

## Überblick: Anleger mutmassen über Schwere und Dauer des weltweiten Abschwungs

Unsicherheit bezüglich der Tiefe und Dauer des Wirtschaftsabschwungs hielt die Finanzmärkte im Zeitraum von Ende November 2008 bis 20. Februar 2009 weiter in Atem. Generell hielt der Druck auf die Kreditmärkte angesichts schwacher Wirtschaftsdaten und Gewinnmeldungen sowie der dadurch ausgelösten Erwartungen weiterer Ausfälle an. Besonders deutlich zeigte sich dieser Druck in der erneuten Ausweitung der Renditenaufschläge für Schuldner mit Rating unterhalb Anlagequalität. Die Konjunkturschwäche zog auch die Aktienkurse in Mitleidenschaft, insbesondere in Japan.

Gleichzeitig schienen die staatlichen Massnahmen zur Marktstabilisierung im Berichtszeitraum zu greifen. An den Geldmärkten trugen Zentralbankmassnahmen und staatliche Garantien zur Beruhigung der Interbankmärkte bei, und die Abstände zwischen LIBOR und Overnight-Index-Swaps (OIS) verengten sich schrittweise weiter. Fazilitäten wie der Ankauf von mit Hypotheken unterlegten Agency-Papieren und von sonstigen forderungsunterlegten Wertpapieren trugen zur Normalisierung der Lage an den Hypothekenmärkten bei; Refinanzierungsfazilitäten sowie Staatsgarantien für Emissionen des Finanzsektors stützten die Primärmärkte für Schuldtitel, an denen das Geschäft im Januar Rekordwerte erreichte.

Natürlich wurden staatliche Auffangeinrichtungen für Forderungen gegen Banken im Allgemeinen nicht als positiv für Finanzaktien angesehen, und Besorgnis über den Finanzsektor stand bei den generellen Aktienmarktverlusten in den USA und Europa erneut im Vordergrund. Gleichzeitig trug die Tatsache, dass über wesentliche Stützungsprogramme kaum Einzelheiten bekannt waren, neben anderen Faktoren zu hoher impliziter Volatilität sowie zu – gemessen an den Werten der letzten zwanzig Jahre – äusserst niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnissen bei.

Unsicherheit über die Schwere der Finanzkrise und des Wirtschaftsabschwungs drückte die Renditen von Staatsanleihen weiter nach unten, obwohl wachsende Bedenken wegen der verstärkten Emissionstätigkeit den Renditenrückgang insgesamt im Berichtszeitraum begrenzten. Gleichzeitig wurden gewisse Segmente des Anleihemarktes offensichtlich nach wie vor auch von anderen Faktoren als den Erwartungen hinsichtlich der wirtschaftlichen Fundamentaldaten und staatlicher Massnahmen beeinträchtigt.

Obwohl die aufstrebenden Volkswirtschaften dem Problem der notleidenden Aktiva, das die wichtigsten Industrieländer so schwer belastete, im Allgemeinen nur in geringem Masse direkt ausgesetzt waren und obwohl sie die schwierigste Phase der Finanzkrise Ende 2008 relativ gut überstanden, waren sie gegen die sich verstärkende Rezession in den fortgeschrittenen Industrieländern viel weniger gewappnet. Einbrechende Exporte und ein rückläufiges BIP-Wachstum zeigten deutlich, wie schwerwiegend und synchron der weltweite Wirtschaftsabschwung war; dies spiegelte sich in sinkenden Vermögenspreisen, insbesondere in den aufstrebenden Ländern Europas, wider.

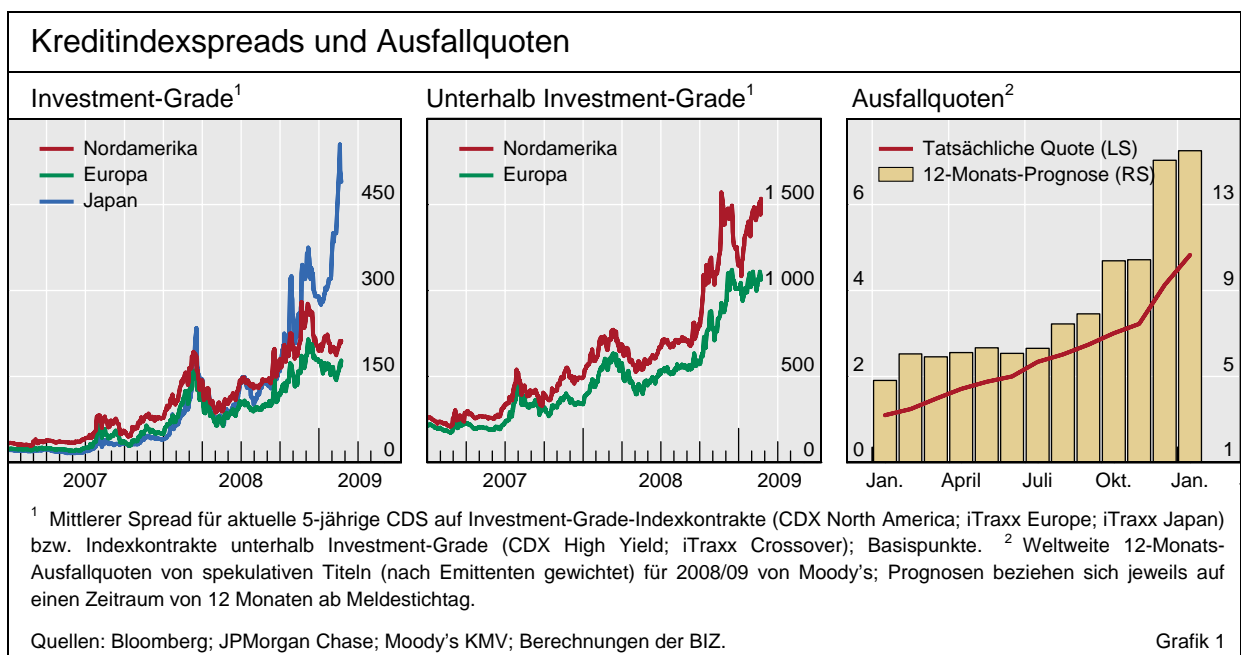
### Kreditmärkte durch weitere Verluste der Banken unter Druck

Tiefsitzende Unsicherheit bezüglich der globalen Wirtschaftsaussichten führte von Ende November bis Ende Februar bei den Referenzindizes für Credit-Default-Swaps (CDS) zu erheblichen Spreadschwankungen. Nachdem die Spreads Anfang Dezember bei zunehmenden Rezessionsbefürchtungen neue Höchststände erreicht hatten, verringerten sie sich bis zu Beginn des neuen Jahres wieder; doch dann trübte sich die Marktstimmung angesichts schwacher Wirtschaftsdaten und aufgrund von Meldungen über weitere umfangreiche Verluste im Bankensektor erneut ein. Als diese Entwicklungen eine neue Serie staatlicher Massnahmen zur Stabilisierung der Finanzsysteme auslösten, sanken die Zinsabstände Ende Januar ein weiteres Mal, tendierten jedoch im Verlauf des Folgemonats wieder aufwärts.

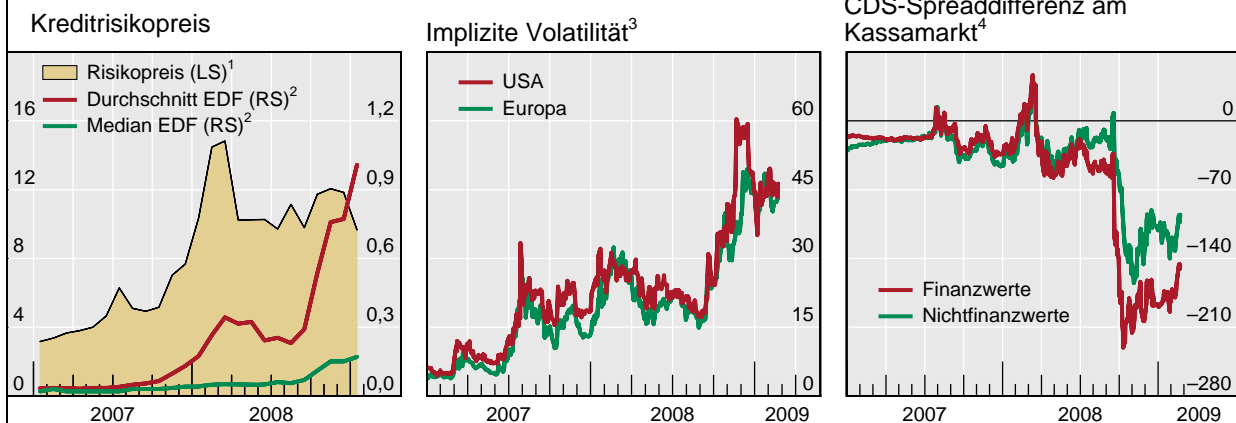
An Kreditmärkten ...

... wiederholte Schwankungen der Anlegerstimmung ...

