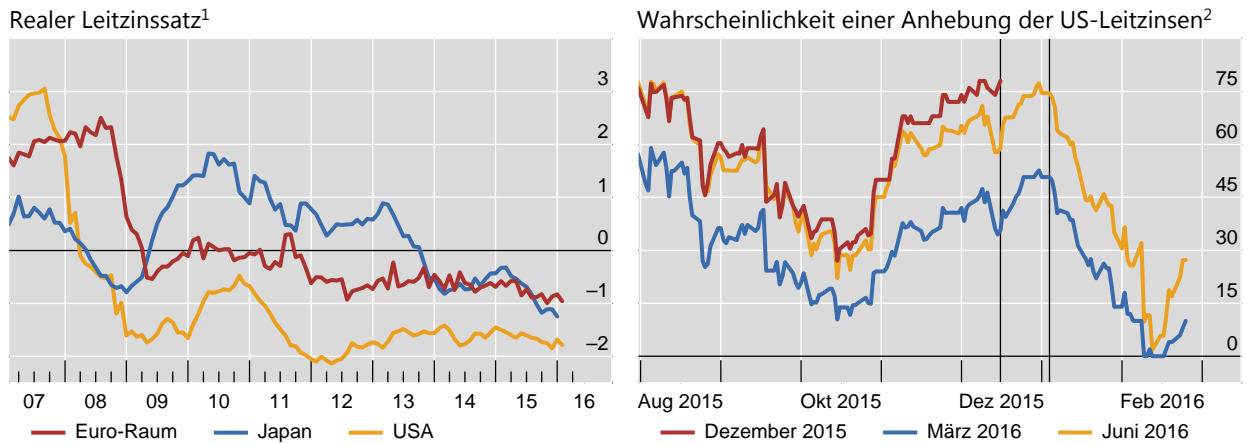
Zinsanhebung in den USA

Nach 8 Jahren der geldpolitischen Lockerung in den wichtigsten Währungsräumen hob die Federal Reserve am 16. Dezember 2015 die Zielvorgabe für den Tagesgeldsatz an. Doch auch nach der Anhebung blieb die US-Geldpolitik überaus akkommodierend: Die Anhebung der Zielvorgabe für den Tagesgeldsatz fiel mit 25 Basispunkten moderat aus, und der Bestand an Vermögenswerten, die im Rahmen langjähriger großvolumiger Ankaufsprogramme erworben worden waren, blieb unverändert. Die realen US-Leitzinsen waren seit 2008 negativ gewesen (Grafik 1 links). Der Offenmarktausschuss der Federal Reserve (FOMC) signalisierte, dass die unter dem Zielwert

Zinsanhebung und erwartetes Tempo der Normalisierung

Prozent

Grafik 1



Vertikale Linien im rechten Feld: 16. Dezember 2015 (FOMC-Sitzung) und 4. Januar 2016 (Veröffentlichung des chinesischen Caixin-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe).

¹ Nominaler Leitzinssatz abzüglich Verbraucherpreisinflation ohne Nahrungsmittel und Energie. Japan: Kerninflation ohne Nahrungsmittel und Energie, bereinigt um die Anhebung des Verbrauchssteuersatzes. ² Basierend auf der durch Futures auf den US-Tagesgeldsatz implizierten Wahrscheinlichkeit gemäß Bloomberg.

Quellen: Bank of Japan; Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder.

von 2% liegende Inflation und generell die Unsicherheit in Bezug auf die Wirtschaftsbedingungen wohl nur allmähliche Erhöhungen des Tagesgeldsatzes rechtfertigen würden. In einer Zeit außerordentlich lockerer Geldpolitik markierte dieser Zinsschritt dennoch einen Wendepunkt.

Als die US-Zinsen zum ersten Mal nach vielen Jahren angehoben wurden, sorgte dies kaum für Unruhe. Mit dem Beginn des Straffungszyklus war lange gerechnet worden – schon im Mai 2013, als die Erwartung einer bevorstehenden Drosselung der Anleihekäufe ein Beben an den internationalen Finanzmärkten ausgelöst hatte. An den Tagen vor dem 16. Dezember 2015 lag die durch Futures implizierte Wahrscheinlichkeit einer Zinsanhebung im Dezember bei nahezu 80%, was die Zuversicht in Bezug auf die US-Wirtschaftsaussichten widerspiegelte (Grafik 1 rechts, rote Linie).¹ Abgesehen von der vorübergehenden Volatilität um den Zeitpunkt der Ankündigung verschob sich die Renditenstrukturkurve kaum. Die Aktienmärkte tendierten seitwärts, da eine Quelle der Unsicherheit beseitigt worden war. Doch weitere Quellen der Unsicherheit traten schon bald zutage und rückten in den Vordergrund.

Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften erfassen auch fortgeschrittene Volkswirtschaften

Die sich verschlechternden Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum sorgen seit Jahresbeginn für Unruhe an den Finanzmärkten.

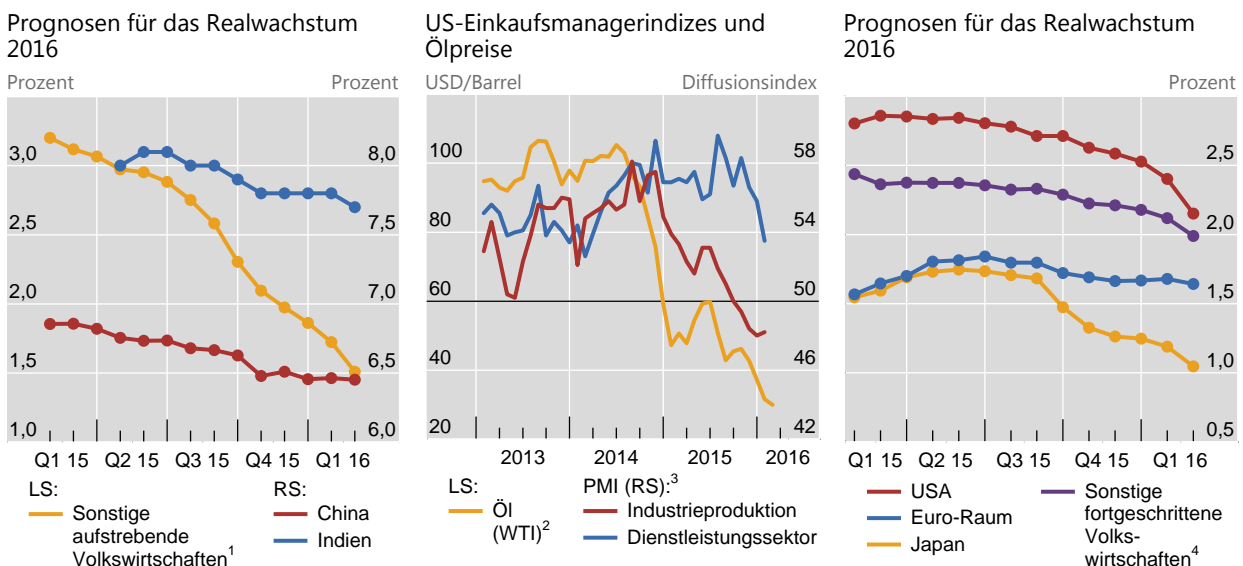
¹ Siehe „Angespannte Ruhe vor Anhebung der US-Leitzinsen“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2015.

In der ersten Phase der Turbulenzen lag das Augenmerk auf den Sorgen um das globale Wachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften – allen voran in China. Die von China gemeldete Wachstumsrate sank 2015 auf 6,9%, den tiefsten offiziellen Stand seit 1990. Auch die Konsensprognosen für 2016 waren in den vorhergehenden 12 Monaten stetig gefallen (Grafik 2 links). Die Verlangsamung im verarbeitenden Gewerbe war lange durch einen wachsenden Dienstleistungssektor ausgeglichen worden, doch im Dezember lag der Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor auf dem tiefsten Niveau seit 17 Monaten. Die Bedenken über eine Verlangsamung im verarbeitenden Gewerbe in China weiteten sich auf andere aufstrebende Volkswirtschaften aus, deren Wachstumsprognosen für 2016 im zweiten Halbjahr 2015 rapide gefallen waren (Grafik 2 links). Die Sorgen um das verarbeitende Gewerbe waren aber nicht auf Asien beschränkt: In den USA belasteten der starke US-Dollar und die niedrigen Ölpreise die Aussichten für den verarbeitenden Sektor, die sich gegenüber den Aussichten für den Dienstleistungssektor abschwächten (Grafik 2 Mitte). Die Wachstumsaussichten verschlechterten sich generell in allen wichtigen Wirtschaftsregionen weiter (Grafik 2 rechts).

