

Überblick: Anpassung der Märkte an schwächere Konjunktur

Im Zeitraum von Ende Mai bis gegen Ende August 2008 kam es an den Finanzmärkten weltweit zu einer Anpassung an zunehmende Hinweise für einen auf breiter Basis eintretenden Konjunkturrückgang. Während die Märkte nach wie vor Anzeichen von Instabilität aufwiesen, gewannen die Besorgnis hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Aussichten und damit verbundene Unsicherheiten an Gewicht und drückten die Bewertungen verschiedenster Anlagekategorien.

Die Kreditmärkte gerieten im Berichtszeitraum erneut unter Druck; angesichts der Implikationen der aktuellen zyklischen Korrektur für die Verlusterwartungen und die Bilanzen im Finanzsektor weiteten sich die Kreditrisikoaufschläge aus. Dies geschah trotz rückläufiger Öl- und Rohstoffpreise, staatlicher Massnahmen zur Stützung des Wohnimmobilienmarktes in den USA und anhaltender Rekapitalisierungsbemühungen von Banken und anderen Finanzunternehmen. Ähnliche Sorgen beeinflussten auch die Aktienmärkte; in den Bewertungen schlugen sich enttäuschende Gewinndaten, u.a. im Finanzsektor und in anderen zyklischen Sektoren, nieder. In diesem Umfeld hielt der Druck an den Interbankgeldmärkten an und führte zu weiteren Massnahmen von Zentralbanken, um ihre Liquiditätsfazilitäten noch effektiver zu gestalten.

Vor dem Hintergrund der Entwicklung der Öl- und Rohstoffpreise veränderten sich auch die Erwartungen der Märkte in Bezug auf das Preisniveau und die Geldpolitik; daraufhin preisten die Renditen auf Staatsanleihen schwächere kurzfristige Wachstumsaussichten und die Möglichkeit höherer langfristiger Inflationsraten ein. Getrieben von Inflations Sorgen und sich verschlechternden Bedingungen für Auslandsfinanzierungen kamen die Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften ebenfalls unter Druck, bis rückläufige Öl- und Rohstoffpreise vorübergehend eine Erholung zu bewirken schienen. Als die schwächeren wirtschaftlichen Rahmenbedingungen damit deutlicher in den Vordergrund traten, sanken die Aktienkurse, und die Spreads für aufstrebende Volkswirtschaften stiegen – allerdings unterschiedlich stark für die verschiedenen Länder und Regionen.

Konjunkturbedingte Preiskorrektur der Kreditmärkte

Nachdem sich die Bedingungen an den Kreditmärkten nach der staatlich geförderten Übernahme von Bear Stearns Mitte März allgemein verbessert hatten, gerieten die Kreditspreads ab Ende Mai erneut unter Aufwärtsdruck. Die Märkte versuchten, die Implikationen der Konjunkturentwicklung für die Kreditqualität einzuschätzen, und die Aufmerksamkeit verlagerte sich zunehmend von einer fast ausschliesslichen Konzentration auf die Verfassung des Finanzsektors zu den gesamtwirtschaftlichen Aussichten. Insbesondere legte das sich abzeichnende Umfeld höherer Inflation und schwächeren Wachstums die Vermutung nahe, dass die Gewinne und die Kreditqualität von Unternehmen unter höheren Faktorkosten bei gleichzeitig geringerer Nachfrage leiden würden. So kam es an den Kreditmärkten vermutlich zu einer Vorwegnahme allmählich steigender Ausfallquoten und entsprechend grösserer Verluste im Finanzsektor, allerdings ohne den früher im Jahr verzeichneten unkontrollierten Abbau fremdfinanzierter Positionen.

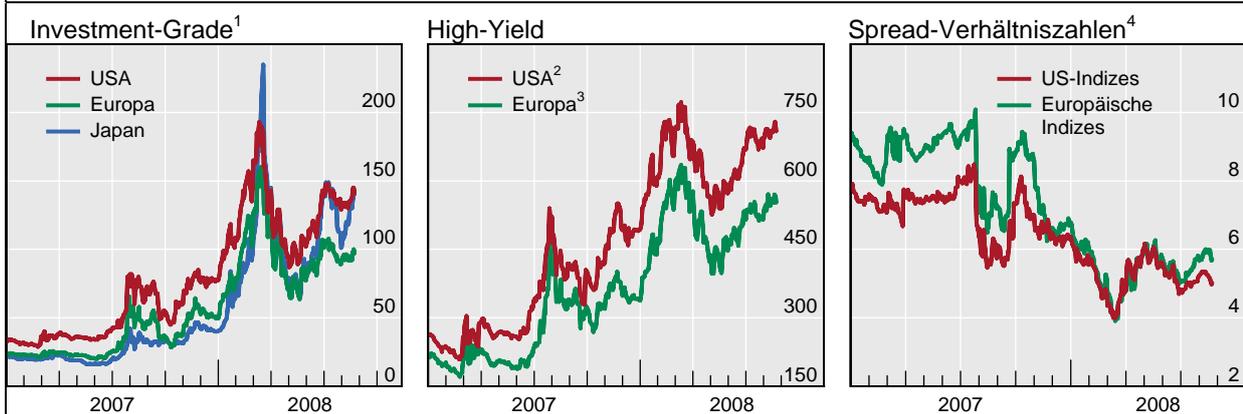
Vor diesem Hintergrund stiegen die Benchmark-Indizes für Credit-Default-Swaps (CDS) im Zeitraum von Ende Mai bis zum 22. August insgesamt an, wenn sie auch ab Mitte Juli wieder etwas nachgaben. Die Ausweitung der Spreads war eine Folge erneut aufgekommener Bedenken angesichts hoher Abschreibungen im Finanzsektor und schwacher Aktienmärkte, doch verbesserte sich die Marktstimmung, als die Ölpreise zurückgingen und die US-Behörden zwei staatlich unterstützten Wohnbaufinanzierungsgesellschaften („Agencies“) mit Auffangmassnahmen beistanden. Insgesamt stieg der Spread des 5-jährigen US-Index CDX High Yield bis zum Ende des Berichtszeitraums in der zweiten Augushälfte um fast 136 Basispunkte auf nahezu 709, während sich die entsprechenden Investment-Grade-Spreads um 39 Basispunkte auf rund 141 ausweiteten. Die europäischen und japanischen CDS-Indizes entwickelten sich im Grossen und Ganzen ähnlich wie die US-Indizes; die Spreads auf Investment-Grade-Titel stiegen um etwa 19 bzw. 58 Basispunkte. Der europäische 5-jährige iTraxx-Crossover-Index wiederum stieg um 106 Basispunkte auf 553 (Grafik 1).

Anfang Juni wurden die Sorgen hinsichtlich der Bilanzen im Finanzsektor wieder akut, nachdem Ratingherabstufungen wichtiger Finanzgarantiegeber (Monolines) und schlechtere Gewinnaussichten für Finanzunternehmen bekannt geworden waren. Am 4. Juni beschloss Moody's, die Ratings von MBIA und Ambac mit Blick auf eine Herabstufung unter Beobachtung zu stellen; tags darauf senkte Standard & Poor's seine Ratings für diese Unternehmen von AAA auf AA. Weitere Herabstufungen von Monolines und Hypothekenversicherern folgten im gleichen Monat; daraufhin wurden erneut Wertverluste bei von diesen Unternehmen versicherten Titeln und damit verbundene Veräusserungen von Vermögenswerten befürchtet. Zu diesen negativen Nachrichten kamen Mitte Juni schwache Gewinnmeldungen grosser Investmentbanken hinzu und erinnerten die Marktteilnehmer daran, dass die mit der Finanzkrise verbundene zyklische Korrektur noch nicht ausgestanden war. Die Folge für die Kreditmärkte war eine Preiskorrektur auf breiter Front. Steigende Spreads für den Finanzsektor trugen dazu bei, dass sich

Erneute
Ausweitung der
Kreditspreads ...