Die Aufschläge für Investment-Grade-Schuldner entwickelten sich im Allgemeinen günstiger als für Schuldner geringerer Bonität (Grafik 1 links und Mitte). Angesichts der anhaltenden Probleme im Bankensektor war damit zu rechnen, dass die fortgesetzte Konjunkturschwäche und die Kreditverknappung zu einer weiteren grundlegenden Verschlechterung im Kreditbereich führen



## Risikopreis, Kreditvolatilität und Messgrößen für die CDS-Kassa-Basis



<sup>1</sup> Verhältnis zwischen risikoneutraler und empirischer Ausfallwahrscheinlichkeit, berechnet mit der Methode nach J. Amato, „Risikoaversion und Risikoprämien am CDS-Markt“, BIZ-Quartalsbericht, Dezember 2005, S. 63–78. Die empirische Wahrscheinlichkeit beruht auf den EDF-Daten („expected default frequencies“, geschätzte erwartete Ausfallhäufigkeit) von Moody’s KMV. Die geschätzte risikoneutrale Wahrscheinlichkeit wird aus den US-Dollar-CDS-Spreads (Dokumentenklauseel MR) sowie Schätzungen der Rückflussraten abgeleitet. Die ausgewiesene Verhältniszahl ist der Wert des Medianschuldners in einer grossen Stichprobe von Schuldnern mit Investment-Grade-Rating. <sup>2</sup> Prozent. <sup>3</sup> Implizite tägliche absolute Spreadschwankungen; Berechnungsbasis: von ein- bis 4-monatigen Optionen am Geld implizierte Volatilität und beobachtete Indexspreads (CDX High Yield; iTraxx Crossover); Basispunkte. <sup>4</sup> Messgrößen für die CDS-Kassa-Basis, annäherungsweise berechnet anhand der Differenz zwischen dem mittleren Spread für aktuelle 5-jährige CDS auf Nichtfinanzwerte bzw. Finanzwerte des iTraxx Europe und dem Spread von Nichtfinanzwerten bzw. Finanzwerten des iBoxx am Kassamarkt.

Quellen: JPMorgan Chase; Markit; Berechnungen der BIZ.

Grafik 2

würden. Deshalb wurde erwartet, dass die Ausfallquoten, die gegenüber ihrem ausgesprochen niedrigen Niveau von Anfang 2008 bereits erheblich gestiegen waren, sich noch weiter erhöhen und dadurch Emittenten mit tieferem Rating unter Druck setzen würden (Grafik 1 rechts). Im Einklang mit dieser Entwicklung verharrte die Risikotoleranz an den Kreditmärkten auf niedrigem Niveau (Grafik 2 links). Die Unsicherheiten in diesem Zusammenhang zeigten sich auch in der impliziten Volatilität, obwohl diese gegenüber den im Oktober 2008 erreichten Rekordständen in letzter Zeit abgenommen hat (Grafik 2 Mitte).

Infolgedessen hatte sich der Spread des 5-jährigen High-Yield-Credit-Index CDX der USA bis zum Ende des Berichtszeitraums gegenüber seinem Stand von Ende November um etwa 148 Basispunkte auf nahezu 1 534 erhöht und lag damit nur 38 Basispunkte unter seinem Rekordhoch vom November. Die entsprechenden Investment-Grade-Spreads hingegen sanken um 28 Basispunkte auf um die 212. Die europäischen CDS-Indizes entwickelten sich weitgehend parallel zu den US-Indizes, wobei die Investment-Grade-Spreads gegenüber ihrem Stand von Ende November nahezu unverändert blieben. Im Gegensatz dazu stiegen die Aufschläge für japanische Investment-Grade-Anleihen um 170 Basispunkte. Diese Entwicklung (dargestellt in Grafik 1 links und Mitte) wurde zwar teilweise von einem sich rasch verschlechternden makroökonomischen Umfeld bestimmt, sie verschärfte sich aber durch von der Indexzusammensetzung bedingte Effekte und die abnehmende Marktliquidität, wie aus den sich stark ausweitenden Geld-Brief-Spannen ersichtlich wurde.

Gestützt wurden die Kreditmärkte im Berichtszeitraum u.a. durch Hinweise darauf, dass die jüngsten staatlichen Massnahmen zu einer Verbesserung der Bedingungen in wichtigen, zuvor gestörten Segmenten der Geld- (s. weiter

... und erhöhte Unsicherheit

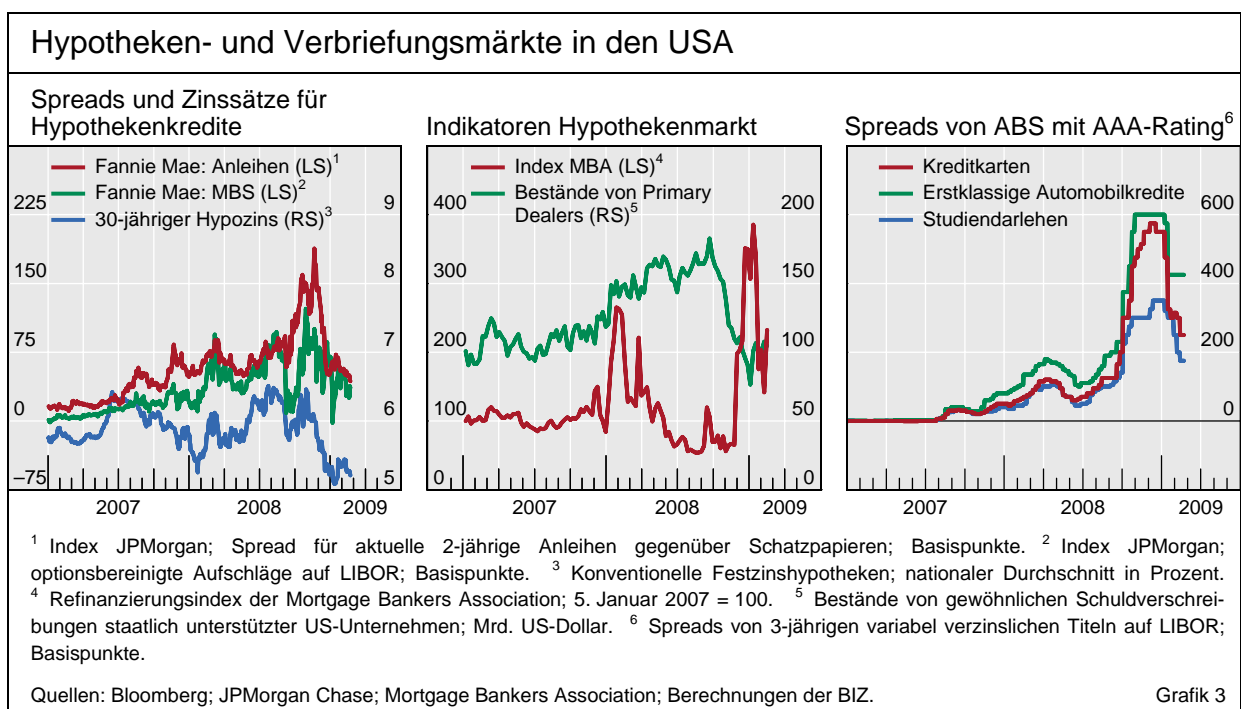
Trotz Anzeichen einer Normalisierung ...

unten) und Kreditmärkte beitrugen. Ein herausragendes Beispiel für einen Markt, auf dem dank solcher Massnahmen allmählich eine Normalisierung in Gang kam, war der US-Hypothekensektor: Hier gingen die Zinsaufschläge für Agencies und die Zinssätze für Hypothekenkredite gegenüber ihren Höchstständen vom Oktober weiter zurück (Grafik 3 links). Nachdem die Federal Reserve am 25. November ein Programm zum Direkterwerb von Agency-Wertpapieren angekündigt hatte, belebte sich die Nachfrage der Anleger, wie aus einer deutlichen Abnahme der Händlerbestände an Agency-Schuldtiteln bis Ende 2008 hervorging. Die Hypothekenzinsen gingen drastisch zurück – bei konventionellen 30-jährigen Hypotheken auf rund 5%. Während die Hypothekenzinsen später einen Teil dieses Rückgangs im Zuge steigender Renditen der US-Schatztitel wieder wettmachten, sahen sich dafür in Frage kommende Schuldner veranlasst, in kostengünstigeren Darlehen zu refinanzieren (Grafik 3 links und Mitte). Stützend wirkten sich auch die von der Federal Reserve für die ersten beiden Quartale 2009 angekündigten beträchtlichen Käufe von Hypothekenverbriefungen (MBS) der Agencies aus. Der Umfang des Programms – \$ 500 Mrd., was einen Durchschnitt von rund \$ 1,1 Mrd. pro Handelstag ergab – führte dazu, dass die Wirkung auf die MBS-Spreads an den Märkten bereits vor dem tatsächlichen Beginn der Käufe am 5. Januar spürbar wurde. Ähnliche Effekte waren an den Märkten für forderungsunterlegte Wertpapiere (ABS), die statt auf Hypotheken auf Verbraucher-krediten beruhen, zu beobachten: Auf AAA-Niveau sanken die Spreads in Erwartung der Umsetzung der Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) im Februar (Grafik 3 rechts).

... an den Hypotheken- und Verbriefungsmärkten der USA ...

Ein weiteres Anzeichen für die staatlich geförderte Normalisierung lieferten die Primärmärkte für Schuldtitel, an denen die Emissionen auf Rekordniveau hochschnellten. Da die Behörden in etlichen Ländern Direktkäufe von Unternehmensanleihen erwogen und Garantieprogramme zur Unterstützung

... und an den Primärmärkten für Schuldtitel ...



von Emissionen des Finanzsektors eingeführt hatten, kam im Januar eine lange Reihe aufgeschobener Emissionen zum Zuge. An den Dollar-, Euro- und Pfund-Sterling-Märkten wurden zahlreiche grosse Unternehmensanleihen aufgelegt, einschliesslich einer Doppelwährungstransaktion, die die erste europäische Hochzinsanleihe seit 18 Monaten darstellte. Im Allgemeinen mussten die Emittenten höhere Aufschläge als an den CDS- und den Kassasekundärmärkten akzeptieren; zu diesen Ausnahmepreisen jedoch schien ein Kreditangebot ohne Weiteres zur Verfügung zu stehen, wenn auch nur für Schuldner höherer Bonität. Infolgedessen erreichte der weltweite Bruttoabsatz von Unternehmensanleihen im Januar \$ 131 Mrd. und lag damit mehr als 150% über dem Januardurchschnitt der Jahre 2000–2008. Dank der staatlichen Garantien verzeichnete auch der Finanzsektor einen kräftigen Absatz, und die Banken konnten die Laufzeit ihrer Marktfinanzierungen verlängern (s. Kapitel „Trends“).