Vor diesem Hintergrund lösten enttäuschende Meldungen aus China gleich am ersten Handelstag des Jahres Marktturbulenzen aus. Weil ein stark beachteter Index für das verarbeitende Gewerbe auf eine neuerliche Schwäche des Sektors hindeutete, kam es an den Aktienmärkten sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften zu einer Verkaufswelle (Grafik 3 links). Während der Shanghai Composite Index in den ersten 2 Wochen des Jahres um über 15% nachgab, verloren die Aktienmärkte der wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften nahezu 10%. Allein in der ersten Woche wurde der Handel in China zweimal ausgesetzt, nachdem ein neuer Sicherheitsmechanismus den Aktienhandel wegen hoher

Aussichten für die Weltwirtschaft trüben sich ein

Grafik 2



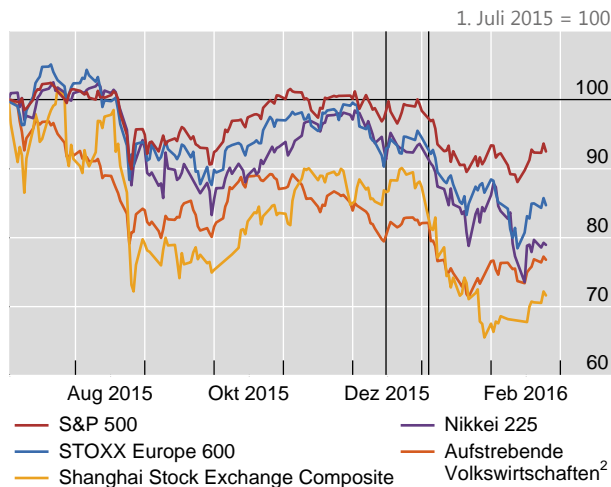
¹ Gewichteter Durchschnitt von Argentinien, Brasilien, Chile, Chinesisch-Taipeh, Hongkong SVR, Indonesien, Kolumbien, Korea, Malaysia, Mexiko, Peru, den Philippinen, Polen, Russland, Saudi-Arabien, Singapur, Südafrika, Thailand, der Tschechische Republik, der Türkei und Ungarn, aggregiert auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten. ² Einfacher Durchschnitt der Tageswerte innerhalb jedes Monats. ³ Einkaufsmanagerindizes (PMI) des Institute for Supply Management. Ein Wert über (unter) 50 bedeutet Expansion (Kontraktion) innerhalb des Wirtschaftssektors gegenüber dem Vormonat. Ein Wert von 50 bedeutet, dass sich Manager, die eine Zunahme bzw. einen Rückgang ihrer Geschäfte melden, die Waage halten. ⁴ Gewichteter Durchschnitt von Australien, Dänemark, Kanada, Norwegen, Schweden, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten.

Quellen: Bloomberg; Consensus Economics.

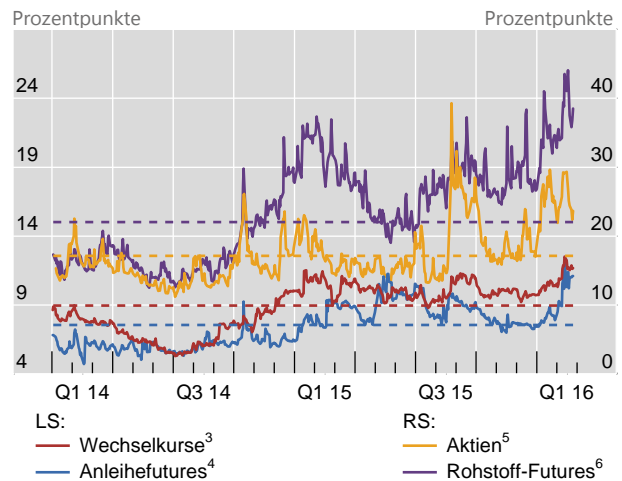
Sorgen um das Wachstum in aufstrebenden Volkswirtschaften lösen Marktturbulenzen aus

Grafik 3

Aktienkurse



Implizite Volatilität¹



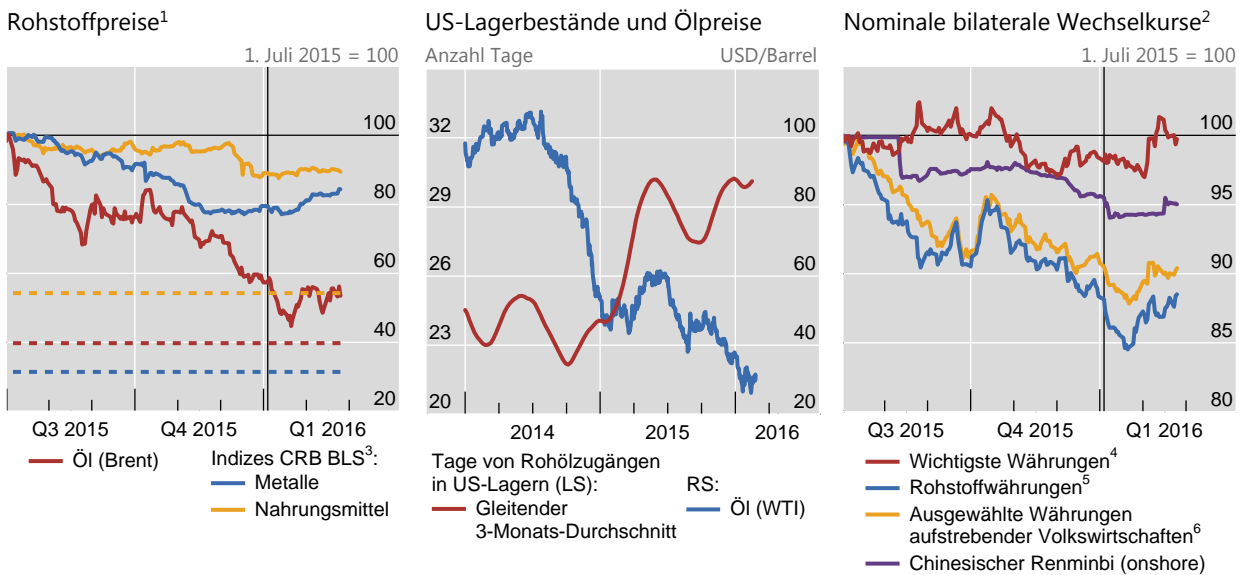
Vertikale Linien im linken Feld: 16. Dezember 2015 (FOMC-Sitzung) und 4. Januar 2016 (Veröffentlichung des chinesischen Caixin-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe).

¹ Gestrichelte horizontale Linien: einfacher Durchschnitt für jede Reihe impliziter Volatilitäten im Zeitraum 2012–15. ² Index MSCI Emerging Markets in US-Dollar. ³ Index JPMorgan VXY Global, ein umsatzgewichteter Index der impliziten Volatilität von 3-monatigen Optionen am Geld auf 23 Währungspaare mit USD. ⁴ Implizite Volatilität von Optionen am Geld auf langfristige Anleihefutures für Deutschland, Japan, die USA und das Vereinigte Königreich; gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten. ⁵ Implizite Volatilität der Aktienindizes S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 und Nikkei 225; gewichteter Durchschnitt basierend auf der Marktkapitalisierung. ⁶ Implizite Volatilität von Optionen am Geld auf Rohstoff-Futures (Erdöl, Gold und Kupfer); einfacher Durchschnitt.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

Kursverluste gestoppt hatte, was die Marktturbulenzen noch verstärkte. Die implizite Volatilität schnellte auf ein ähnlich hohes Niveau wie im August 2015 empor und lag damit deutlich über den niedrigen Werten der vorhergehenden drei Jahre (Grafik 3 rechts). Im Gegensatz zur damaligen kurzzeitigen Phase jedoch hielten die Turbulenzen Anfang 2016 mehrere Wochen lang an.

Wachsende Bedenken über die Aussichten für die Weltwirtschaft führten auch an den Rohstoffmärkten zu weiteren Kursverlusten. Die Aussicht auf eine schwächere Nachfrage und der Angebotsüberhang, der in den letzten 18 Monaten sichtbar geworden war, trafen die Rohölmärkte hart. Der Ölpreis setzte seine Talfahrt vom zweiten Halbjahr 2015 fort und verharnte einige Tage unter \$ 30 pro Barrel, bevor er wieder leicht über diese Marke stieg (Grafik 4 links). Der Preis für Brent-Öl notierte 70% unter dem von Mitte 2010 bis Mitte 2014 beobachteten durchschnittlichen nominalen Preis. In diesem Zeitraum erreichte der ausgedehnte Rohstoffpreisboom, der über eine Dekade umfasste, seinen Höhepunkt. Anfang 2016 lagen die Ölpreise sogar kaum über dem durchschnittlichen nominalen Preisniveau der 5 Jahre vor 2002, dem Jahr, in dem der Rohstoffpreisboom einsetzte. Basismetalle und Nahrungsmittel erwiesen sich als widerstandsfähiger – nicht zuletzt, weil die jeweiligen Indizes bereits vor den jüngsten Turbulenzen eingebrochen waren. Ihre nominalen Preise blieben deutlich über dem vor dem Höhepunkt des Booms beobachteten Niveau.