... nach
Herabstufungen von
Monolines ...

Kreditindexspreads



¹ Mittlerer Spread für aktuelle 5-jährige CDS auf Indexkontrakte von Investment-Grade-Qualität (DJ CDX IG, iTraxx Europe und iTraxx Japan); Basispunkte. ² Mittlerer Spread für aktuelle 5-jährige CDS auf den Index DJ CDX HY; Basispunkte. ³ Mittlerer Spread für aktuelle 5-jährige CDS auf den iTraxx Crossover; Basispunkte. ⁴ Verhältnis des DJ CDX HY zum DJ CDX IG bzw. des iTraxx Crossover zum Investment-Grade-Index iTraxx Europe.

Quellen: JPMorgan Chase; Markit; Berechnungen der BIZ.

Grafik 1

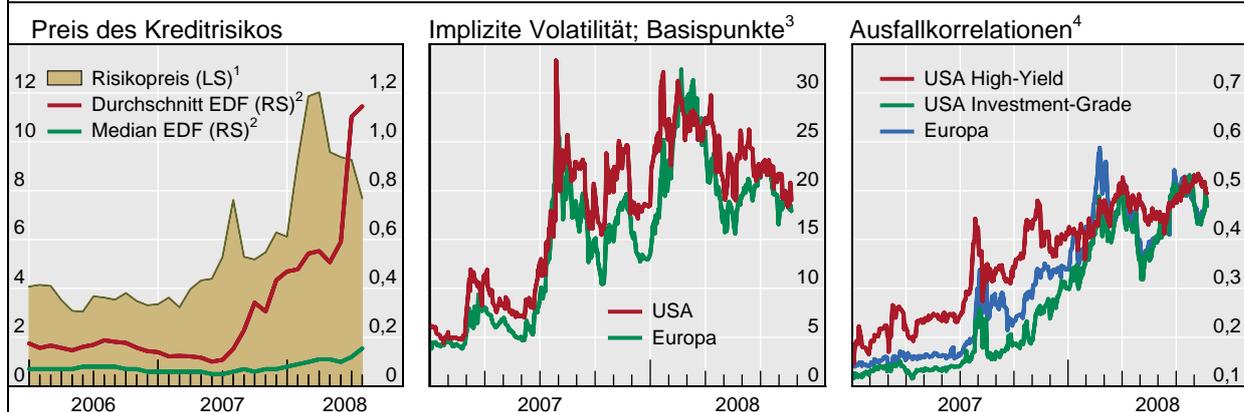
Investment-Grade-Titel im Juni schlechter entwickelten als Titel geringerer Qualität (Grafik 1 rechts).

Trotz dieser Bewegungen blieben die fünf wichtigsten Kreditindizes ausnahmslos deutlich unterhalb der Rekordhöhen vom März 2008 – ein Zeichen dafür, dass die Befürchtungen hinsichtlich des Systemrisikos nicht wieder ihr damaliges Ausmass erreicht hatten. Ähnliche Signale kamen von den wieder steigenden Volumina an den internationalen Märkten für Schultitel, wo der Bruttoabsatz von Finanzunternehmen und sonstigen Emittenten mit Investment-Grade-Rating im zweiten Quartal um rund \$ 370 Mrd. emporschnellte (Näheres im Kapitel „Trends“ dieses *Quartalsberichts*). Auch liess der Kreditrisikopreis, berechnet anhand der durch Creditspreads implizierten und der empirischen Ausfallwahrscheinlichkeiten bei Schuldern mit geringerer Bonität, eine Erholung der Risikotoleranz gegenüber ihrem gedrückten Niveau der Vormonate erkennen (Grafik 2 links). Dennoch waren die Risikoprämien weiterhin hoch, entsprechend der von CDS-Index-Optionen implizierten Volatilität, die nach wie vor stärker war als vor dem Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 (Grafik 2 Mitte). Gleichzeitig waren die von Tranchen-Indexprodukten implizierten Ausfallkorrelationen in den USA wie in Europa noch immer erhöht; dies deutet darauf hin, dass die Anleger konjunkturellen Risikofaktoren mehr Gewicht beimassen als firmenspezifischen (Grafik 2 rechts). Die beobachteten Muster der Preisfestsetzung entsprachen somit weiterhin der Erwartung eines konjunkturell bedingten Anstiegs der Ausfallquoten.

...und aufgrund von Erwartungen eines konjunkturell bedingten Anstiegs der Ausfallquoten

Bestärkt wurden die negativen Konjunkturerwartungen durch eine anhaltende Schwäche der Wohnimmobilienmärkte. In den USA nahmen der Zahlungsverzug bei Hypotheken und die Zwangsversteigerungen weiter zu, und Projektionen zeigen einen noch lange anhaltenden Preisverfall bei Wohnimmobilien (Grafik 3 links). Auch in den wichtigsten Volkswirtschaften Europas wurden Anzeichen nachgebender Wohnimmobilienpreise sichtbar, und in

Preis des Risikos, implizite Volatilität und Ausfallkorrelationen



¹ Verhältnis zwischen risikoneutraler und empirischer Ausfallwahrscheinlichkeit. 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 (Dokumentenklauseel MR) sowie Schätzungen der Rückflussraten abgeleitet. Die ausgewiesene Verhältniszahl ist der Wert des Medianschuldners in einer grossen Stichprobe von Schuldern mit Rating BBB und unterhalb Investment-Grade. ² Prozent. ³ Implizite tägliche absolute Spreadschwankungen; berechnet anhand der von 1- bis 4-monatigen Optionen am Geld implizierten Volatilität und der beobachteten Indexspreads (CDX High Yield; iTraxx Crossover); Basispunkte. ⁴ Implizite Ausfallkorrelationen, basierend auf den Preisen für die tiefstrangigen Verlusttranchen der Indizes DJ CDX HY, DJ CDX IG und iTraxx IG.

Quellen: JPMorgan Chase; Markt; Moody’s KMV; Berechnungen der BIZ.

Grafik 2

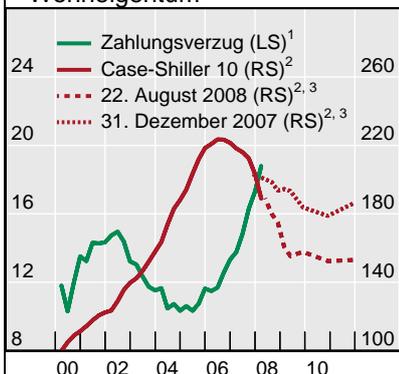
Japan setzten Konkurse im Immobilien- und im Bausektor die Kreditspreads unter Druck. Die verbreitete Schwäche der Wohnimmobilienmärkte implizierte wiederum weitere Wertverluste bei mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren („mortgage-backed securities“, MBS). Dies betraf auch das Segment der Subprime-Hypotheken in den USA, wo es bei wichtigen Indizes über Hypothekenkredite des Jahrgangs 2006 im Juni und Juli erstmals zu Kapitalabschreibungen kam (Grafik 3 Mitte; Näheres zu diesen Instrumenten im Feature über den ABX in diesem *Quartalsbericht*). Der Hypothekenmarkt brach immer tiefer ein, und die Unsicherheit hinsichtlich künftiger Verluste und der damit verbundenen Notwendigkeit von Kapitalerhöhungen schürte Sorgen um die Fähigkeit der Banken, über die seit dem Ausbruch der Krise zugeführten \$ 352 Mrd. hinaus noch weiteres Kapital zu beschaffen. Von ähnlichen Sorgen wurden zwei grosse US-Agencies in Mitleidenschaft gezogen – trotz Erklärungen ihrer Regulierungsbehörde, ihre Kapitalausstattung sei nach wie vor angemessen. So standen die Kreditspreads für Agency-Schuldtitel (Grafik 4 links) und für von ihnen begebene MBS Ende Juni wieder so hoch wie zuletzt im März 2008 (Grafik 3 rechts).