Die Ausweitung der Finanzierungsmöglichkeiten für Banken wiederum entlastete offenbar die Commercial-Paper-Märkte. Als Ende Januar die erste Serie von Titeln fällig wurde, die im Rahmen der Commercial Paper Funding Facility (CPFF) der Federal Reserve begeben worden waren, und die CP-Sätze unter die Finanzierungskosten der CPFF-Emissionen gesunken waren, kamen grosse CP-Volumina an den Gesamtmarkt zurück. Ausgehend von einem Stand von \$ 334 Mrd. nahmen die Nettobestände der Fazilität von Ende Dezember bis Ende Februar um rund \$ 85 Mrd. ab und bestritten damit 63% des Rückgangs des gesamten im selben Zeitraum ausstehenden CP-Volumens um \$ 135 Mrd. Die Geld- und Kapitalmärkte absorbierten somit den Grossteil der fällig werdenden CPFF-Titel.

... bleiben grössere Störungen bestehen

Gleichzeitig gab es nach wie vor Anzeichen von Störungen, die ein Schlaglicht auf die instabilen Marktbedingungen und die Stimmungsschwankungen der Anleger warfen. Offensichtlich wurde die Instabilität beispielsweise an Messwerten wie der CDS-Kassa-Basis, die den Preisunterschied zwischen CDS-Kontrakten und entsprechenden Anleihen am Kassamarkt widerspiegelt. Diese Basis war zwar nicht so ausgeprägt wie nach dem Konkurs von Lehman Brothers, blieb aber im neuen Jahr ungewöhnlich gross; daraus lässt sich schliessen, dass Arbitrageaktivitäten, die üblicherweise den Preisunterschied schrumpfen lassen, nach wie vor durch erhöhte Kapital- und Finanzierungskosten für fremdfinanzierte Anleger eingeschränkt wurden (Grafik 2 rechts). Ähnliche Effekte traten auch anderweitig auf, wie an den hohen und variablen Liquiditätsprämien an den Märkten für Staatsanleihen und Swaps abzulesen war (s. den Abschnitt über Anleihenmärkte weiter unten).

Besonders Banken weiterhin unter Druck ...

Das Anlegervertrauen wurde erneut erschüttert, als sich trotz der Kapitalzuführungen, bei denen dem Bankensektor weltweit seit dem dritten Quartal 2007 insgesamt \$ 925 Mrd. privater und staatlicher Mittel zugeflossen waren, sowohl in Europa als auch in den USA weitere Bankenprobleme abzeichneten. Diese Probleme widerlegten die Einschätzung, die umfangreiche staatliche Unterstützung im dritten und vierten Quartal 2008 hätte den Sektor nachhaltig stabilisiert. Die Kette von Ereignissen setzte am 8. Januar ein, als die Verluste eines soeben übernommenen ehemaligen Konkurrenten durch ein Rettungspaket für die Commerzbank aufgefangen werden mussten (Tabelle 1)

Ausgewählte Ereignisse im Berichtszeitraum	
Datum	Ereignis
8. Januar	Das deutsche Kreditinstitut Commerzbank erhält ein Rettungspaket, um Verluste bei der soeben erworbenen Dresdner Bank zu decken; der deutsche Staat übernimmt eine Beteiligung von 25% an dem fusionierten Unternehmen.
16. Januar	Die irischen Behörden übernehmen die Kontrolle der Anglo Irish Bank. Citigroup gibt einen Verlust von \$ 8 Mrd. bekannt. Ähnlich wie im Falle von Citigroup erklären sich die US-Behörden bereit, \$ 20 Mrd. in die Bank of America zu investieren, und zwar durch eine Beteiligung in Form von Vorzugsaktien; damit einher gehen Garantien für einen Pool von Vermögenswerten der Bank in Höhe von \$ 118 Mrd.; dieser Schritt erfolgt, nachdem die Bank einige Tage zuvor Merrill Lynch übernommen hat.
19. Januar	Nachdem die Royal Bank of Scotland für 2008 Verluste von rund £ 28 Mrd. verzeichnet hat, wird die staatliche Beteiligung an dem notleidenden Finanzinstitut auf bis zu 70% erhöht. Der Schritt ist Teil eines weiteren, am selben Tag angekündigten breit angelegten Rettungspakets für Finanzinstitute, das u.a. die Ausweitung bestehender Garantien für Schuldtitel teilnehmender Banken vorsieht und Finanzinstituten gegen Gebühr Schutz vor Verlusten bei ihren Anlagebeständen bietet.
21. Januar	Die französischen Behörden bieten Kapitalspritzen bis zu € 10,5 Mrd. für berechnete Banken an.
26. Januar	Die Niederlande gewähren der ING-Gruppe eine staatliche Auffangkreditlinie, die für einen Teil des ING-Portfolios an Hypothekenverbriefungen in Höhe von \$ 35 Mrd. bürgt.
10. Februar	Die Schweizer Bank UBS meldet für das vierte Quartal einen Verlust von CHF 8,1 Mrd. Die US-Regierung kündigt ein neues umfassendes Paket zur Stützung des Finanzsektors an; vorgesehen sind eine Ausweitung der bestehenden Massnahmen durch Einbezug von mit gewerblichen Hypotheken unterlegten Wertpapieren („commercial MBS“) in die Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) sowie ein vom öffentlichen und vom privaten Sektor gemeinsam getragener Anlagefonds in Höhe von \$ 0,5–1,0 Bio. zum Ankauf notleidender Vermögenswerte der Banken.
Quellen: Bloomberg; <i>Financial Times</i> ; <i>The Wall Street Journal</i> .	

Tabelle 1

und beschleunigte sich in der Woche danach mit ähnlichen Meldungen über andere grosse Banken (Grafik 4 links und Mitte).

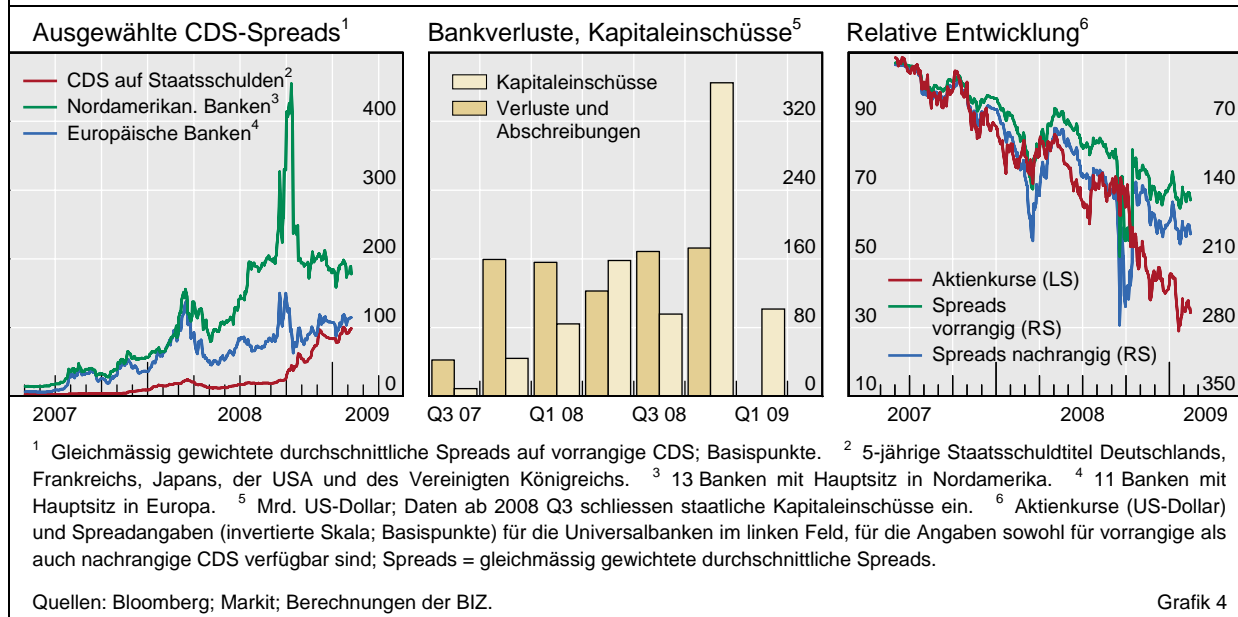
Infolgedessen wurden die Kreditrisikoaufschläge an wenig tiefen und volatilen Märkten nach oben gedrückt. Die Aufwärtstendenz wurde zwar von den Aufschlägen für Unternehmen des Finanzsektors angeführt, doch hielt sich der Anstieg dank bestehender Garantien und der Erwartung weiterer Stützungsmaßnahmen im Allgemeinen in Grenzen, im Gegensatz zur Entwicklung bei den Aktienkursen (s. den Abschnitt über Aktienmärkte weiter unten). Die Spreads von nachrangigen Bank-CDS wiederum blieben unter Druck, weil die Auswirkungen der staatlichen Massnahmen für die Anleger, die nachrangige Schuldtitel hielten, unklar waren; dies galt auch für die Behandlung hybrider, zur Aufstockung der Eigenkapitalpositionen der Banken begebener Wertpapiere. Die von den Anlegern zuvor gehegte Besorgnis angesichts der Entscheidung eines grossen Emittenten, ausstehende hybride Papiere nicht zum vertraglich vereinbarten Tilgungstermin zu kündigen, schwand hingegen, nachdem andere Schuldner beschlossen hatten, ihre Emissionen zu tilgen. Damit einhergehende Befürchtungen hinsichtlich des Prolongationsrisikos (Risiko, dass Laufzeiten vergleichbarer Wertpapiere über die vereinbarten Fälligkeitstermine hinaus verlängert werden) hatten auf die Märkte für nachrangige CDS übergreifen, denn diese Papiere werden häufig zur Absicherung hybrider Finanzinstrumente benutzt (Grafik 4 rechts).