Vertikale Linie im linken und rechten Feld: 4. Januar 2016 (Veröffentlichung des chinesischen Caixin-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe).

¹ Gestrichelte horizontale Linien: einfacher Durchschnitt für den Zeitraum 1998–2002 für jeden Rohstoffindex. ² Abnahme = Abwertung der Landeswährung gegenüber dem US-Dollar. Einfacher Durchschnitt für die genannten Währungen (abgesehen vom chinesischen Renminbi). ³ Commodity Research Bureau – Bureau of Labor Statistics. ⁴ Pfund Sterling, Euro und Yen. ⁵ Australischer Dollar, chilenischer Peso, kanadischer Dollar, norwegische Krone und russischer Rubel. ⁶ Brasilianischer Real, indische Rupie, indonesische Rupiah, kolumbianischer Peso, koreanischer Won, malaysischer Ringgit, mexikanischer Peso, polnischer Zloty, südafrikanischer Rand, tschechische Krone, türkische Lira und ungarischer Forint.

Quellen: US Energy Information Administration; Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder.

Die hohe Schuldenlast der Produzenten (insbesondere US-Schieferölunternehmen) könnte den Preisverfall verschärft haben.² Durch tiefere Ölpreise verringert sich der Cashflow aus der laufenden Produktion und das Risiko von Illiquidität und möglicherweise von Zahlungsausfällen steigt. Unternehmen, die mit solchen Problemen konfrontiert waren, dürften die Fördermenge beibehalten oder sogar erhöht haben, um liquide zu bleiben und Schulden abzubauen, und trugen damit zu einem weiteren Preisrückgang bei. Diese Faktoren dürften am US-Markt eine Rolle gespielt haben, wo der Einbruch der Ölpreise mit einem stetigen Anstieg der Öllagerbestände einherging (Grafik 4 Mitte).

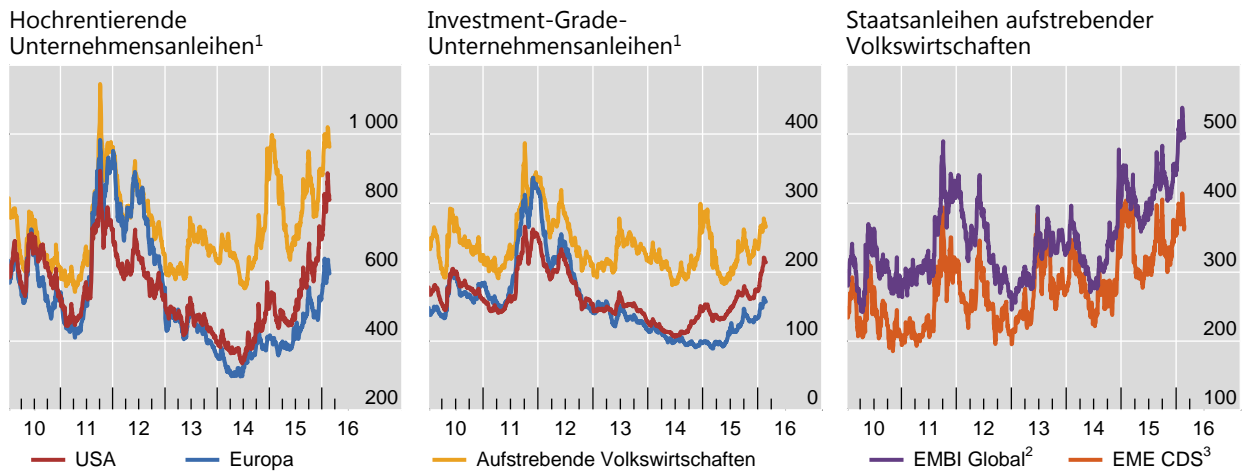
Weltweit wurden massenweise risikoreiche Vermögenswerte abgestoßen, und es kam zu einer allgemeinen Flucht in sichere Anlagen, was den US-Dollar stärkte. Die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften und rohstoffexportierender Länder verzeichneten neue Tiefstände, bevor sie sich Mitte Januar rund 3% unter dem Jahresendniveau wieder etwas stabilisierten (Grafik 4 rechts). Die Bedenken über eine Abwertung des Renminbi führten auch zu einem Anstieg der Volatilität an den Devisenmärkten. Am 11. Dezember 2015 gab die People’s Bank of China den Referenzwährungskorb des China Foreign Exchange Trade System (CFETS) bekannt und signalisierte damit die Abkehr vom US-Dollar als alleinigem Referenzwert. Von August 2015 bis Ende Januar 2016 wertete der Renminbi gegenüber dem US-Dollar

² Siehe D. Domanski, J. Kearns, M. Lombardi und H. S. Shin, „Oil and debt“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2015, und S. Dale, „New economics of oil“, Präsentation an der Society of Business Economists Annual Conference, London, 13. Oktober 2015.

Turbulenzen versetzen Kreditmärkte in Unruhe

Aufschläge, Basispunkte

Grafik 5



¹ Optionsbereinigte Aufschläge gegenüber US-Schatzanweisungen. ² Index EMBI Global von JPMorgan, bereinigter Aufschlag. ³ Index Emerging Markets CDX.EM, mittlerer Spread für aktuelle 5-jährige Credit-Default-Swaps.

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; JPMorgan Chase.

um 6% ab, blieb aber gegenüber dem CFETS-Währungskorb weitgehend stabil. Im selben Zeitraum gingen die Währungsreserven Chinas um mehr als \$ 300 Mrd. zurück – offensichtlich mit zunehmendem Tempo, was die Anleger beunruhigte. Erwartungen einer weiteren Abwertung dürften zu der Verkaufswelle am inländischen Aktienmarkt beigetragen haben, was wiederum den Druck auf den Renminbi noch verstärkte. Durch das Zusammenwirken tieferer Ölpreise und eines stärkeren US-Dollars gerieten viele aufstrebende Volkswirtschaften unter beträchtlichen Druck – dies zu einem Zeitpunkt, wo die Flut an weltweiter US-Dollar-Liquidität abzuebben scheint.³

Auch die weltweiten Kreditmärkte wurden von Turbulenzen erschüttert. Das Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre war mit einem Streben nach Rendite einhergegangen, was zu einer Lockerung der Kreditkonditionen geführt hatte, insbesondere für risikoreichere Schuldner. Mit der Ausdehnung der Marktturbulenzen kamen hochrentierende Unternehmensanleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften ungewöhnlich stark unter Druck, nachdem sich ihre Renditenaufschläge bereits seit Mitte 2014 stetig ausgeweitet hatten (Grafik 5 links). Die Ausweitung der Aufschläge war besonders stark für hochrentierende US-Unternehmensanleihen, die von der Underperformance der Energieunternehmen und Bedenken über einen Anstieg der Ausfallquoten belastet wurden (Kasten 1). Der Renditenaufschlag auf hochrentierende US-Unternehmensanleihen hat sich seit Mitte 2014 mehr als verdoppelt und erreicht inzwischen ähnlich hohe Spitzenwerte wie während der europäischen Staatsschuldenkrise 2011. Dagegen weiteten sich die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen in Europa weniger stark aus, wobei die Renditenaufschläge auf hochrentierende Unternehmensanleihen auf die Hälfte ihres Spitzenwerts von 2011

³ Siehe „Wichtigste Erkenntnisse zum weltweiten Finanzgeschäft“ in diesem *Quartalsbericht* und J. Caruana „Credit, commodities and currencies“, Vorlesung an der London School of Economics and Political Science, London, 5. Februar 2016.

stiegen. Das Auseinanderlaufen der Aufschläge auf Investment-Grade-Unternehmensanleihen zwischen den USA und Europa fiel mit dem Beginn des Ölpreisverfalls Mitte 2014 zusammen und war möglicherweise Ausdruck von Bedenken, der Ölsektor könnte andere Bereiche der US-Wirtschaft anstecken (Grafik 5 Mitte). Die Renditenaufschläge auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften weiteten sich in den ersten Wochen des Jahres 2016 ebenfalls aus und übertrafen die Spitzenwerte von 2011 deutlich (Grafik 5 rechts).