Im Juli hellte sich die Marktstimmung etwas auf, und die vorausgegangene Ausweitung der Kreditspreads kehrte sich zum Teil wieder um, insbesondere im Investment-Grade-Segment. Die unmittelbaren Auslöser dieser Korrektur waren ein Rückgang der Ölpreise von ihrem Rekordhoch am 3. Juli sowie unerwartet gute Gewinnmeldungen einer Reihe von US-Unternehmen zu Beginn der Ertragsperiode und staatliche Massnahmen zur Stützung des US-Wohnimmobilienmarktes. Anfang Juli waren die Aufschläge für Agencies weiter gestiegen, und nach dem Wochenende des 4. Juli setzten ihre Aktienkurse zur Talfahrt an (s. den nachstehenden Abschnitt über die Aktienmärkte). Da die Märkte die künftige Existenzfähigkeit der US-Agencies zunehmend schlechter

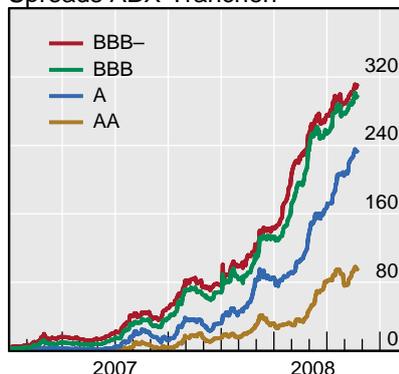
Stimmungsaufhellung im Juli ...

US-Hypothekenmarkt

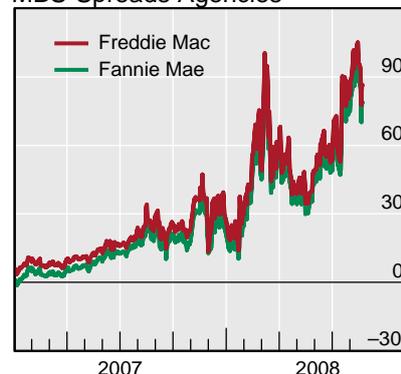
Fundamentaldaten Wohneigentum



Spreads ABX-Tranchen⁴



MBS-Spreads Agencies⁵



¹ Subprime-Kredite in Verzug, in Prozent des Subprime-Kreditvolumens insgesamt; saisonbereinigt. ² Wohneigentumspreisindex; 2000 Q1 = 100. ³ Impliziert durch die Preise von Futures-Kontrakten auf den Index Case-Shiller 10. ⁴ Durch CDS-Kontrakte auf Subprime-Hypothekenanleihen implizierte Indexspreads (Index-Reihe ABX HE 06-2); Prozent. ⁵ Index JPMorgan; optionsbereinigte Aufschläge von mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren („mortgage-backed securities“; MBS) gegenüber LIBOR; Basispunkte.

Quellen: Bloomberg; JPMorgan Chase; Markt; Berechnungen der BIZ.

Grafik 3

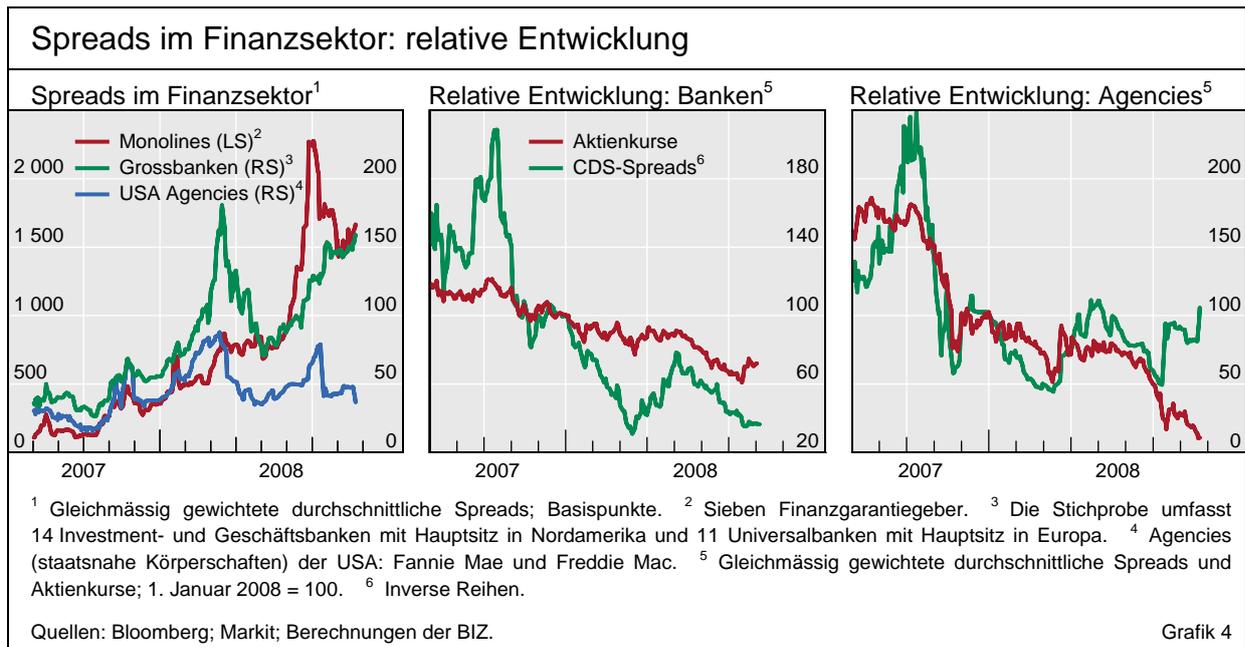
...unterstützt durch
Auffangmass-
nahmen für
US-Agencies

einschätzten und ein grosser Teil der noch verbliebenen Hypothekenvergabe von Verbriefungen durch die Agencies abhängig war, schritten die Behörden am Sonntag, 13. Juli ein und gaben geplante Auffangmassnahmen bekannt. Mit der vorgeschlagenen und zügig umgesetzten Initiative wurde das US-Finanzministerium ermächtigt, seine bestehende Kreditlinie für die Agencies zu erweitern und Aktien der Agencies zu erwerben. Flankierend erteilte der Federal Reserve Board der Federal Reserve Bank of New York eine befristete Ermächtigung, den Agencies nötigenfalls Kredit zu gewähren.

An den Tagen danach stiegen die Kreditspreads, zum Teil infolge der Übernahme eines grossen kalifornischen Hypothekeninstituts durch die Federal Deposit Insurance Corporation der USA, doch bis zum Monatsende gingen sie dann wieder zurück (Grafik 1). Dieser Richtungswechsel trat nach dem erfolgreichen Abschluss einer Schuldtitelemmission im Wert von \$ 3 Mrd. durch eine der Agencies am 17. Juli ein. Auch die Bewertungen von Agency-Schuldtiteln verliessen ihre Tiefstände von Mitte Juli und entwickelten sich besser als die entsprechenden Aktienkurse, da die Marktteilnehmer offenbar der Ansicht waren, dass die vorgesehenen Auffangmassnahmen weitgehend der Unterstützung von in Schuldtiteln investierten Anlegern galten. Im Gegensatz dazu entwickelten sich die Kreditspreads anderer wichtiger Finanzinstitute im Vergleich zu ihren Aktienkursen schlechter (Grafik 4 Mitte und rechts). Vermutlich aufgrund weiterhin mangelnder Nachfrage institutioneller und ausländischer Anleger nach US-Hypothekenprodukten gingen die Aufschläge für MBS von Agencies nicht im gleichen Masse wie für die Agencies selbst und erst deutlich später zurück (Grafik 3 rechts).