Die Sorgen um den Finanzsektor belasteten die Spreads auch in den folgenden Wochen, obgleich sie durch eine neue Runde staatlicher

... wie aus den Bewertungen über die ganze Kapitalstruktur hinweg ersichtlich

Neue Runde staatlicher Stützungsmaßnahmen ...

## Fundamentaldaten des Finanzsektors



Stützungsmaßnahmen teilweise gemildert wurden. Zunächst wurde das Vereinigte Königreich, in dem sich frühere Anstrengungen zur Stabilisierung des Finanzsektors als unzureichend erwiesen hatten, aktiv: Nachdem die Royal Bank of Scotland für das Jahr 2008 erhebliche Verluste gemeldet hatte, kündigten die Behörden am 19. Januar ein weiteres breit angelegtes Rettungspaket für britische Finanzinstitute an. In anderen europäischen Ländern wurden an den folgenden Tagen ebenfalls zusätzliche staatliche Stützungsmaßnahmen ergriffen. Diese Anstrengungen sowie Berichte über Pläne für ein umfassendes Rettungspaket der neuen US-Regierung trugen bis Anfang Februar zur Aufhellung der Marktstimmung bei; die Spreads für amerikanische und europäische Investment-Grade-Titel schrumpften dabei auf ein zuletzt im November verzeichnetes Niveau. Als jedoch schwache Wirtschaftsdaten bekannt wurden und Enttäuschung über die Einzelheiten des neu angekündigten US-Rettungsprogramms aufkam, tendierten die Kreditspreads gegen Ende Februar erneut aufwärts.

... verstärkt  
Aufwärtsdruck bei  
den Spreads von  
Staatsanleihen

Aufgrund der Auswirkungen dieser neuen Stützungsprogramme auf die Haushaltsbilanzen sowie der allgemein geringen Risikobereitschaft stiegen die Aufschläge auf CDS staatlicher Kreditnehmer im Berichtszeitraum weiter. Tatsächliche und erwartete Ratingherabstufungen trugen zu besonders ausgeprägten Spreadausweitungen für eine Reihe von Ländern des Euro-Raums bei; Griechenland, Portugal und Spanien wurden von Standard & Poor's im Januar herabgestuft. Das Engagement von Bankensystemen in bestimmten Märkten bzw. Regionen und die damit zusammenhängenden Bedenken im Hinblick auf künftige staatliche Unterstützung spielten dabei Berichten zufolge ebenfalls eine Rolle. Doch auch in Bezug auf andere Länder und ausserhalb des CDS-Marktes zeigte sich, dass die Bereitschaft zur Übernahme von Länderrisiken schwand (s. die Abschnitte über Anleihemärkte und aufstrebende Volkswirtschaften weiter unten).

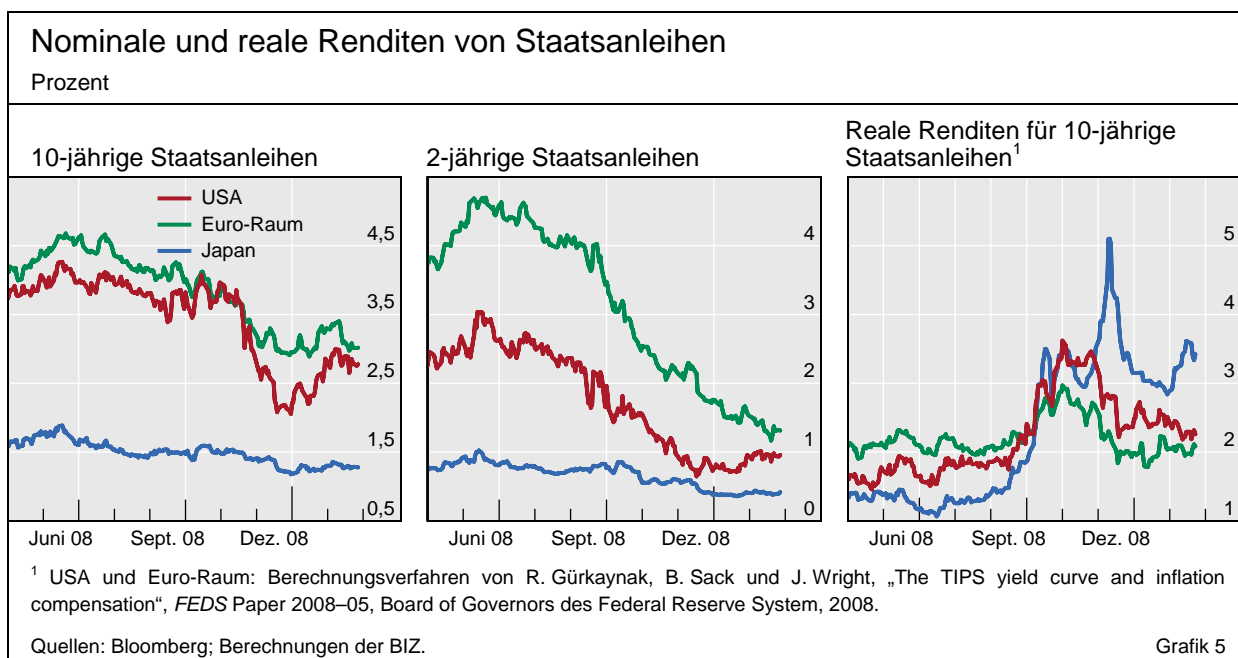
## Angebotsbezogene Bedenken stoppen Rückgang der Staatsanleiherenditen

Unsicherheit hinsichtlich der Schwere der Finanzkrise und des Wirtschaftsabschwungs drückte im Berichtszeitraum die Renditen auf Staatsanleihen an den wichtigsten Anleihemärkten weiter nach unten. Zeitweilig trugen Spekulationen bezüglich möglicher Interventionen der Zentralbanken an den Anleihemärkten zum Abwärtstrend der Renditen bei. Zunehmende Bedenken angesichts des erhöhten Angebots an Staatsanleihen wirkten diesen Tendenzen jedoch entgegen und liessen die Renditen in den ersten Wochen des laufenden Jahres ansteigen, vor allem in den USA.

Insgesamt gingen die nominalen Renditen 10-jähriger Staatsanleihen von Ende November 2008 bis zum 20. Februar 2009 in den USA um rund 15 Basispunkte, im Euro-Raum um 25 Basispunkte und in Japan um 10 Basispunkte zurück (Grafik 5 links). Diese relativ moderaten Renditeveränderungen im Berichtszeitraum ergaben sich aus gegenläufigen Tendenzen, die auf die Anleihepreise einwirkten. Anfang Dezember gingen die Renditen langfristiger Anleihen erheblich zurück, bevor sie sich stabilisierten und dann bis Anfang Januar, als eine Reihe von Märkten für risikoreiche Vermögenswerte eine kurze Erholung verzeichnete, wieder stiegen. Der Renditenanstieg wurde Mitte Januar vorübergehend gestoppt, als weitere negative Meldungen zu den Wirtschaftsaussichten und zur Solidität des Bankensystems die Anleger verstimmt. Gleichwohl begannen die Renditen langfristiger Anleihen bald zu steigen, als Bedenken hinsichtlich des Angebots erneut in den Vordergrund rückten. Gegen Ende des Berichtszeitraums gerieten die Renditen wieder unter einen gewissen Abwärtsdruck, als sich die Anleger über die Angemessenheit des jüngsten US-Rettungsplans für den Finanzsektor Sorgen machten.

Als in den USA der Offenmarktausschuss der Federal Reserve den Zinssatz für US-Tagesgeld im Dezember auf 0–0,25% senkte, nahmen unter Anlegern Spekulationen über andere Möglichkeiten zu, wie die Federal

Sinkende Renditen angesichts potenzieller Schatztitelkäufe durch die Federal Reserve





Reserve die Geldpolitik weiter lockern könnte. Dass zu solchen Massnahmen auch der Direkterwerb von Schatzanleihen gehören könnte, führte zeitweilig zu einem Abwärtsdruck auf die langfristigen Renditen in den USA. Dieser Effekt wurde Anfang Dezember besonders deutlich, als der Vorsitzende des Federal Reserve Board darauf verwies, die Zentralbank könnte beträchtliche Mengen längerfristiger Schatztitel erwerben; daraufhin fielen die Renditen 10- und 30-jähriger Anleihen um rund 20 Basispunkte. Ebenso brachen die langfristigen Renditen um rund 25 Basispunkte ein, nachdem in der Dezember-Erklärung des Offenmarktausschusses erwähnt wurde, dass das Gremium die Vorteile eines Erwerbs längerfristiger Schatztitel evaluiere. Wie relevant dieser Aspekt ist, wurde erneut nach der Erklärung des Ausschusses vom 28. Januar deutlich; diese enttäuschte die Anleger, weil sie keine neuen Einzelheiten zu einem eventuellen Direkterwerb von Schatztiteln enthielt, und führte zu einem Anstieg der langfristigen Renditen um 15–20 Basispunkte.