Die geldpolitischen Rahmenbedingungen waren in den einzelnen aufstrebenden Volkswirtschaften unterschiedlich und trugen dem Stellenwert der Rohstoffe, dem Wechselkurs und anderen preistreibenden Kräften Rechnung. Die Zentralbanken derjenigen aufstrebenden Länder Asiens und Europas, die unterm Strich vom Einbruch der Rohstoffpreise profitierten, beließen ihre Geldpolitik trotz einer beträchtlichen Abwertung ihrer Währung unverändert. Rohstoffexportierende Länder hingegen strafften ihre Geldpolitik oder signalisierten ihre Bereitschaft, die Zinsschraube anzuziehen, da die Währungsabwertung trotz nachlassender Wirtschaftsaktivität zu einem starken Inflationsdruck führte. Für die meisten Länder war der Spielraum für geldpolitische Impulse angesichts des weltweit herrschenden Drucks auf die Wechselkurse jedoch beschränkt.

Turbulenzen setzen sich fort, weil Banken in den Fokus der Märkte rücken

Auf die andauernden Finanzmarkturbulenzen folgte vor dem Hintergrund eines sich verschlechternden globalen Wirtschaftsumfelds eine zweite turbulente Phase, in der sich die Märkte gezielt mit der Möglichkeit befassten, dass die Zentralbanken die Zinsen weiter in den negativen Bereich drücken und damit die anhaltende Schwäche der Rentabilität von Banken verstärken könnten.

Da die Turbulenzen die Finanzmärkte in den aufstrebenden und fortgeschrittenen Volkswirtschaften erfassten, wurde eine Flucht in sichere Anlagen ausgelöst, die zu einer Abflachung der Renditenstrukturkurven an den wichtigsten Anleihemärkten beitrug. Von Ende 2015 bis Ende Januar ging die Differenz zwischen der Rendite der 10-jährigen US-Schatzanweisung und der Rendite des 3-monatigen US-Schatzwechsels um mehr als 50 Basispunkte zurück (Grafik 6 links), und die entsprechende Differenz bei den deutschen Bundesanleihen verengte sich um nahezu 40 Basispunkte. In der Vergangenheit sind ein Abflachen der Renditenstrukturkurven und sich ausweitende Renditenaufschläge oft Vorboten einer Konjunkturabkühlung gewesen (Kasten 1).

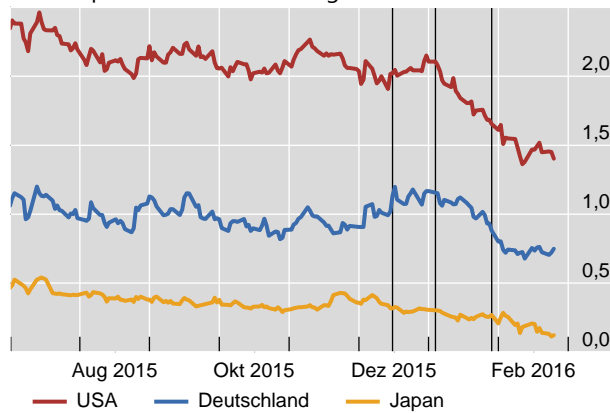
Diese Entwicklungen ließen bei den Marktteilnehmern Zweifel hinsichtlich des positiven Ausblicks für die US-Wirtschaft aufkommen, mit dem die Federal Reserve ihre Leitzinserhöhung im Dezember begründet hatte. Die internationale Konjunkturschwäche, ein starker Dollar und sich ausweitende Renditenaufschläge drohten die Erholung zu ersticken. In diesem neuen Kontext gingen die Markterwartungen hinsichtlich zukünftiger Zinserhöhungen so stark zurück, dass sie nicht mehr der Prognose von drei bis vier Zinsanhebungen im Jahr 2016 entsprachen, die sich aus den von den FOMC-Mitgliedern vorgenommenen Einschätzungen der geldpolitischen Ausrichtung ableiten ließ (Grafik 1 rechts). Bis Anfang Februar war die Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung im März von 50% auf nahe null gefallen, und selbst eine Anhebung im Juni wurde inzwischen als unwahrscheinlich erachtet. Die

Turbulenzen lösen Flucht in sichere Anlagen aus

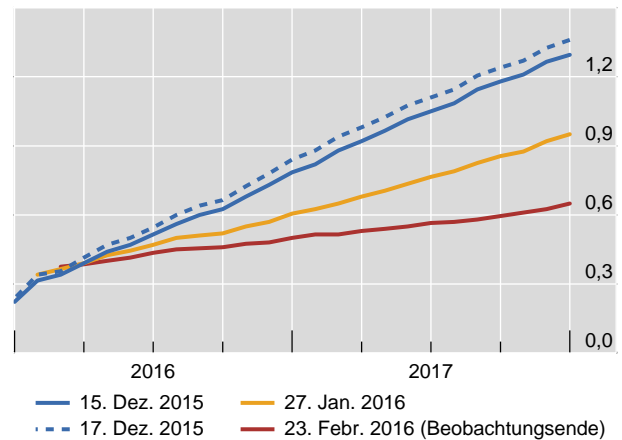
Prozent

Grafik 6

Laufzeitprämien an den wichtigsten Anleihemärkten¹



Forward-Zinskurven in den USA²



Vertikale Linien im linken Feld: 16. Dezember 2015 (FOMC-Sitzung), 4. Januar 2016 (Veröffentlichung des chinesischen Caixin-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe) und 29. Januar 2016 (Ankündigung negativer Zinsen auf Reserven durch die Bank of Japan).

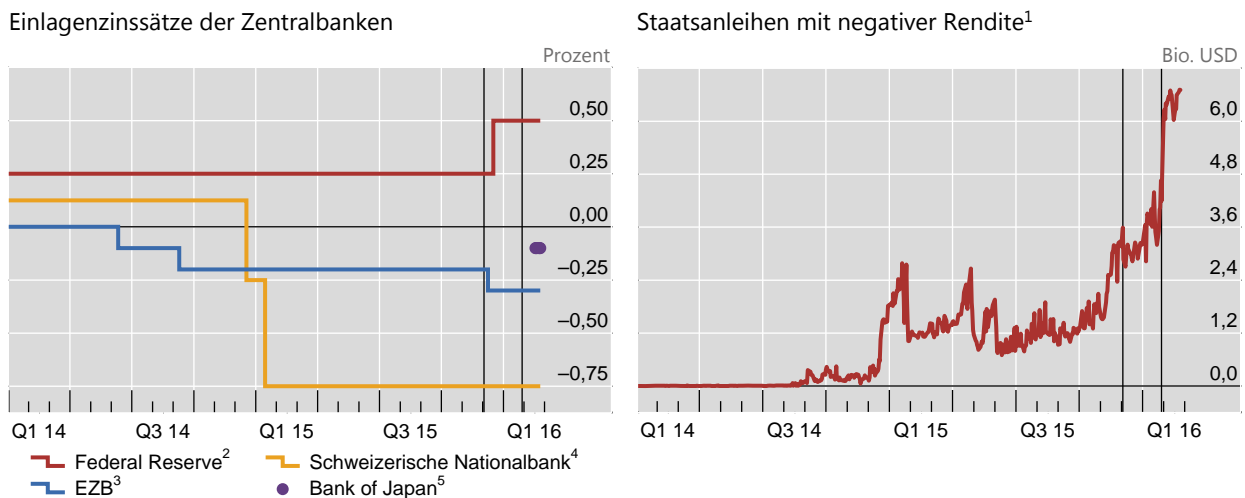
¹ Definiert als Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger und der Rendite 3-monatiger Staatsanleihen. ² 30-tägige Futures auf den US-Tagesgeldsatz.

Quelle: Bloomberg.

Turbulenzen veranlassten die Märkte, eine sehr langsame Straffung der Geldpolitik einzupreisen. Im Gegensatz zu den Erwartungen zum Zeitpunkt der Zinserhöhung im Dezember gingen die Märkte Ende Januar davon aus, dass der Tagesgeldsatz bis Ende 2017 unter 1% bleiben würde. Im Februar wurde sogar mit einer noch behutsameren Straffung gerechnet (Grafik 6 rechts).