Qualität von
Vermögenswerten
wohl weiterhin
Anlass zu
Bedenken

Zum Ende des Berichtszeitraums, in der zweiten Augushälfte, waren die Kreditaufschläge wieder angestiegen. Gegen Abend des 28. Juli hatte eine US-Grossbank eine weitere Abschreibung in Höhe von \$ 4,4 Mrd. aus der Veräusserung von „collateralised debt obligations“ bekannt gegeben. Im August hatten dann sowohl die beiden grossen US-Agencies als auch grosse Versicherer



unerwartet hohe Quartalsverluste gemeldet. Diese Ereignisse erinnerten daran, dass sich die Bedenken hinsichtlich der Qualität von Vermögenswerten wohl nicht so rasch zerstreuen lassen würden. Obgleich Banken und Brokerhäuser seit Ausbruch der Kreditkrise im Jahr 2007 bereits Vermögenswerte im Gesamtwert von \$ 503 Mrd. abgeschrieben hatten, wurde daher für die kommenden Monate mit weiteren Abschreibungen und Veräusserungen von Vermögenswerten gerechnet, die die bestehende Kapitalknappheit und den damit verbundenen Finanzierungsbedarf noch verstärken würden. Diese Entwicklungen liessen wiederum vermuten, dass die kombinierte Wirkung schwierigerer Finanzierungsbedingungen und geringerer Unternehmensgewinne die Kreditqualität und die entsprechenden Bewertungen in den verschiedensten Marktsegmenten auch künftig belasten würde.

Anleihemärkte unter Einfluss veränderter Wachstums- und Inflationsaussichten

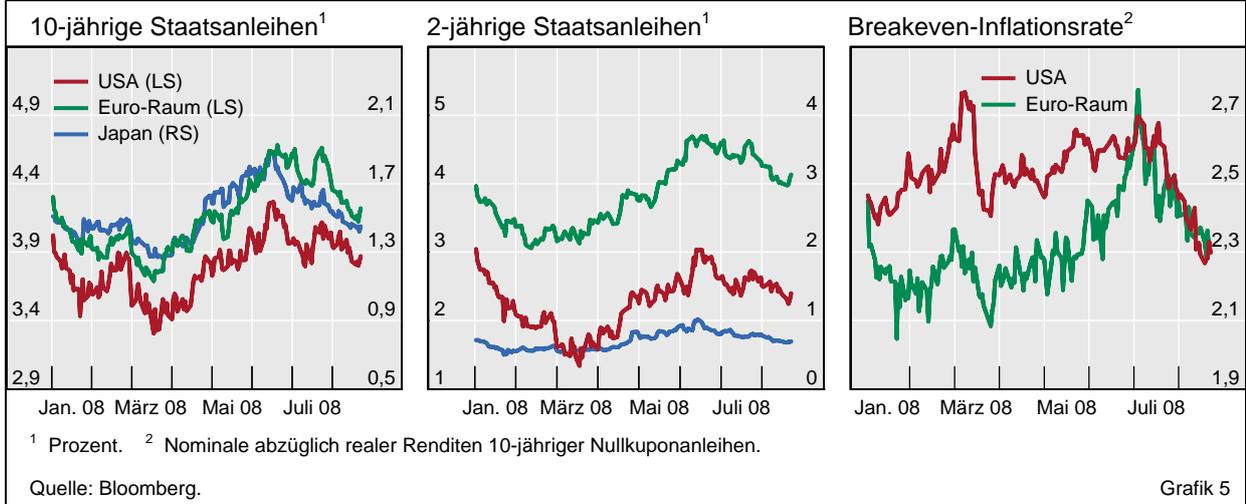
Die Renditen von Staatsanleihen gingen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Berichtszeitraum zurück. Darin spiegelten sich die pessimistischeren Wachstumserwartungen und die optimistischeren kurzfristigen Inflationsprognosen wider. Am 22. August 2008 lag die Rendite 10-jähriger US-Schatzanleihen bei 3,87% – rund 20 Basispunkte unter ihrem Niveau von Ende Mai. Im selben Zeitraum gingen die 10-Jahres-Renditen im Euro-Raum und Japan um etwa 20 bzw. 30 Basispunkte auf 4,22% bzw. 1,45% zurück (Grafik 5 links). Auch die 2-Jahres-Renditen fielen, und zwar auf 2,40% in den USA, 4,13% im Euro-Raum und 0,69% in Japan, und lagen somit alle rund 20 Basispunkte unter ihrem Niveau von Ende Mai (Grafik 5 Mitte).

Im Rückgang der Nominalrenditen schlugen sich teilweise veränderte Wachstumserwartungen nieder. An allen drei Hauptmärkten wurden von Mitte Juni bis Mitte Juli aufgrund von Bedenken hinsichtlich der US-Agencies rückläufige langfristige Renditen verzeichnet. Zwar erholten sich die Renditen

Rückläufige Renditen von Staatsanleihen ...

... wegen Erwartung schwächeren Wachstums ...

Renditen von Staatsanleihen und Breakeven-Inflationsraten



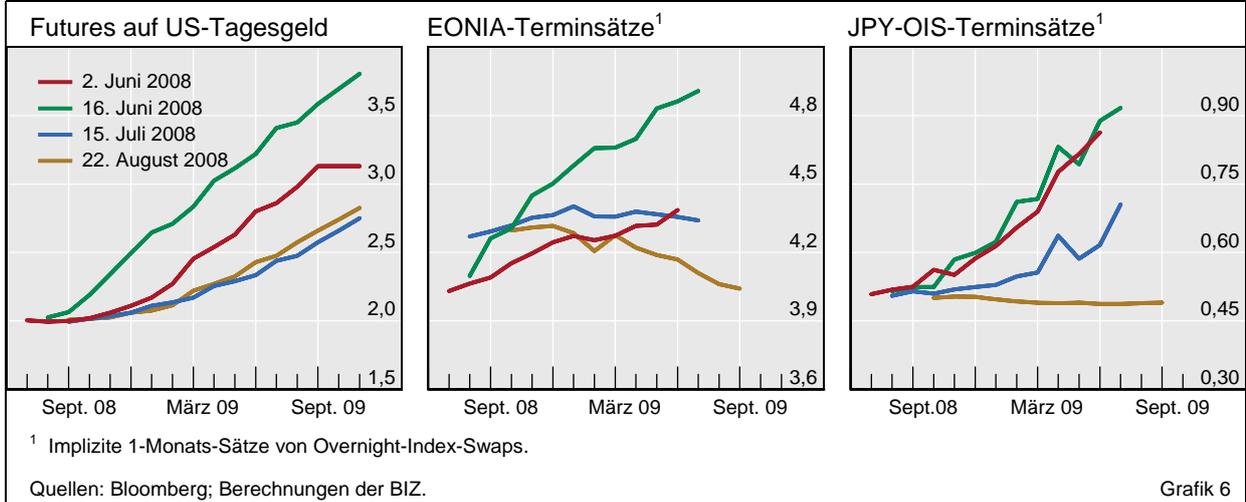
angesichts der von den US-Behörden zur Unterstützung der Agencies ergriffenen Massnahmen ab Mitte Juli etwas, doch sanken sie Ende Juli und bis in den August hinein erneut, hauptsächlich weil früher veröffentlichte Wirtschaftsindikatoren nach unten korrigiert und überraschend schwache neue Daten veröffentlicht wurden.