Andere Faktoren als  
Fundamentaldaten  
beeinflussen  
weiterhin reale  
Renditen ...

Die Anleiherenditen liessen unverändert deutliche Anzeichen erkennen, dass sie von anderen Faktoren als den erwarteten wirtschaftlichen Fundamentaldaten und geldpolitischen Massnahmen beeinflusst wurden. Dies zeigte sich insbesondere an den Märkten für inflationsindexierte Anleihen, an denen hohe und volatile Liquiditätsprämien und marktspezifische Faktoren im Zusammenhang mit Absicherungsgeschäften und dem Abbau fremdfinanzierter Positionen zu ungewöhnlichen Schwankungen der realen Renditen führten. Beispielsweise stiegen Ende November und Anfang Dezember die realen Renditen 10-jähriger japanischer inflationsindexierter Anleihen um rund 200 Basispunkte und erreichten in der zweiten Dezemberwoche kurzzeitig mehr als 5% (Grafik 5 rechts). Dieser starke Anstieg der realen Renditen erfolgte trotz Berichten, denen zufolge die japanische Volkswirtschaft den schlimmsten Abschwung seit Jahrzehnten erlebte. Gemäss Marktberichten waren die beobachteten Schwankungen der realen Renditen weitgehend auf die rasche Auflösung von Positionen am japanischen Markt für inflationsindexierte Anleihen durch fremdfinanzierte Anleger, u.a. ausländische Hedge-Fonds, zurückzuführen.

... und Breakeven-  
Inflationsraten

Marktspezifische Faktoren wirkten sich auch erneut auf die Breakeven-Inflationsraten der wichtigsten Industrieländer aus. Zwar steuerte der erwartete rasche Inflationsrückgang kurzfristig zu sinkenden Breakeven-Inflationsraten bei, doch schienen die Schwankungen der langfristigen Breakeven-Inflationsraten weitgehend von Faktoren abzuhängen, die nicht direkt im Zusammenhang mit Inflationserwartungen standen. Zu diesen Faktoren gehörten die rasche Auflösung von Positionen, die hohe Nachfrage nach der Liquidität nominaler Staatspapiere als „sicherer Hafen“ sowie die steigenden Liquiditätsprämien von inflationsindexierten Anleihen; sie alle trugen dazu bei, dass die Breakeven-Inflationsraten auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau sanken (s. Kasten). Doch da sich einige dieser Faktoren Anfang 2009 abschwächten, begannen die Breakeven-Inflationsraten wieder zu steigen.

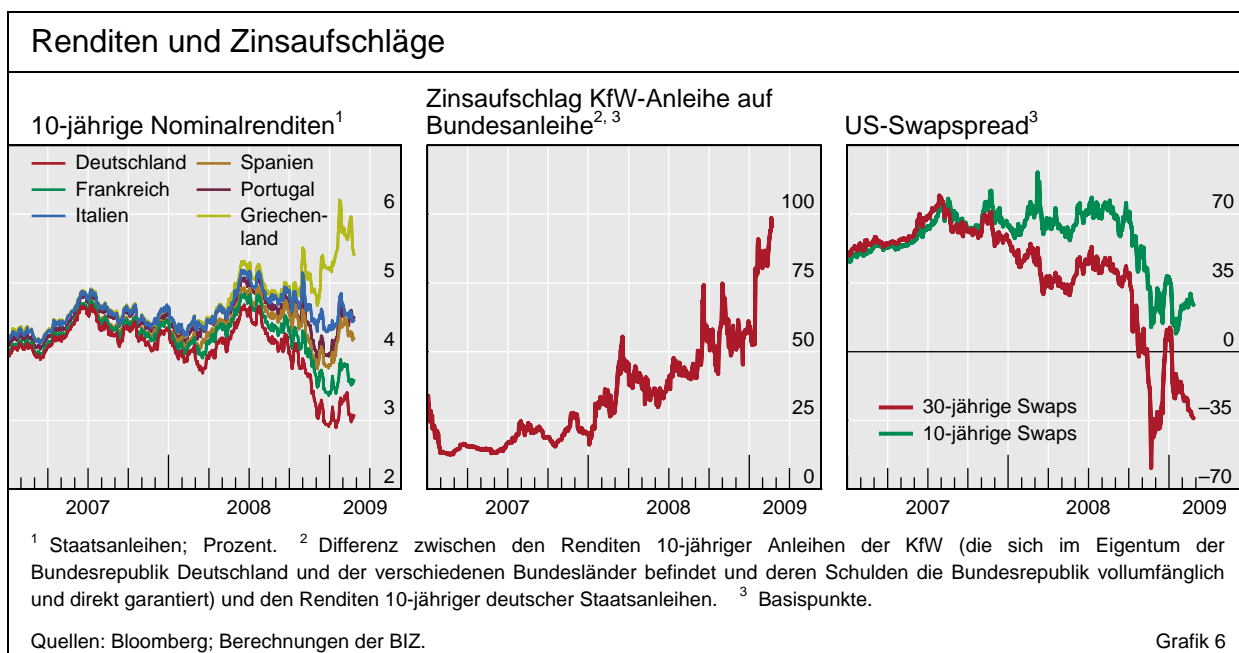
Steigende Anleihe-  
renditen infolge  
Bedenken wegen  
des Angebots ...

Bedenken über das erhöhte Angebot von Staatsanleihen wirkten dem Abwärtsdruck auf die Renditen entgegen, der infolge der Nachfrage nach „sicheren Häfen“ und der sich verschlechternden Wirtschaftsprognosen

entstanden war, und trieben die Renditen letztlich in die Höhe. Mit dem wachsenden Angebot an Staatsanleihen wurden zudem Anzeichen sichtbar, dass es für die Staaten schwieriger werden könnte, Geld an den Anleihemärkten aufzunehmen. Ausserdem bedeutet der steigende Absatz von Unternehmensanleihen und von Bankschuldverschreibungen mit Staatsgarantie, dass sich die Staaten zunehmend in einem Konkurrenzkampf um Anleger befinden. Einige Länder des Euro-Raums sagten kürzlich aufgrund der mangelnden Nachfrage Anleiheauktionen ab, und sogar von Deutschland begebene neue Papiere stiessen auf eine geringere Nachfrage. In den vergangenen Monaten ist es Deutschland mehrere Male nicht gelungen, am Primärmarkt genügend Angebote (zu festen Preisen) einzubringen, um das gesamte angebotene Volumen abzudecken.

Die Unsicherheit darüber, wie sich hohe und rasch steigende Haushaltsdefizite zusammen mit den riesigen Konjunkturpaketen und staatlichen Bankgarantien auf das Länderrisiko auswirken, schien ebenfalls zu den steigenden Renditen beizutragen. Solche Bedenken waren teilweise auch der Grund für die anhaltende Ausweitung des Renditenabstands zwischen deutschen Bundesanleihen und Staatsanleihen anderer Länder des Euro-Raums, von denen einige eine Ratingherabstufung hinnehmen mussten (s. Abschnitt über Kreditmärkte). Neben diesen Befürchtungen dürfte auch die Tatsache eine wichtige Rolle gespielt haben, dass der Staatsanleihemarkt der einzelnen Länder des Euro-Raums in vielen Fällen deutlich weniger liquide ist als der Markt für deutsche Bundesanleihen, denn die Bereitschaft der Anleger, in Wertpapiere mit geringer Liquidität zu investieren, schwand weiter. Die beträchtliche Ausweitung der Zinsaufschläge für staatlich garantierte Anleihen der staatseigenen deutschen Kreditanstalt für Wiederaufbau gegenüber deutschen Bundesanleihen lässt vermuten, dass Liquidität und andere kreditrisikofremde Faktoren der Hauptgrund für den jüngsten Anstieg der Renditenaufschläge waren.

... und Unsicherheit bezüglich des Länderrisikos ...