Die geldpolitischen Entscheidungsträger in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften reagierten auf diese Entwicklungen mit Maßnahmen, die als Zeichen für eine weitere geldpolitische Lockerung gedeutet wurden. An seiner Sitzung vom Januar ging der FOMC auf die Turbulenzen an den Finanzmärkten weltweit und mögliche Auswirkungen auf die US-Wirtschaft ein, signalisierte aber keine Änderung der früheren Forward Guidance. Am 28. Januar jedoch nahmen die Märkte die von der Federal Reserve veröffentlichten Richtlinien für den Bankstresstest im Jahr 2016 zur Kenntnis, in denen die Banken aufgefordert wurden, im Rahmen eines „äußerst negativen Szenarios“ die möglichen Auswirkungen negativer Zinsen auf US-Schatzwechsel zu berücksichtigen. In der Woche davor hatte die EZB ihren geldpolitischen Kurs zwar bestätigt, aber eine Überprüfung im März angekündigt, sodass die Märkte eine weitere Lockerung für wahrscheinlicher hielten. Am 29. Januar überraschte die Bank of Japan (BoJ) die Märkte, indem sie negative Zinsen auf die Überschussreserven und auf die von den Finanzinstituten im Rahmen des Programms der quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung (QQE) und des Programms zur Förderung der Kreditvergabe angehäuften Guthaben einführte. Damit folgte die BoJ dem Beispiel der EZB und der Schweizerischen Nationalbank, Bankreserven mit negativen Zinsen zu belegen (Grafik 7 links).⁴

⁴ Insgesamt senkten fünf Zentralbanken ihre Leitzinsen unter die Marke von null, die traditionell als Untergrenze für nominale Zinssätze gilt: die Danmarks Nationalbank, die EZB, die Sveriges Riksbank,



Vertikale Linien: 3. Dezember 2015 (EZB senkt Zinssatz für die Einlagefazilität auf -0,3%) und 29. Januar 2016 (Ankündigung negativer Zinsen auf Reserven durch die Bank of Japan).

¹ Analyse basierend auf den Komponenten des Index World Sovereign der Bank of America Merrill Lynch per 8. Februar 2016. ² Zinssatz auf Überschussreserven bei der Federal Reserve. ³ Zinssatz auf die Einlagefazilität der EZB. ⁴ Zinssatz auf Sichteinlagen bei der Schweizerischen Nationalbank. ⁵ Zinssatz auf die dritte Klasse von Überschussreserven bei der Bank of Japan.

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

Der Beschluss der BoJ hatte ungewöhnlich starke Auswirkungen auf die Finanzmärkte. Die Renditen japanischer Staatsanleihen fielen über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg auf ein Rekordtief. Alle Laufzeiten bis zu 10 Jahren wiesen negative Renditen auf. Nach einer flüchtigen Erholung am japanischen Aktienmarkt und einer kurzzeitigen Abwertung des Yen brachen schließlich die Aktienkurse japanischer Banken ein – dies obwohl die Maßnahme der BoJ die unmittelbaren Auswirkungen auf die Rentabilität von Banken minimieren sollte.

Während die Märkte die Auswirkungen negativer Leitzinsen in Japan verarbeiteten, schienen sie generell weitere Lockerungsmaßnahmen einzupreisen. Innerhalb weniger Tage stieg der Umfang von Staatsanleihen mit negativen Renditen von \$ 4 Bio. auf mehr als \$ 6,5 Bio. (Grafik 7 rechts). Anfang Februar 2016 wurde fast ein Viertel des ausstehenden Bestands an Staatsanleihen gemäß Staatsanleihenindex von Merrill Lynch zu negativen Renditen gehandelt. Bei japanischen Staatsanleihen lag dieser Anteil bei über 60%.

Als sich der Umfang von Anleihen mit negativen Renditen ausdehnte, wurden sich die Märkte zunehmend der neuen Zwänge und Zielkonflikte bewusst, die die geldpolitischen Optionen einschränken könnten. Einigen Berichten zufolge stieg der Bestand der auf Euro lautenden Schuldtitel, deren Rendite unter dem Einlagenzinssatz der EZB (derzeit bei -0,3%) lag, nach der geldpolitischen Sitzung der EZB vom 21. Januar um ein Drittel. Gemäß den Vorschriften des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten der EZB sind solche Wertpapiere für künftige Ankäufe durch die EZB nicht zulässig. Sollte die Palette der zulässigen Wertpapiere aufgrund der Preisdynamik noch weiter schrumpfen, würde das Programm zum Ankauf von

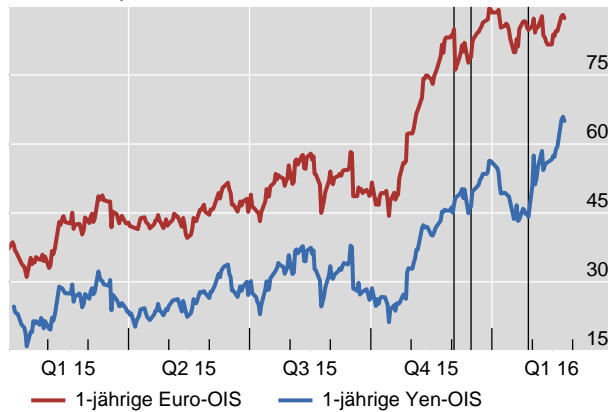
die Schweizerische Nationalbank und die BoJ. Eine ausführliche Erörterung der Umsetzung negativer Leitzinsen findet sich in M. Bech und A. Malkhozov, „How have central banks implemented negative policy rates?“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2016.

Große Schwankungen der erwarteten geldpolitischen Divergenz

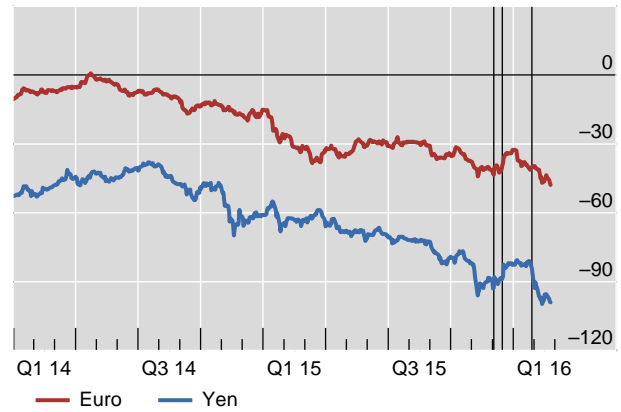
Basispunkte

Grafik 8

Spread gegenüber 1-jährigen US-Dollar-Overnight-Index-Swaps (OIS)¹



Spreads auf Cross-Currency-Basiswaps²



Vertikale Linien: 3. Dezember 2015 (EZB senkt Zinssatz für die Einlagefazilität auf -0,3%), 16. Januar (FOMC-Sitzung) und 29. Januar 2016 (Ankündigung negativer Zinsen auf Reserven durch die Bank of Japan).

¹ Differenz zwischen 1-jährigen US-Dollar-OIS und 1-jährigen Euro-OIS bzw. 1-jährigen Yen-OIS. ² Spreads für 5-jährige Basiswaps gegenüber dem US-Dollar.

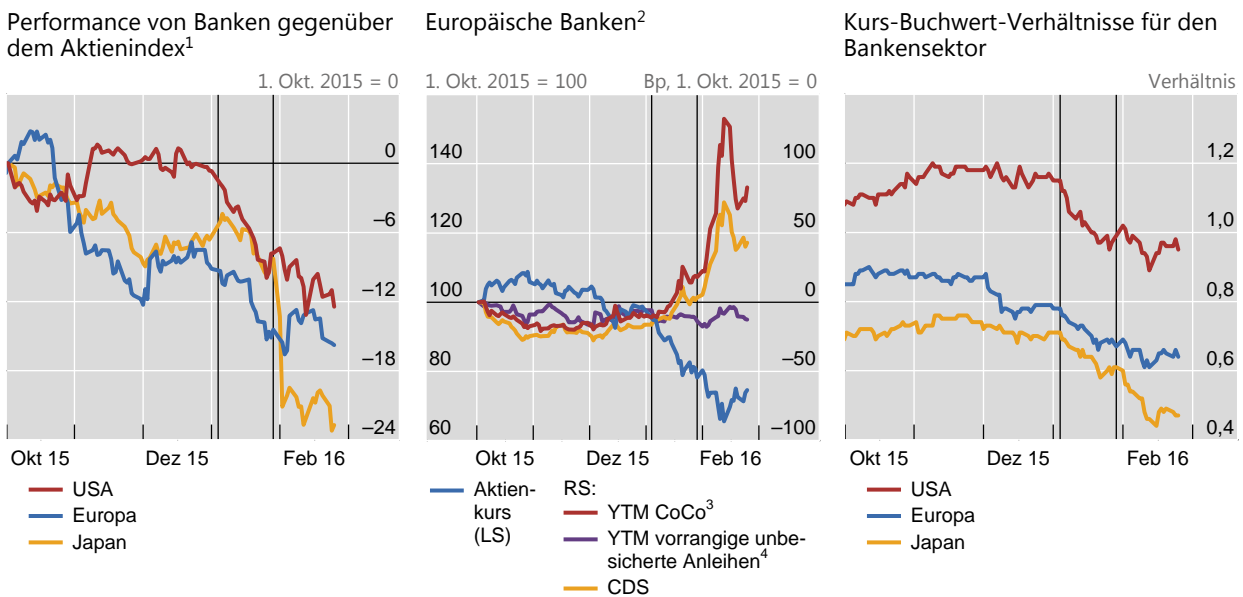
Quelle: Bloomberg.