... und antizipierter geldpolitischer Massnahmen

Gleichzeitig wurden die Erwartungen im Hinblick auf die kurzfristigen Leitzinsen nach unten korrigiert. Im Falle der USA deuteten die Preise für Tagesgeldfutures Ende August auf Erwartungen hin, dass die Zinsen deutlich langsamer steigen würden, als sich einige Monate zuvor abgezeichnet hatte (Grafik 6 links). Im Euro-Raum hatten die Preise für EONIA-Swaps zwar Mitte Juni signalisiert, dass für die kommenden zwölf Monate mit Leitzinserhöhungen durch die EZB gerechnet wurde, doch im August gingen die Märkte von tieferen Leitzinsen aus (Grafik 6 Mitte). In Japan wurden für das Jahr 2009 nicht mehr steigende, sondern stagnierende Leitzinsen erwartet (Grafik 6 rechts).

Terminkurven

Prozent

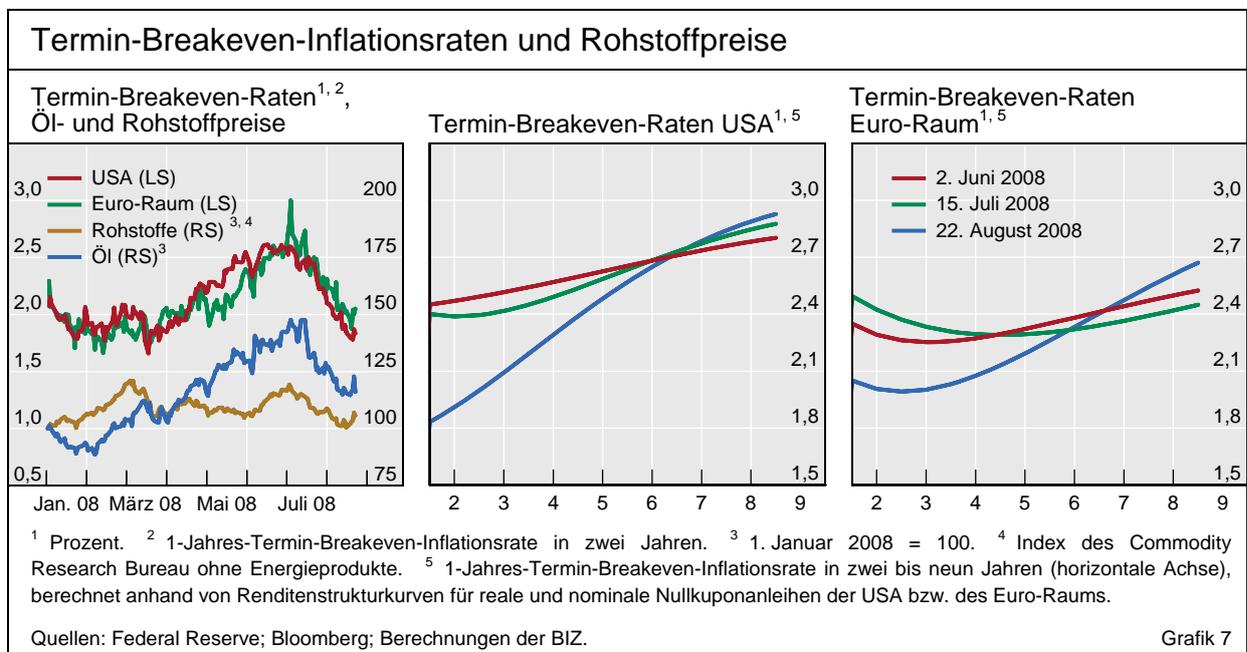


Im Berichtszeitraum liessen die Inflationserwartungen der Märkte nach – zumindest gemessen an den Breakeven-Inflationsraten, d.h. der Differenz zwischen den Renditen nominaler und inflationsindexierter Anleihen.¹ Am 22. August betrug die von den Renditen 10-jähriger Anleihen abgeleiteten Breakeven-Inflationsraten sowohl im Euro-Raum als auch in den USA 2,30%. Dies entspricht einem Rückgang von rund 15 bzw. 35 Basispunkten seit Ende Mai (Grafik 5 rechts). Der Rückgang war am kürzeren Ende der Zinskurven stärker ausgeprägt: Die 1-Jahres-Termin-Breakeven-Inflationsrate in zwei Jahren beispielsweise sank in den USA seit Ende Mai um nahezu 70 Basispunkte. Die entsprechende Termin-Breakeven-Inflationsrate im Euro-Raum sank um 35 Basispunkte (Grafik 7 links). Diese sinkenden Breakeven-Inflationsraten gingen mit dem Rückgang der Öl- und anderer Rohstoffpreise von dem sehr hohen Niveau Anfang Juli einher, der offenbar den Bedenken über kurzfristigen Inflationsdruck entgegengewirkt hat (Grafik 7 rechts).

Breakeven-Inflation ebenfalls rückläufig ...

Gleichzeitig boten die längerfristigen Termin-Breakeven-Inflationsraten ein ganz anderes Bild. Von Anfang Juni bis Ende August stiegen die Termin-Breakeven-Inflationsraten mit einem Zeithorizont von mehr als sechs Jahren sowohl in den USA als auch im Euro-Raum an (Grafik 7 Mitte und rechts). Die anhaltenden Sorgen über die längerfristige Inflationsentwicklung deckten sich damit, dass die Anleger mit der Möglichkeit rechneten, wichtige Zentralbanken könnten gezwungen sein, weiterhin an einer expansiveren Geldpolitik als üblich festzuhalten, um angesichts angespannter Finanzmärkte die Risiken für das Wirtschaftswachstum einzudämmen.

... trotz Bedenken hinsichtlich der längerfristigen Inflation



¹ In Breakeven-Inflationsraten spiegeln sich nicht nur die Inflationserwartungen, sondern auch die Risikoprämien wider, die die Anleger für die eingegangenen Inflationsrisiken entschädigen (s. hierzu das Feature über die Inflationsrisikoprämie in diesem *Quartalsbericht*).

Anhaltender Finanzierungsdruck an Interbankgeldmärkten

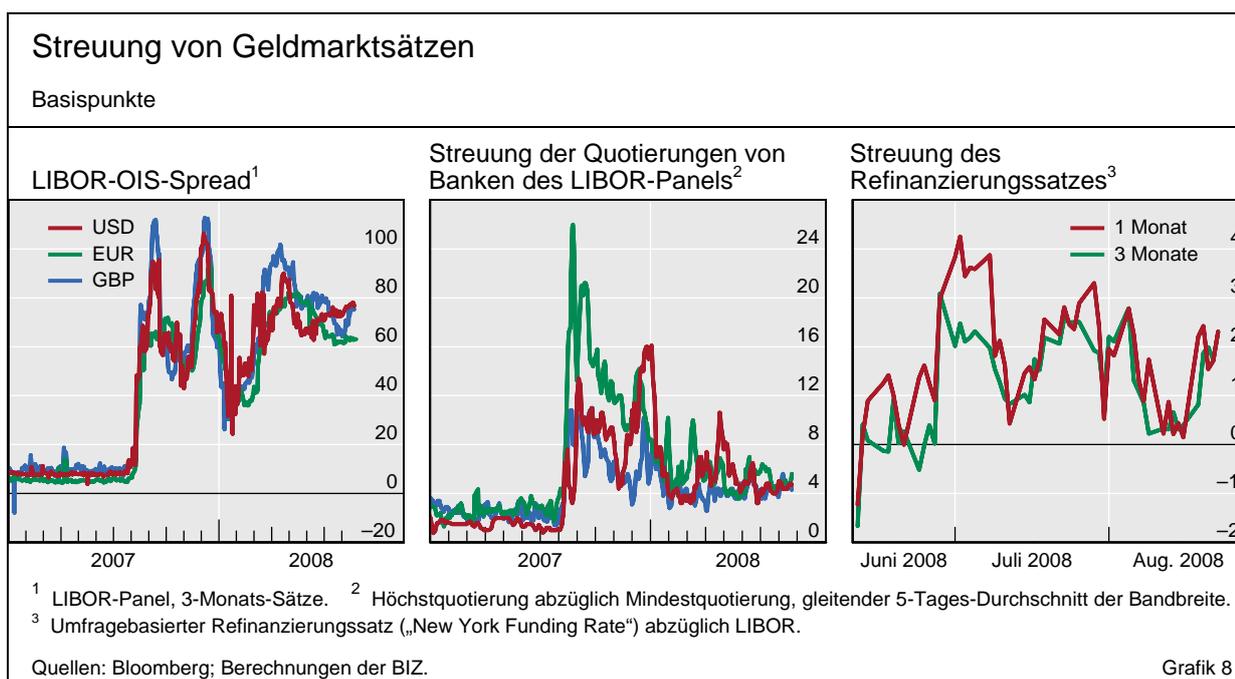
Anhaltender Druck an den Geldmärkten ...