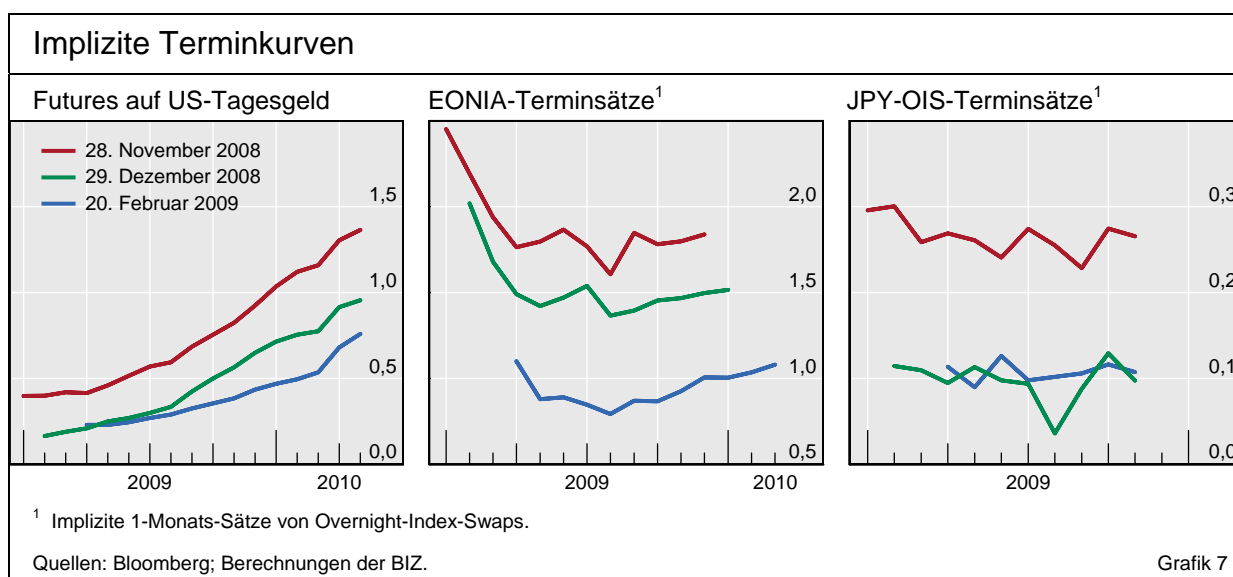


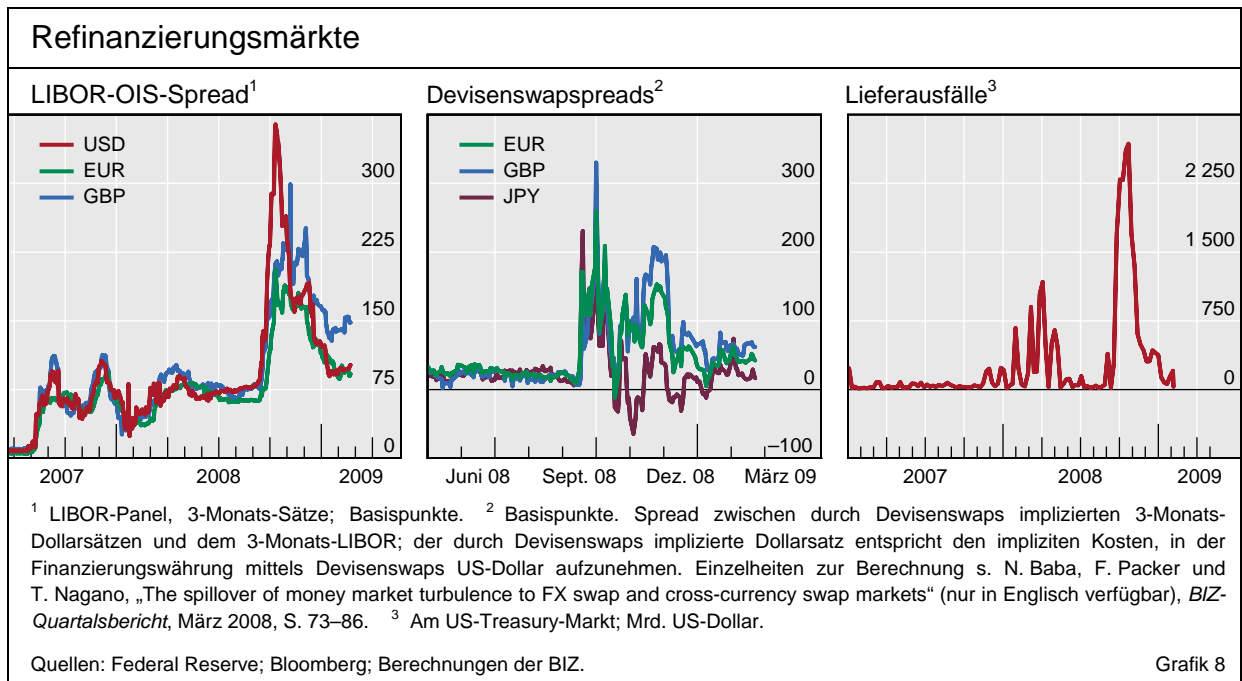
... während Anleger weiterhin mit tiefen kurzfristigen Zinssätzen rechnen

Von Dezember 2008 bis Ende Februar 2009 sanken die kurzfristigen Renditen weiter oder verharrten auf einem sehr tiefen Niveau (Grafik 5 Mitte). Die niedrigen Zinssätze spiegelten die anhaltende Nachfrage nach kurzfristigen Staatsanleihen als „sicherer Hafen“ und die tatsächliche und erwartete geldpolitische Lockerung in einem Umfeld wider, in dem die kurzfristigen Wirtschaftsaussichten nach wie vor äusserst düster waren. Dementsprechend wiesen die Preise für US-Tagesgeldfutures auf Erwartungen hin, dass die US-Leitzinsen nur sehr langsam von ihrem Niveau nahe der Nullmarke steigen würden (Grafik 7 links). Im Falle von Japan nahmen die Sätze für Overnight-Index-Swaps auf absehbare Zeit Zinsen weitgehend im Nullbereich vorweg (Grafik 7 rechts). Im Euro-Raum, wo die Leitzinsen noch nicht nahe der Untergrenze liegen, sanken die impliziten Terminalsätze für Tagesgeld weiter (Grafik 7 Mitte).

Langsame Verbesserung der Lage an den Geldmärkten

An den Geldmärkten verbesserte sich die Lage langsam weiter, da die Massnahmen der Zentralbanken und die staatlichen Garantien allmählich zu greifen begannen. Die LIBOR/OIS-Spreads z.B. gaben weiter nach, obwohl sie Ende Februar immer noch über dem während des ersten Jahres der Finanzmarkturbulenzen beobachteten Niveau lagen (Grafik 8 links). Die nach wie vor hohen LIBOR/OIS-Spreads widerspiegelten gewissermassen die Tatsache, dass das Kreditrisiko von Banken und die damit verbundene Prämie zu Beginn des Jahres 2009 höher waren als vor dem Lehman-Konkurs (Grafik 4 links). Wie die Spreads an den Märkten für unbesicherte Kredite kamen auch die Spreads für Devisenswaps schrittweise von ihrem im November verzeichneten Höhepunkt herunter, erreichten jedoch nicht wieder das Niveau vor dem Lehman-Konkurs (Grafik 8 Mitte). Auch an den Repo-Märkten schien sich die Lage zu bessern. Insbesondere die Lieferausfälle in den USA, die im Oktober 2008 Rekordhöhen erreicht hatten, gingen deutlich zurück angesichts der Entspannung an den Refinanzierungsmärkten, eines geringeren Repo-Handelsvolumens und der Massnahmen der Treasury Market Practices Group (TMPG), eines Gremiums von Marktteilnehmern aus dem Privatsektor, das von der Federal Reserve Bank of New York gefördert wird. Zu einem Lieferausfall





kommt es, wenn ein Wertpapier nicht am vom Käufer und Verkäufer vereinbarten Datum geliefert wird. Oft handelt es sich dabei um Repo-Geschäfte. Die TMPG empfahl die Einführung neuer Marktpraktiken, die u.a. auch eine Strafgebühr für versäumte Transaktionsabwicklungen vorsahen. Mitte Februar beliefen sich die Lieferausfälle von US-Schatzpapieren auf etwas mehr als \$ 30 Mrd., nach fast \$ 2,7 Bio. im Oktober (Grafik 8 rechts).

Die langfristigen Dollar-Swapsreads (d.h. der Swapsatz abzüglich der entsprechenden Rendite der US-Schatztitel) verharrten Anfang 2009 nach einem beträchtlichen Rückgang Ende 2008 auf einem ungewöhnlich niedrigen Niveau. Der Abwärtsdruck war teilweise darauf zurückzuführen, dass die Bedenken über das Angebot von US-Schatzpapieren die Anleiherenditen im Vergleich zu Swapsätzen in die Höhe trieben. Die Swapsreads für 10-jährige Laufzeiten fielen Ende 2008 und Anfang 2009 auf 10–30 Basispunkte. In den beiden Vorjahren hatten sie bei rund 50–80 Basispunkten gelegen (Grafik 6 rechts). Gleichzeitig sank Ende Oktober 2008 der 30-jährige US-Swapsread von rund 40 Basispunkten zum allerersten Mal unter null und blieb danach für den Grossteil des Berichtszeitraums im negativen Bereich. Neben den Bedenken über das Angebot von US-Schatzpapieren waren Berichten zufolge auch Absicherungen exotischer Derivatstrukturen für den drastischen Rückgang der sehr langfristigen US-Swapsreads verantwortlich.

### Bedenken über den Finanzsektor belasten Aktienmärkte

Trotz eines vielversprechenden Starts ins Jahr 2009 entwickelten sich die wichtigsten Aktienmärkte im Berichtszeitraum infolge weiterer Probleme im Finanzsektor und des sich verschärfenden Wirtschaftsabschwungs insgesamt schwach. Von Ende November 2008 bis 20. Februar 2009 gab der Index S&P 500 um 14% nach. Die wichtigsten Börsen im Euro-Raum verzeichneten

Aktienmärkte in  
Bedrängnis ...