Vermögenswerten an Reichweite verlieren, es sei denn, der Einlagenzinssatz würde noch weiter in den negativen Bereich gedrückt, wodurch wiederum die künftige Nettozinsmarge der Banken im Euro-Raum – so die allgemeine Meinung – möglicherweise geschmälert würde.

Diese Entwicklungen führten dazu, dass das Ausmaß der geldpolitischen Divergenz zwischen den G3-Volkswirtschaften, mit der die Märkte künftig rechneten, stark schwankte. Mit einer einfachen Messgröße werden die über den Zeitraum von einem Jahr erwarteten durchschnittlichen Tagesgeldsätze in den USA mit den entsprechenden Durchschnittswerten für den Euro-Raum und Japan verglichen (Grafik 8 links). Diese Messgröße für die geldpolitische Divergenz stieg Ende 2015 im Vorfeld der Zinsanhebung in den USA und nahm im Januar, als die Märkte die Erwartungen an das Tempo der geldpolitischen Straffung zurückgeschraubt hatten, ab. Mit der Einführung negativer Zinsen durch die BoJ wurde die erwartete Divergenz gegenüber den USA jedoch wieder größer. Die Spreads auf Cross-Currency-Basiswaps weiteten sich im Falle des Yen um rund 15 Basispunkte und im Falle des Euro um 8 Basispunkte gegenüber dem US-Dollar aus, was mehr oder weniger der geldpolitischen Divergenz in den wichtigsten Währungsräumen entspricht (Grafik 8 rechts).⁵

Angesichts der Turbulenzen an den Finanzmärkten und der sich verschlechternden Aussichten für die Weltwirtschaft gerieten auch die Aktien und Anleihen von großen internationalen Banken unter Druck. Europäische Bankaktien hatten bereits seit Mitte 2015 hinter dem breiter gefassten Markt zurückgelegen, doch der Rückstand wurde 2016 größer (Grafik 9 links). Auch US-Banken lagen seit Anfang Januar

⁵ Zu den Erfolgen bei der Wiederherstellung der Finanzkraft und zu den Herausforderungen, mit denen sich Banken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften konfrontiert sehen, siehe „Alte und neue Risiken im Finanzsektor“, 85. Jahresbericht, Juni 2015.



Vertikale Linien: 4. Januar 2016 (Veröffentlichung des chinesischen Caixin-Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe) und 29. Januar 2016 (Ankündigung negativer Zinsen auf Reserven durch die Bank of Japan).

¹ Berechnet als Differenz zwischen den von Datastream für jede Region erstellten Banken-Subindizes abzüglich des STOXX Europe 600 für Europa, des Nikkei 225 für Japan und des S&P 500 für die USA. ² Einfacher Durchschnitt von Barclays, Banco Santander, BBVA, Crédit Agricole, Credit Suisse, Deutsche Bank, Intesa Sanpaolo, Société Générale, UBS und UniCredit (je nach Datenverfügbarkeit). ³ Rendite bis zur Fälligkeit (YTM); basierend auf ewigen bedingten Wandelanleihen (CoCo-Bonds). ⁴ Rendite bis zur Fälligkeit vorrangiger unbesicherter Anleihen, deren Währung und Restlaufzeit so weit wie möglich den CoCo-Bonds entsprechen.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Markit; Berechnungen der BIZ.

10% hinter dem S&P 500 Index zurück, und japanische Banken verloren nach dem Beschluss der BoJ sogar 15% gegenüber dem Nikkei.

Bei den europäischen Banken kam es nicht nur zu Aktienkursverlusten und einer Ausweitung der Spreads für Credit-Default-Swaps (CDS), sondern auch zu einem Einbruch am Markt für bedingte Wandelanleihen (CoCo-Bonds; Grafik 9 Mitte). Die geringfügigen Auswirkungen auf die Aufschläge bei vorrangigen Bankschuldtiteln lassen vermuten, dass nicht die Größe oder Qualität der Kapitalpolster im Vordergrund stand – auch nicht, als sich die CDS-Spreads ausweiteten. Doch die Möglichkeit, dass europäische Banken gezwungen sein könnten, Dividendenausschüttungen und Zahlungen von CoCo-Kupons auszusetzen, löste eine Dynamik aus, die den Einbruch der Bankenbewertungen in sämtlichen Anlagekategorien verstärkte (Kasten 2).

Dies veranlasste die Marktteilnehmer, sich auf die Rentabilität von Banken zu konzentrieren. Die Zweifel, die die Märkte insbesondere in Bezug auf die Aussichten europäischer und japanischer Banken hegen, zeigten sich längst in dem Ausmaß, in dem die Aktien dieser Banken unter ihrem Buchwert gehandelt wurden (Grafik 9 rechts). Die Kurs-Buchwert-Verhältnisse gingen während der Turbulenzen weiter zurück, doch der bisherige Abstand der europäischen und der japanischen Banken zu ihrer US-Konkurrenz blieb bestehen. Die Zurückhaltung der Banken, negative Zinsen an die Anleger weiterzugeben, trug zur allmählichen Erosion des Nettozinsersatzs bei

(Kasten 2).⁶ Gleichzeitig sahen sich die Marktteilnehmer aufgrund von Bedenken über die künftigen Erträge der Banken dazu veranlasst, die wahrscheinlichen Auswirkungen einer längeren Phase negativer Zinsen auf die Rentabilität von Banken besonders zu berücksichtigen.

Grund für die Turbulenzen der letzten Monate war teilweise auch der sich verstärkende Eindruck an den Finanzmärkten, dass den Zentralbanken effektive geldpolitische Optionen ausgehen könnten. Die Märkte verschoben ihre Erwartungen an die Fed, die schrittweise Normalisierung fortzusetzen, weiter in die Zukunft. Und als die BoJ und die EZB ihre Bereitschaft signalisierten, ihre Geldpolitik weiter zu lockern, stiegen an den Märkten die Bedenken über die unbeabsichtigten Folgen negativer Leitzinsen. Unterdessen fiel das Wachstum weiterhin enttäuschend aus und die Inflation lag hartnäckig unter den Zielwerten. Die Märkte blickten offensichtlich zunehmend skeptisch auf das Sicherheitsnetz, von dem die Bewertungen von Vermögenswerten jahrelang profitiert hatten. Da die Zentralbanken nach der Krise für andere politische Akteure in die Bresche sprangen und mehr und mehr aufgebürdet bekamen, gestaltet sich ihre Aufgabe zunehmend schwierig.

⁶ Zu ähnlichen Störungen an den Märkten für festverzinsliche Derivate siehe S. Sundaresan und V. Sushko, „Jüngste Störungen an den Märkten für festverzinsliche Derivate“ im Kasten am Schluss des Kapitels „Angespannte Ruhe vor Anhebung der US-Leitzinsen“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2015.