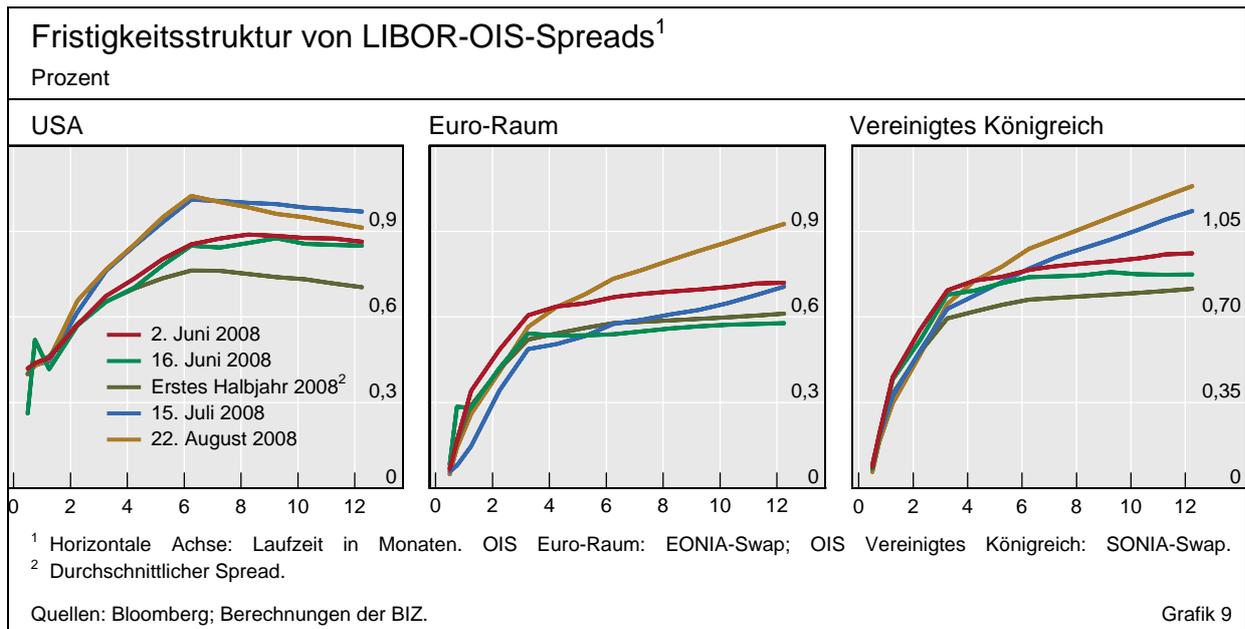
Während sich an den Anleihemärkten im Berichtszeitraum insgesamt vor allem Wachstums- und Inflationserwartungen widerspiegeln, waren die Geldmärkte direkter von den Bedenken hinsichtlich des Finanzsektors betroffen. Die Abstände zwischen LIBOR-Sätzen und den entsprechenden Sätzen für Overnight-Index-Swaps (OIS), an denen sich eine Kombination aus Kontrahentenrisiko- und Liquiditätsfaktoren ablesen lässt, blieben gross (Grafik 8 links). Gleichzeitig waren die Gebote für US-Dollar-Finanzmittel an den von der EZB und der Schweizerischen Nationalbank (SNB) durchgeführten Auktionen weiterhin hoch.

... trotz neuer Massnahmen von Zentralbanken

Der anhaltende Druck an den Interbankgeldmärkten für US-Dollar zeigte sich auch daran, dass die LIBOR-OIS-Spreads für US-Dollar kaum auf die von der Federal Reserve am 30. Juli angekündigten neuen Massnahmen zur effektiveren Ausgestaltung bestehender Liquiditätsfazilitäten reagierten. Diese umfassten eine Verlängerung der Primary Dealer Credit Facility (PDCF) und der Term Securities Lending Facility (TSLF) bis Ende Januar 2009 sowie die Einführung eines Auktionsmechanismus für Optionen auf TSLF-Mittel in Höhe von \$ 50 Mrd., um den Märkten über Zeiten erhöhter Unsicherheit – wie Quartalsenden – hinwegzuhelfen. Zudem wurden als Ergänzung zur Bereitstellung von 28-tägigen Krediten im Rahmen der bestehenden Term Auction Facility (TAF) neue 84-tägige TAF-Kredite eingeführt. Entsprechende Veränderungen am Laufzeitprofil der verfügbaren Mittel wurden sowohl von der EZB als auch von der SNB im Hinblick auf ihre eigenen Auktionen für US-Dollar-Finanzmittel angekündigt.

Die Zweifel an der Stabilität und Zuverlässigkeit des LIBOR-Preisfindungsmechanismus waren indes weniger gross als zuvor. Die Schwankung der Quotierungen der Banken des LIBOR-Panels stabilisierte sich im Berichtszeitraum an allen drei wichtigen LIBOR-Märkten (Grafik 8 Mitte). Dies könnte





ein Zeichen für eine etwas geringere Unsicherheit bezüglich des kurzfristigen Finanzierungsbedarfs von Banken sein. Frühere Bedenken, die für die Festlegung des LIBOR zuständigen Banken hätten Zinssätze angegeben, die unter ihren tatsächlichen Finanzierungskosten lägen, schienen sich ebenfalls zu zerstreuen. Hierzu beigetragen hat möglicherweise die Einführung eines umfragebasierten Refinanzierungssatzes („New York Funding Rate“, NYFR), durch einen grossen US-Broker am 11. Juni. Die Differenzen zwischen diesem Satz und dem LIBOR blieben zumeist in einer relativ engen Bandbreite von 2–3 Basispunkten. Dies lässt vermuten, dass die LIBOR-Sätze in diesem Zeitraum nicht zu tief angesetzt waren (Grafik 8 rechts). Dennoch deutet die Fristigkeitsstruktur der LIBOR-OIS-Spreads darauf hin, dass der Druck am Interbankmarkt noch einige Zeit andauern dürfte (Grafik 9).