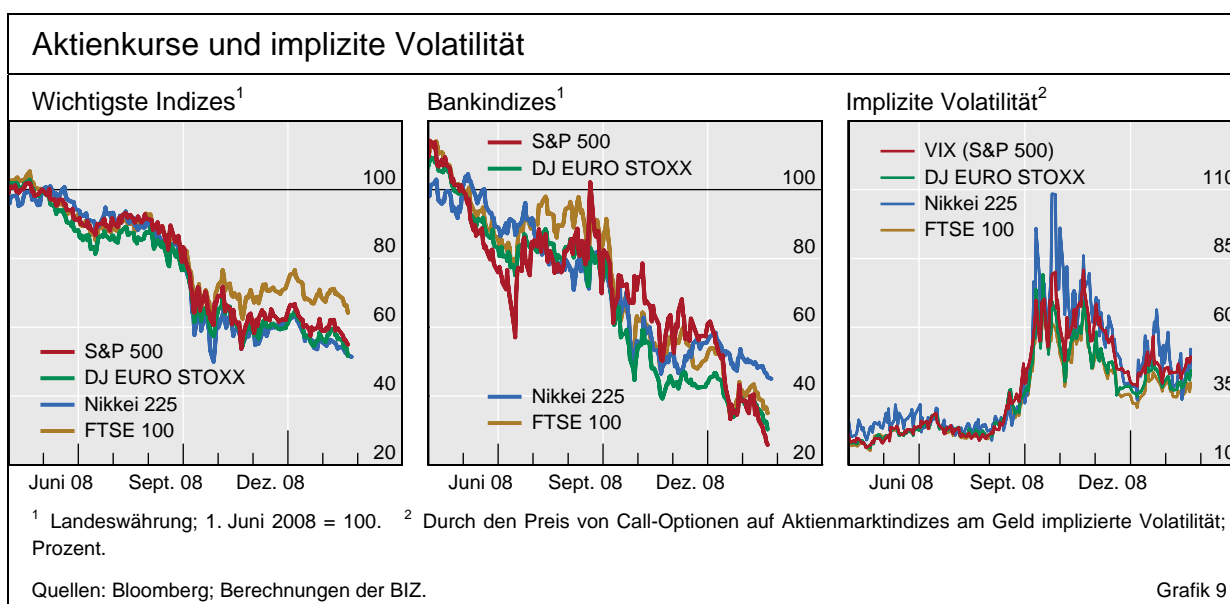
Verluste in ähnlicher Höhe, während der FTSE 100 im selben Zeitraum mehr als 9% einbüßte (Grafik 9 links).

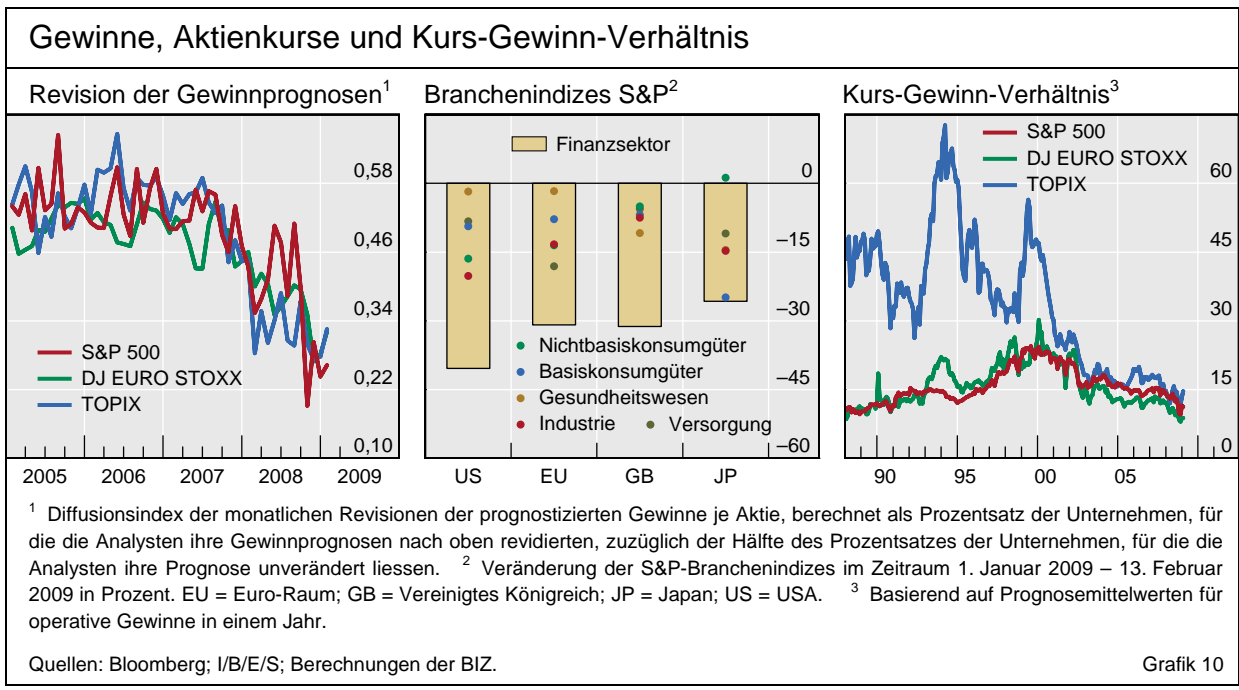
... angesichts von Besorgnis über den Finanzsektor ...

Als Finanzinstitute dies- und jenseits des Atlantiks für das vierte Quartal riesige Verluste auswiesen, löste dies eine Verkaufswelle bei Finanzaktien aus, die die Kurse insgesamt in Mitleidenschaft zog (s. Tabelle 1 im Abschnitt über Kreditmärkte). Gleichzeitig verstärkten neue staatliche Interventionen in Form von enormen Liquiditätsspritzen oder regelrechten Verstaatlichungen die Besorgnis über den Zustand des krisengeplagten Sektors und die Auswirkungen des immer stärkeren Eingreifens des Staates, sodass das Interesse der Anleger an Finanzaktien weiter schwand. Vor diesem Hintergrund gab der S&P-500-Subindex für den Finanzsektor von Jahresbeginn bis 20. Februar um rund 40% nach und sank somit auf sein niedrigstes Niveau seit mehr als 14 Jahren (Grafik 9 Mitte). Auch britische Finanzaktien wurden schwer getroffen. Sie verloren im selben Zeitraum rund 30%. Die Kursverluste von Finanzaktien an anderen europäischen Börsen fielen zuerst weniger stark als im Vereinigten Königreich aus, verschärften sich aber in der dritten Februarwoche angesichts wachsender Besorgnis über das Engagement von Banktöchtern an osteuropäischen Märkten, deren Situation sich verschlechterte (s. Abschnitt über aufstrebende Volkswirtschaften).

... sowie schwacher Wirtschaftsdaten und Gewinnmeldungen

Auch der sich weiter verstärkende Abschwung in den wichtigsten Volkswirtschaften belastete die Aktienmärkte. Die im Januar und Februar veröffentlichten Wirtschaftsdaten deuteten weiterhin auf eine schwache Realwirtschaft hin und liessen in einigen Fällen vermuten, dass es sich um den schlimmsten Abschwung seit Jahrzehnten handelte. Die düsteren Ertragszahlen für das vierte Quartal verstärkten den Pessimismus, der in den veröffentlichten Daten bereits zum Ausdruck kam. Die Auswirkungen der Rezession auf die Unternehmensergebnisse waren vor allem in Japan zu spüren. Der Index Nikkei 225 fiel von Jahresbeginn bis 20. Februar um rund 16% auf ein Niveau, das zuletzt in der turbulenten Zeit Ende Oktober beobachtet worden war. Zudem war für die Baisse am japanischen Markt nach wie vor der Konsumgütersektor massgebend. Erst im Februar wurden die sich häufenden Verluste im Finanzsektor





zum Hauptantriebsfaktor (Grafik 10 Mitte). Der starke Yen, der in den letzten vier Monaten 2008 gegenüber dem US-Dollar rund 20% an Wert gewonnen hatte, belastete exportorientierte Unternehmen und deren Aktienkurse. Als die Bank of Japan am 3. Februar ihr Vorhaben ankündigte, Aktienpositionen von Finanzunternehmen zu kaufen, reagierte der Markt kaum.

Im Finanzsektor sprachen zwar die Renditenaufschläge auf vorrangige Schuldtitel im Allgemeinen positiv auf staatliche Massnahmen an und wurden enger (s. Abschnitt über Kreditmärkte), doch die Aktienkurse reagierten meist negativ. Regelrechte Verstaatlichungen, wie im Falle der Anglo Irish Bank Mitte Januar, erwiesen sich für Aktionäre offensichtlich als verheerend. Auch Massnahmen, durch welche die staatliche Beteiligung erhöht wurde, wie die Umwandlung von Vorzugsaktien der Royal Bank of Scotland in Stammaktien, verwässerten in der Regel die Rechte der bestehenden Aktionäre. Zwar wurde der Verwässerungseffekt oft durch Kapitalzufuhren in anderer Form als Aktien gemildert, doch belasteten die mit einer solchen Massnahme verbundenen Auflagen (z.B. Einschränkungen der Dividendenzahlungen) den Aktienkurs trotzdem. Da Marktteilnehmer überdies neben der Höhe zunehmend auch die Zusammensetzung des Kapitals von Finanzinstituten überprüften, weckte die Tatsache, dass zahlreiche Finanzinstitute hybride Kapitalinstrumente in Aktienkapital umwandeln könnten, weitere Bedenken betreffend die Verwässerung.

Auch sonstige mögliche staatliche Rettungsmassnahmen wirkten sich auf die Kurse von Finanzaktien aus. Vorschläge, wie mit notleidenden Vermögenswerten von Banken umzugehen sei, führten zu Unsicherheit, da die Auswirkungen auf die Bilanzen der Banken u.a. von der Art der Massnahme (z.B. Garantie oder Direktkauf) und der Bewertung der Vermögenswerte abhängig waren. Da die langersehnte Ankündigung des überarbeiteten US-Plans zur Rettung des Finanzsektors am 10. Februar die Erwartungen der Marktteilnehmer im Hinblick auf Einzelheiten nicht erfüllte, löste er eine weitere Verkaufswelle bei Aktien aus; dadurch wurden die bescheidenen Gewinne, die

Aktienkurse gedrückt durch staatliche Interventionen ...

... und Unsicherheit über staatliche Massnahmen bezüglich notleidender Vermögenswerte

nach der vorherigen Welle von Mitte Januar erzielt worden waren, teilweise wieder zunichte gemacht. Die verbliebenen Gewinne schwanden in der dritten Februarwoche dahin, als die Finanzmärkte verstärkt von Ängsten vor möglichen Verstaatlichungen von Banken geplagt wurden.