Spannungen an den Märkten für hochverzinsliche Anleihen

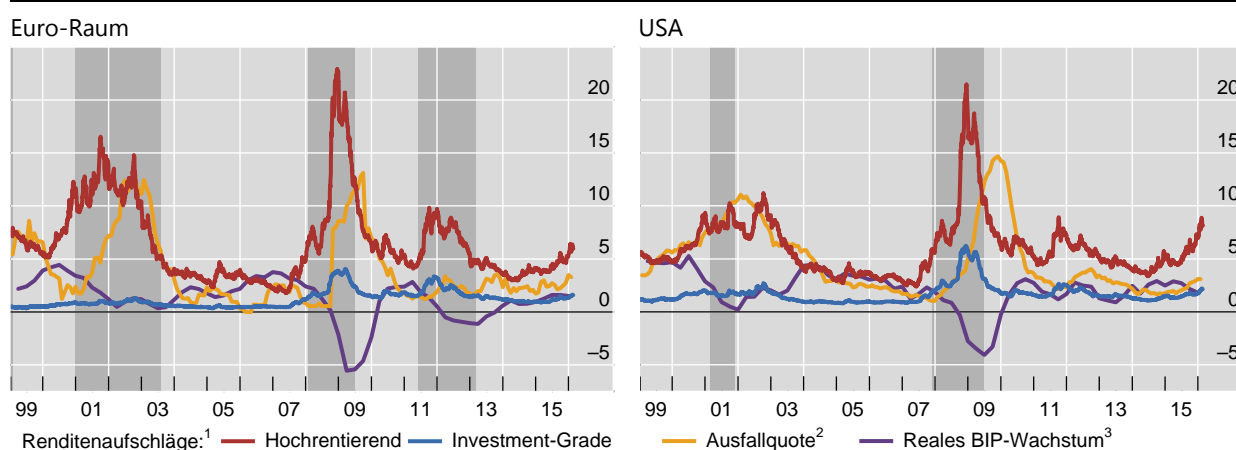
Ben Cohen und Gianpaolo Parise

An den Märkten für hochrentierende Schuldtitel waren im Jahr 2015 erhebliche Spannungen zu verzeichnen. Der BofA Merrill Lynch US High Yield Index gab um 4,6% nach, und die Renditenaufschläge auf Hochzinsanleihen stiegen in Europa auf über 5% und in den USA auf über 7% (Grafik A). Ende 2015 erschütterten Marktturbulenzen eine Reihe spezialisierter Investmentfonds, die sich angesichts umfangreicher Tilgungen seitens der Anleger gezwungen sahen, in einem Umfeld einbrechender Preise illiquide Aktiva abzustoßen. In der zweiten Dezemberwoche setzte der Third Avenue Focused Credit Fund die Ausführung von Verkaufsordern seiner Investoren aus und kündigte eine geordnete Liquidierung seines gesamten Fondsportfolios innerhalb von einem Jahr an. In den nachfolgenden Tagen setzten auch andere auf hochverzinsliche Anleihen spezialisierte Fonds, u.a. von Sunlion Capital Partners, Lucidus Capital Partners und Whitebox Advisors, Rückzahlungen aus oder teilten Pläne zur Auflösung ihrer Hochzinsportfolios mit.

Renditenaufschläge weiten sich trotz kontinuierlichen Wachstums aus

Prozent

Grafik A



Die schattierten Bereiche zeigen Rezessionsphasen gemäß Definition der OECD (Euro-Raum) bzw. des NBER (USA) an.

¹ Optionsbereinigte Aufschläge auf einen Index für Anleihen von Finanzinstituten und Nichtfinanzunternehmen in Landeswährung.

² Ausfallquote von Titeln unterhalb Investment-Grade-Qualität in den letzten 12 Monaten (nach Emittenten gewichtet). ³ Auf Jahr hochgerechnete Wachstumsrate des realen Quartals-BIP.

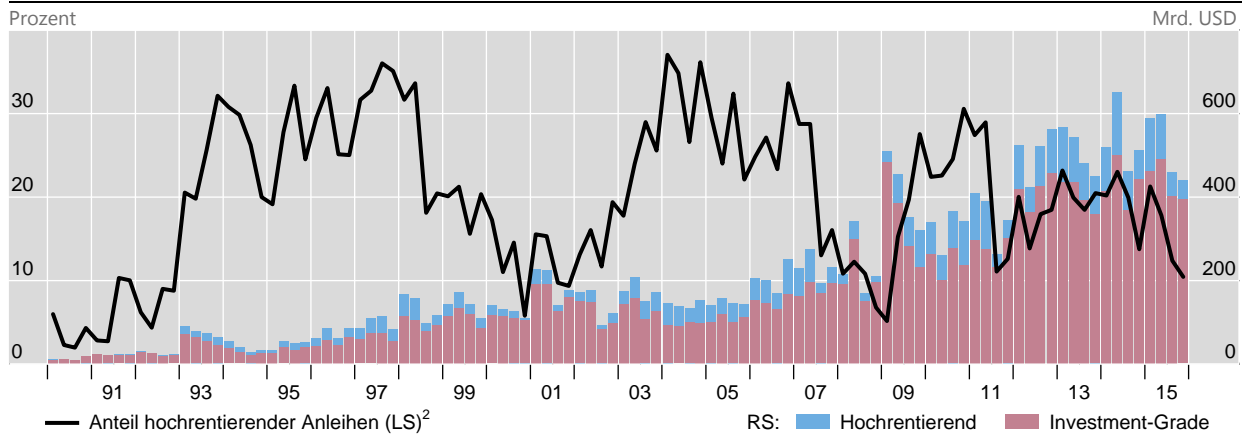
Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Moody's; Angaben der einzelnen Länder.

Als sich die Spannungen auf der Nachfrageseite des Marktes manifestierten, verlangsamte sich der Absatz neuer hochverzinslicher Wertpapiere. Während die Emission von Unternehmensanleihen robust blieb, schrumpfte der Absatz im Hochzinssegment, vor allem in der zweiten Jahreshälfte. Die Emission hochverzinslicher Anleihen war von nur \$ 98 Mrd. im Jahr 2008 auf über \$ 400 Mrd. pro Jahr im Zeitraum 2013/14 gestiegen, um dann 2015 wieder auf \$ 334 Mrd. abzusacken (Grafik B).

Hauptursache für die Spannungen am Markt für hochrentierende Schuldtitel waren die anhaltenden Turbulenzen im Energiesektor. Der Index für Hochzinsanleihen aus dem Energiesektor von Merrill Lynch (HY Energy) brach 2015 ein und schnitt schlechter ab als die entsprechenden Indizes für US-Unternehmensanleihen (US Corporate High Yield) und für Anleihen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften (Emerging Markets High Yield). In vergangenen Krisen wurden zwar auch erhebliche Verluste im Hochzinssegment verzeichnet, doch die Turbulenzen im Energiesektor sind ein Phänomen, das speziell die jüngste Krisenphase betrifft (Grafik C). Die vermehrte Zahl von Ausfällen gegen Ende 2015 könnte allerdings ein Indiz dafür sein, dass allgemeinere Anfälligkeiten eine Rolle spielen könnten (Grafik C rechts).

Absatz von Hochzinsanleihen schwächt sich ab¹

Grafik B



¹ Bruttoabsatz von Anleihen von Nichtfinanzunternehmen. ² Anteil hochrentierender Anleihen am gesamten Absatz von Unternehmensanleihen.

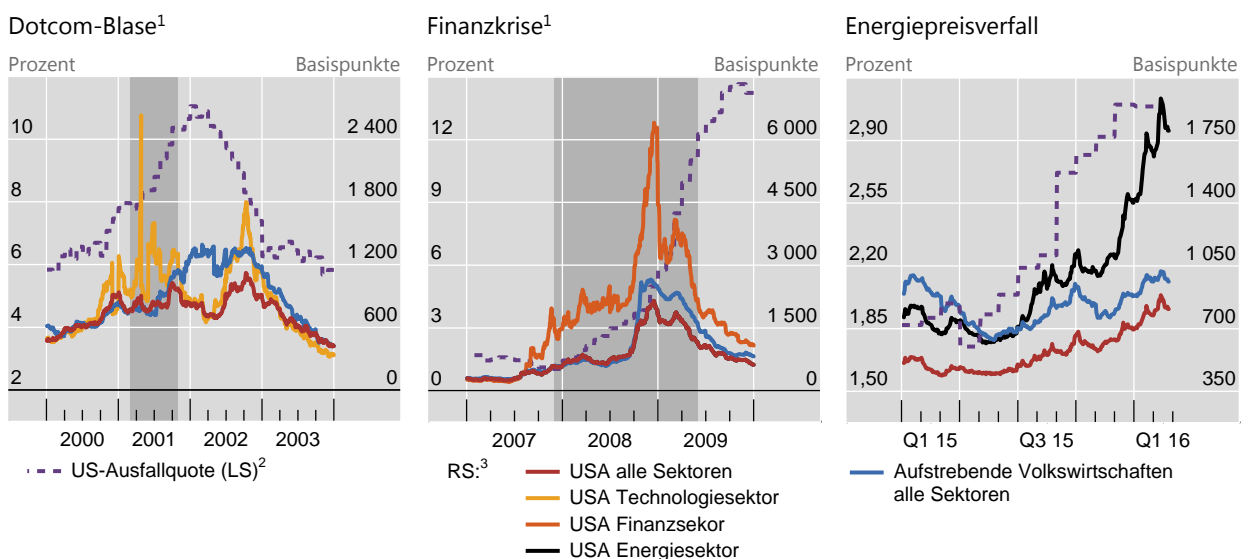
Quellen: Dealogic; Berechnungen der BIZ.