Einbruch der Aktienmärkte angesichts von Wachstumssorgen

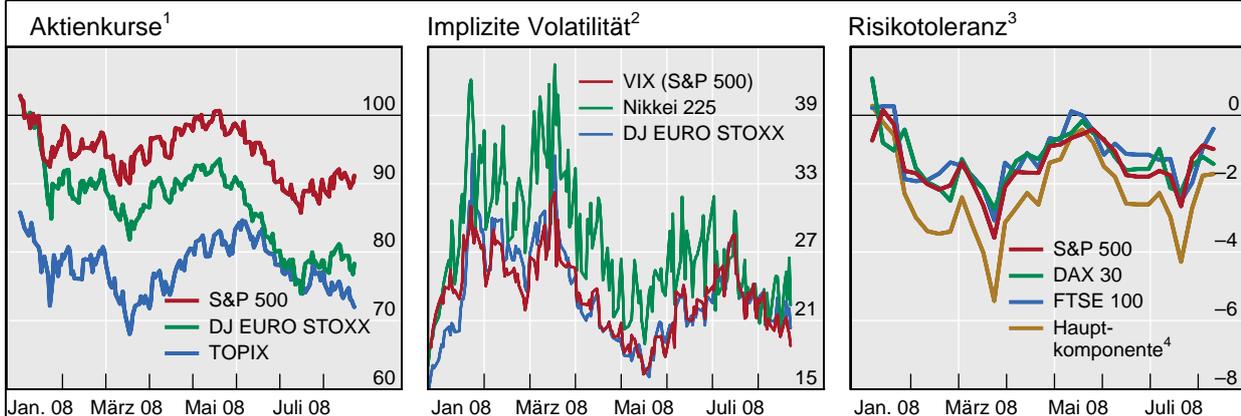
Die Aktienkurse, die von Wachstumssorgen und Nachrichten über weitere Verluste im Finanzsektor belastet wurden, sanken bis Mitte Juli auf das tiefste Niveau seit dem letzten Quartal 2005, ehe sie sich etwas erholten (Grafik 10 links). Ende August hatte der Index S&P 500 gegenüber seinem Niveau von Ende Mai fast 8% eingebüsst, während die Märkte in Europa und Japan im selben Zeitraum um rund 14% nachgaben. Diese Einbussen entsprachen dem sich abzeichnenden Anstieg der Risikoprämien, der sich an der höheren impliziten Volatilität von Optionen und der geringeren Risikotoleranz der Anleger zeigte (Grafik 10 Mitte und rechts).

Die Baisse an den Aktienmärkten von Ende Mai bis Mitte Juli war auf negative Nachrichten über die Verfassung wichtiger Finanzinstitute, steigende Ölpreise und schwächere Gewinne zurückzuführen. Die Befürchtungen über den Finanzsektor hatten sich Anfang Juni nach den Herabstufungen von US-Monoline-Versicherern und Anzeichen von anhaltendem Druck auf die Bilanzen der Banken (s. den vorstehenden Abschnitt über die Kreditmärkte) erneut

Einbruch an Aktienmärkten aufgrund negativer Nachrichten aus dem Finanzsektor ...

... und Wachstumssorgen

Aktienmärkte



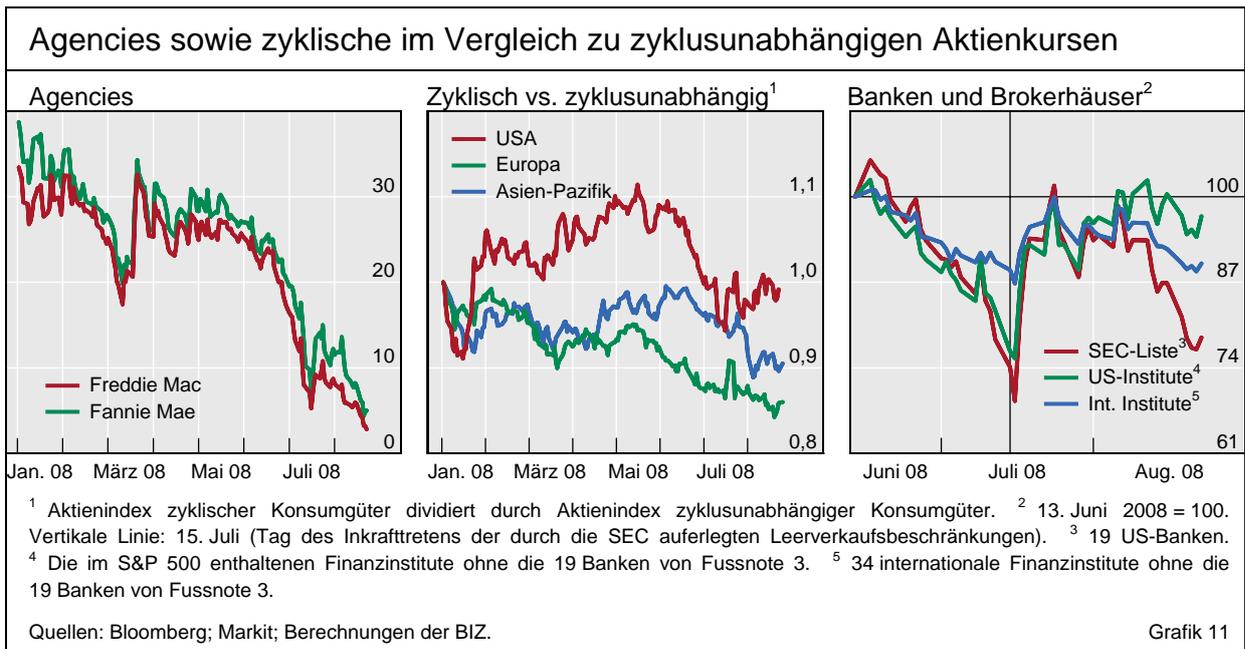
¹ Landeswährung; 2. Januar 2007 = 100. ² Durch den Preis von Call-Optionen auf Aktienmarktindizes am Geld implizierte Volatilität, Prozent. ³ Indikatoren abgeleitet aus den Differenzen zwischen zwei Verteilungen der Erträge: die eine impliziert durch den Preis von Optionen, die andere basierend auf den anhand historischer Daten geschätzten tatsächlichen Erträgen; Wochendurchschnitt von Tagesdaten. ⁴ Erste Hauptkomponente der geschätzten Risikotoleranzindikatoren für den S&P 500, den DAX 30 und den FTSE 100.

Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Grafik 10

verstärkt. Die Stimmung verschlechterte sich Anfang Juli weiter infolge von Besorgnis über die Angemessenheit der Eigenkapitalausstattung der US-Agencies und schwachen Gewinnmeldungen mehrerer Finanzinstitute. Die Aktienkurse der US-Agencies brachen ein: Fannie Mae und Freddie Mac verloren im Zeitraum Ende Mai bis Mitte Juli rund 74% bzw. 79%. Die Sorge über die Schwäche des Finanzsektors spiegelte sich auch in den Aktienkursen von Geschäftsbanken und Brokern wider, die sich im gleichen Zeitraum tendenziell schlechter entwickelten als diejenigen anderer Sektoren.

Ab Mitte Juli konnten die Aktienkurse dank verschiedener unterstützender Faktoren ihre früheren Verluste teilweise wettmachen. Zu diesen Faktoren gehörten die Ankündigung des Stützungsplans für die US-Agencies, der Rückgang der Öl- und Rohstoffpreise und die Einführung neuer Notmassnahmen der Securities and Exchange Commission (SEC) in den USA zur Einschränkung von Leerverkäufen von Aktien in den grössten Banken und Brokerhäusern. Die Nachricht über den Stützungsplan für die Agencies trug zur Erholung ihres Aktienkurses gegenüber dem Tiefstand vom 15. Juli bei. Dennoch waren die Anleger hinsichtlich der Finanzkraft der Agencies und der Notwendigkeit eines staatlichen Eingreifens weiterhin verunsichert, sodass die Kurse schliesslich auf das tiefste Niveau seit Ende der 1980er Jahre einbrachen. Auch die Aktien von Geschäftsbanken und Brokerhäusern erholten sich ab Mitte Juli. Hierzu trug die Auflösung von Short-Positionen in solchen Aktien nach der Einführung der vorübergehenden Massnahmen der SEC zur Einschränkung ungedeckter Leerverkäufe bei (Grafik 11 rechts). Im Grossen und Ganzen führten die Wachstumssorgen sowie negative Überraschungen bei den Gewinnen dazu, dass Aktien wie z.B. solche der zyklischen Konsumgüterbranche im Berichtszeitraum schlechter abschnitten als zyklusunabhängige Aktien (Grafik 11 Mitte). Ebenso führten die rückläufigen Öl- und Rohstoffpreise trotz einer zeitweiligen Aufwärtskorrektur gegen Ende August zu tieferen Bewertungen von Energie- und rohstoffnahen Aktien.