Eine mögliche Interpretation der jüngsten Ereignisse ist, dass es sich bei der ungeordneten Flucht aus dem Hochzinssegment um eine isolierte, auf die Schwäche der US-Ölindustrie zurückzuführende Entwicklung handelt. Einer anderen Auslegung zufolge ist sie ein Anzeichen für weitreichendere Anfälligkeiten. Die jüngsten Erfahrungen lassen vermuten, dass steile Anstiege der Renditenaufschläge ein Frühindikator für Rezessionen sind, was auch durch wissenschaftliche Untersuchungen untermauert wird.^① Dies gilt selbst dann, wenn die Spreadausweitung anfangs auf sektorspezifische Probleme zurückzuführen ist: So begannen die Renditenaufschläge auf Hochzinsanleihen des Technologiesektors Anfang 2000 zu steigen, kurz bevor die Dotcom-Blase platzte (Grafik C links). Auch die

Unterschiedliche Entwicklung der Indizes hochrentierender Anleihen in drei Zeiträumen

Basispunkte

Grafik C



¹ Schattierte Bereiche = Rezessionsphasen gemäß Definition NBER. ² Ausfallquote von Titeln unterhalb Investment-Grade-Qualität in den letzten 12 Monaten (nach Emittenten gewichtet). ³ Optionsbereinigte Aufschläge auf einen Index von nicht staatlichen Schuldtiteln.

Quellen: National Bureau of Economic Research; Bank of America Merrill Lynch; Moody's.

entsprechenden Spreads im Finanzsektor zogen 2007 im Vorfeld der Großen Finanzkrise an (Grafik C Mitte). Die Renditenaufschläge auf andere risikoreiche Wertpapiere fingen in beiden Fällen erst an, sich auszuweiten, als sich auch die Gesamtkonjunktur verlangsamte. Was die jüngste Krisenphase betrifft, so haben sich die Renditenaufschläge im Energiesektor seit dem zweiten Quartal 2015 drastisch erhöht, während sich die Renditenaufschläge auf andere Papiere, etwa auf Unternehmensanleihen aus den aufstrebenden Volkswirtschaften, viel langsamer ausgeweitet haben (Grafik C rechts).

① A. Estrella und G. Hardouvelis, „The term structure as a predictor of real economic activity“, *Journal of Finance*, Vol. 46, 1991, S. 555–576; A. Estrella und F. Mishkin, „Predicting US recessions: financial variables as leading indicators“, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 80, 1998, S. 45–61; J. Faust, S. Gilchrist, J. Wright und E. Zakrajsek, „Credit spreads as predictors of real-time economic activity: a Bayesian model-averaging approach“, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, Nr. 5, 2013.

Anleger stoßen europäische Bankaktien ab

Michael Chui

Die Wertpapiere europäischer Banken gerieten in den ersten Wochen des Jahres 2016 besonders stark unter Druck. Der Index STOXX Europe 600 ist seit Jahresbeginn um 23% eingebrochen, und auch die Spreads auf CDS und CoCo-Bonds sind stark gestiegen (Grafik 9 Mitte). Die Anleger scheinen Zweifel hinsichtlich der Aussichten des Bankensektors zu hegen, insbesondere was die Ertragsentwicklung betrifft. Zusätzlich sind die Kursrückgänge durch die Dynamik an den Märkten verschärft worden.

Die Bedenken der Anleger über die Solidität der Banken haben mehrere Gründe: Einige große Banken meldeten für das Schlussquartal 2015 größere Verluste oder schwache Gewinne (Grafik D links). Außerdem führen einige Banken noch immer Altlasten an notleidenden Krediten in ihren Bilanzen und sind dadurch in ihrer Handlungsfähigkeit eingeschränkt (Grafik D Mitte). Hinzu kommen neue Unsicherheiten hinsichtlich des Umfangs der direkten und indirekten Engagements im Energiesektor.

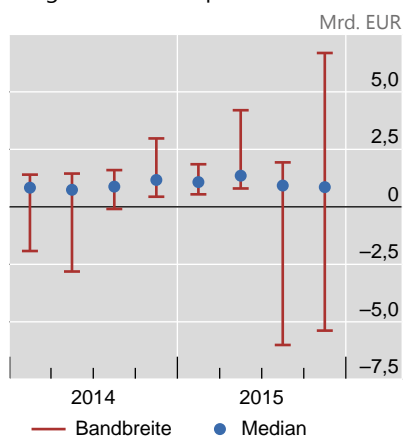
Die Bedenken im Zusammenhang mit den Gewinnaussichten werden durch die Erwartung verschärft, dass die negativen Leitzinsen und das außerordentlich niedrige Zinsniveau entlang der gesamten Renditenstrukturkurve wohl länger anhalten als ursprünglich angenommen. Aufgrund der Zurückhaltung der Banken, die Negativzinsen an die Einleger weiterzugeben, sind ihre Zinsmargen geschrumpft (Grafik D rechts). Die Banken scheinen die operationellen Herausforderungen bislang recht erfolgreich bewältigt zu haben; sollten die Zinssätze jedoch weiter sinken und längere Zeit negativ bleiben, gibt dies nur begrenzt Anlass zu Optimismus.

Verstärkt wurden die Kursbewegungen bei Banktiteln durch die Marktdynamik, die sich durch Wechselwirkungen zwischen CoCo-Bonds, Aktien und CDS ergab. In Europa könnte die Tatsache, dass bei Bankenabwicklungen in letzter Zeit auch nachrangige Gläubiger zur Kasse gebeten wurden, und die Klarstellung, dass bei Entscheidungen über die Zulässigkeit von Kuponzahlungen auf CoCo-Bonds auch die Anforderungen für das Ergänzungskapital zu

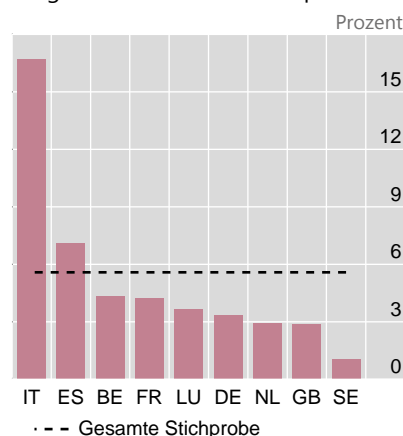
Probleme im europäischen Bankensektor

Grafik D

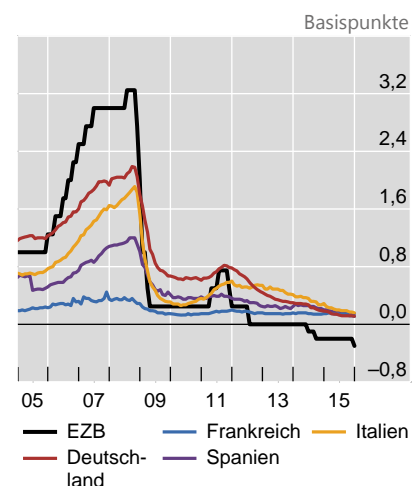
Vierteljährlicher Nettoertrag ausgewählter europäischer G-SIB¹



Anteil notleidender Kredite in ausgewählten Ländern Europas²



Tagesgeldsätze³



BE = Belgien; DE = Deutschland; ES = Spanien; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; IT = Italien; LU = Luxemburg, NL = Niederlande; SE = Schweden.

¹ Global systemrelevante Banken, nämlich BNP Paribas, Deutsche Bank, Credit Suisse, Groupe Crédit Agricole, HSBC, ING Bank, Nordea, Santander, Société Générale und UBS. ² Auf Basis von Daten aus der EU-weiten Transparenzstudie 2015 der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde; Verhältnis der notleidenden Kredite zum Gesamtkreditvolumen per Juni 2015. ³ EZB: Satz der Einlagefazilität; einzelne Länder: Zinssatz für Tageseinlagen von Nichtfinanzunternehmen und privaten Haushalten im Neugeschäft.

Quellen: Europäische Bankenaufsichtsbehörde; EZB; Thomson Reuters Eikon.

berücksichtigen sind, das Augenmerk der Anleger auf potenzielle Unsicherheitsquellen gelenkt haben.^① Insbesondere Bedenken, dass es angesichts großer Verluste tatsächlich zu einer Aussetzung von Kuponzahlungen auf CoCo-Bonds kommen könnte, haben die Bewertungen dieser Instrumente unter Druck gesetzt. Käme es wirklich zu einer solchen Kuponaussetzung, wäre das ein Präzedenzfall für diese neue Vermögenskategorie. Diese Aussicht dürfte die Halter von CoCo-Bonds bewogen haben, Absicherungsgeschäfte zu tätigen und Short-Positionen auf Bankaktien einzugehen bzw. Ausfallschutz zu erwerben, um einen weiteren Rückgang der CoCo-Preise abzusichern. Dadurch kam es zu einem starken Gleichlauf der Preise dieser Instrumente. Angesichts der angeschlagenen Position der CoCo-Investoren und der schwachen Aktienkurse stellte sich darüber hinaus die Frage, ob die Banken überhaupt in der Lage wären, sich in Zukunft bei Bedarf Kapital an den Märkten zu beschaffen.

^① Siehe Europäische Bankenaufsichtsbehörde, „Opinion of the European Banking Authority on the interaction of Pillar 1, Pillar 2 and combined buffer requirements and restrictions on distributions“, 16. Dezember 2015.