Schwierigeres Umfeld für aufstrebende Volkswirtschaften

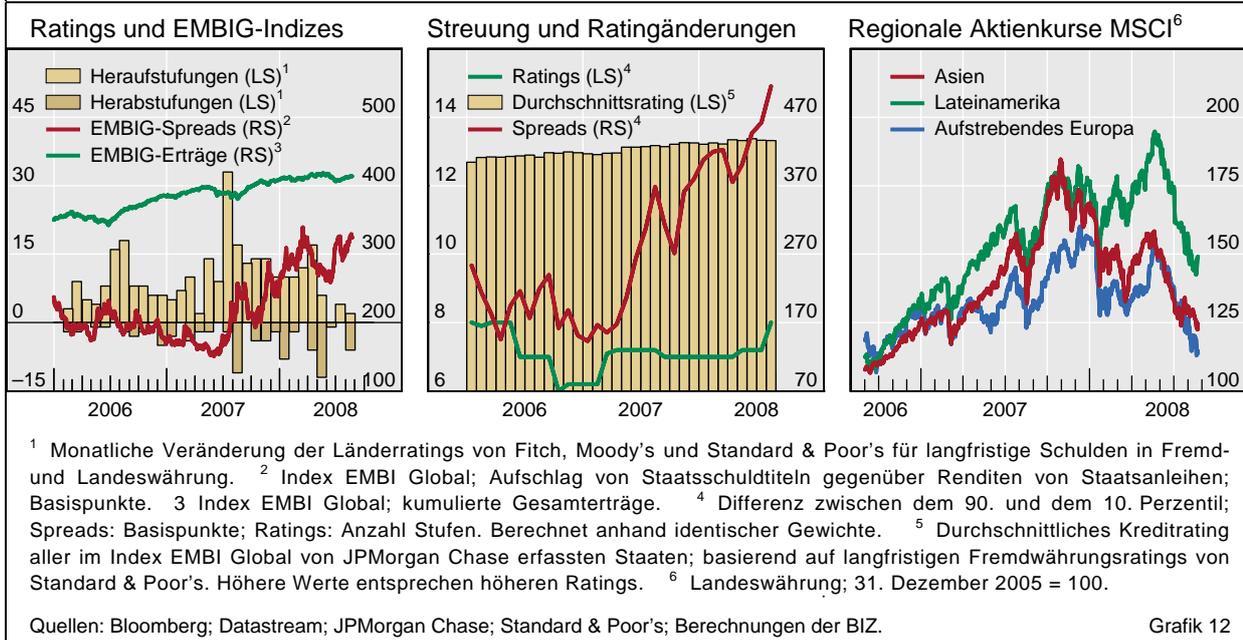
Die aufstrebenden Volkswirtschaften, die sich während fast des ganzen Jahres 2007 und weit in das Jahr 2008 hinein relativ widerstandsfähig gezeigt hatten, erlebten in den letzten Monaten eine drastische Veränderung ihres Umfelds. Mit der sich dahinziehenden Kreditkrise und Anzeichen einer Konjunkturabkühlung in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften begannen sich die Bedingungen für Auslandsfinanzierungen zu verschärfen, was auf erhöhte Risiken hindeutete – namentlich für Länder mit einer negativen Leistungsbilanz. Parallel dazu stiegen die Inflationsraten infolge der hohen Nahrungsmittel- und Energiepreise weiter und gefährdeten die Realeinkommen und die Rentabilität der Unternehmen. Daher wurde die zuvor formulierte These über die Entkopplung der aufstrebenden Volkswirtschaften zunehmend infrage gestellt, und die Anleger richteten ihr Augenmerk vermehrt auf Veränderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und der damit verbundenen Wirtschaftspolitik.

Die Zinsaufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften – gemessen vom EMBIG-Index – stiegen von einem Tiefpunkt nahe bei 260 Basispunkten Mitte Juni auf rund 324 Basispunkte am Ende des Berichtszeitraums; sie näherten sich damit dem Rekordniveau, das sie auf dem Höhepunkt der Verkaufswelle an den Kreditmärkten im März erreicht hatten. Da sich die Zinsaufschläge vergrößert hatten, die Renditen 10-jähriger US-Schatzanleihen aber gegenüber ihrem Niveau von Ende Mai um etwa 19 Basispunkte gesunken waren (s. den vorstehenden Abschnitt über die Anleihemärkte), lag der EMBIG mit rund $-0,5\%$ nur leicht im negativen Terrain (Grafik 12 links). Zwar blieben die Wachstumsprognosen für sämtliche aufstrebenden Volkswirtschaften relativ solide, doch wurde die Anlegerstimmung von Inflationsängsten und von Erwartungen eines langsameren Wachstums in den fortgeschrittenen Volks-

Vermögenswerte der aufstrebenden Volkswirtschaften ...

... belastet von Inflationsängsten ...

Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften



... schlechteren Bedingungen für Auslandsfinanzierungen ...

wirtschaften gedämpft. Dadurch gerieten tendenziell die Zinsaufschläge der Länder unter Druck, die aufgrund ihres Leistungsbilanzdefizits einen beträchtlichen Finanzierungsbedarf haben, wie die Staaten Osteuropas, die ja von ausländischen Direkt- und Portfolioinvestitionen aus der Europäischen Union abhängig sind. Da die durchschnittlichen Ratings der im EMBIG erfassten Länder weitgehend unverändert blieben, verstärkte sich die Streuung der Spreads weiter, was damit übereinstimmt, dass die Anleger stärker zwischen den Emittenten differenzierten (Grafik 12 Mitte).

... und getrübt Anlegerstimmung

Die Aktienmärkte aufstrebender Volkswirtschaften litten unter den gleichen negativen Faktoren. Dabei wurde die Anlegerstimmung durch die bis Mitte Juli auf breiter Front nachgebenden Aktienkurse in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiter getrübt (s. den vorstehenden Abschnitt über die Aktienmärkte). Im Zeitraum Ende Mai bis zweite Augushälfte verlor der MSCI-Index für Aktien aufstrebender Volkswirtschaften, in Landeswährung gemessen, rund 20% und lag beinahe 9% unter seinem Mitte März erreichten Tiefpunkt. Da der US-Dollar von Mitte Juli bis Ende August auf breiter Basis an Wert gewann, glich der effektive Wechselkurs der US-Währung gegenüber den wichtigsten Handelspartnern in den aufstrebenden Volkswirtschaften seine früheren Verluste aus, sodass er den Berichtszeitraum praktisch auf dem gleichen Niveau wie Ende Mai schloss. In Dollar gemessen entsprach daher die Wertentwicklung des MSCI weitgehend derjenigen in Landeswährung, wobei der Index rund 13 Prozentpunkte tiefer als der S&P 500 notierte. Lateinamerikanische und osteuropäische Märkte verzeichneten mit einem Rückgang von etwa 22% bzw. 24% die stärksten Einbussen im Berichtszeitraum. Während die asiatischen Märkte mit -19% seit Ende Mai ebenfalls beträchtlich an Terrain verloren, schienen sie vorübergehend von den rückläufigen Öl- und Rohstoffpreisen und den nachlassenden Inflationsängsten Ende Juli zu

profitieren – im Gegensatz zu Ländern wie Brasilien und Russland, deren lokale MSCI-Indizes zum grossen Teil auf rohstoffnahen Aktien basieren (Grafik 12 rechts).