Kurs-Gewinn-Verhältnisse nach wie vor nahe historischen Tiefstwerten

Am Ende des Berichtszeitraums herrschte nach wie vor viel Unsicherheit, wie die von Preisen von Aktienoptionen implizierte Zunahme der Volatilität in der dritten Februarwoche erkennen liess (Grafik 9 rechts). Gemessen an den Werten der vergangenen zwei Jahrzehnte waren die Kurs-Gewinn-Verhältnisse nach wie vor extrem tief – auch dann noch, als sich ein weiterer Rückgang der Gewinnerwartungen abzuzeichnen schien (Grafik 10 rechts und links).

### Auch aufstrebende Volkswirtschaften von der weltweiten Konjunkturabkühlung erfasst

Die aufstrebenden Volkswirtschaften wiesen in der Regel nur ein geringes direktes Engagement in den notleidenden Vermögenswerten auf, die die wichtigsten Industrieländer so schwer belasteten, und sie überstanden die akute Phase der Finanzkrise Ende 2008 relativ gut. Gegen die sich verschärfende Rezession in den fortgeschrittenen Industrieländern schienen sie indes viel weniger gefeit zu sein. Die Anzeichen gesamtwirtschaftlicher Auswirkungen mehrten sich im Laufe des Berichtszeitraums. Gleichzeitig bauten sich Spannungen an den Finanzmärkten bestimmter aufstrebender Volkswirtschaften – namentlich in Osteuropa – weiter auf.

Starker Wirtschaftsabschwung auf breiter Front ...

Die Schwere und das Ausmass des weltweiten Wirtschaftsabschwungs wurden in einer ganzen Reihe von Wirtschaftsdaten sichtbar, die Anfang 2009 veröffentlicht wurden. Die Vorausschätzung für Singapurs BIP für das vierte Quartal (ein Rückgang von 2,6% gegenüber dem Vorjahr), die am 2. Januar veröffentlicht wurde, war eine erste Bestätigung der sich verstärkenden Auswirkungen des globalen Abschwungs auf kleine offene Volkswirtschaften. Eine weitere war der unerwartet starke Rückgang des BIP-Wachstums im vierten Quartal in Korea (-3,4% gegenüber dem Vorjahr), der am 22. Januar bekannt gegeben wurde. Unter den grösseren aufstrebenden Volkswirtschaften wies China im vierten Quartal ein BIP-Wachstum von lediglich 6,8% gegenüber dem Vorjahr aus, das damit deutlich unter den 9% im Vorquartal lag. Auch der am 6. Februar bekanntgegebene entsprechende Wert für Russland lag bei nur noch 1,1% gegenüber 6,2% im Vorquartal.

... begleitet vom Zusammenbruch der Handelsströme

Dass die Konjunkturabkühlung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf die aufstrebenden Volkswirtschaften übergriff, war u.a. auf die rückläufige Exportnachfrage zurückzuführen. Vom starken Rückgang des Exportwachstums, der sich in einigen Ländern bereits Ende 2008 abzeichnete, sahen sich insbesondere die Staaten bedroht, deren BIP-Wachstum von Exporten getragen worden war. Der Zusammenbruch der Handelsströme stand offenbar auch im Zusammenhang mit dem Versiegen der Handelskredite aus Industrieländern infolge des Lehman-Konkurses im September 2008. Die verfügbaren monatlichen Zahlungsbilanzzahlen für Brasilien und Korea beispielsweise

zeigen, dass die Nettoströme von Handelskrediten von Gebietsfremden im Oktober 2008 ins Minus rutschten und bis Dezember negativ blieben.

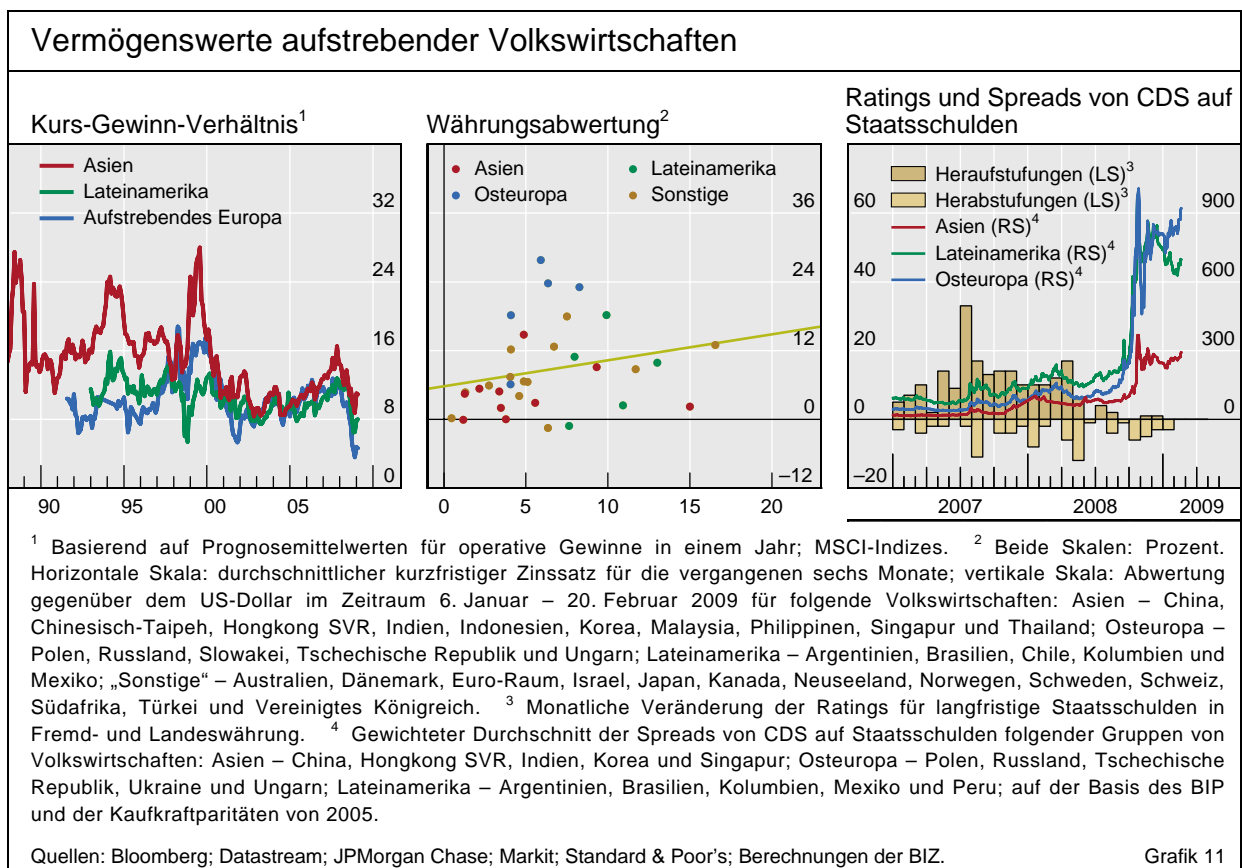
Die Verschlechterung der Wirtschaftslage und der Aussichten in aufstrebenden Volkswirtschaften spiegelte sich in den allgemein tiefen Aktienkursen, insbesondere in Osteuropa, wider. Von Ende November 2008 bis 20. Februar 2009 büsste der MSCI für die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas 17% ein, während der entsprechende Index für Asien unverändert blieb und derjenige für Lateinamerika 3% zulegte. Die Bewertungen, wie sie aus dem Kurs-Gewinn-Verhältnis hervorgehen, verharrten für alle Regionen auf oder nahe Rekordtiefständen (Grafik 11 links).

Aktienbewertungen weiterhin tief, vor allem im aufstrebenden Europa

Die schwache Aktienkursentwicklung im aufstrebenden Europa war in einer grossen Zahl von Ländern festzustellen. Die Referenzindizes der polnischen, tschechischen und ungarischen Börse brachen um 19%, 24% bzw. 18% ein. Der russische MICEX war höchst volatil. Er legte vom 23. Januar bis 10. Februar 31% zu, bevor er Mitte Februar innerhalb von nur drei Tagen 14% verlor, sodass der Handel am 17. Februar vorübergehend ausgesetzt werden musste.

Die Anfälligkeit der osteuropäischen Volkswirtschaften zeigte sich zudem an den Devisenmärkten. Zwar erholten sich viele Währungen aufstrebender Volkswirtschaften im Dezember und Anfang Januar, doch verlor der russische Rubel gegenüber dem Dollar und dem Euro weiter an Wert, da die russische Zentralbank aufgrund der wachsenden Bedenken über die Wirtschaftsaussichten des Landes die Handelsspanne der Währung allmählich senkte. Auch die tschechische Krone, der ungarische Forint und der polnische Zloty

Währungsabwertungen wecken Besorgnis über Auslandsschulden





erlitten drastische Verluste, die höher ausfielen als aufgrund der Tendenz, dass Hochzinswährungen bei erhöhter Marktvolatilität in der Regel mehr an Wert verlieren als tiefer verzinste Währungen, zu erwarten gewesen war (Grafik 11 Mitte). Da diese drei Volkswirtschaften aufgrund ihrer Handels- und Finanzbeziehungen stark von Westeuropa mit seiner sich rasch abkühlenden Konjunktur abhängig sind, keimten zunehmend Zweifel auf, ob sie in der Lage sein würden, ihr beträchtliches Leistungsbilanzdefizit zu finanzieren und ihre Fremdwährungsschulden zu bedienen. Die Banken, die Finanzierungen bereitgestellt hatten – mehrheitlich Tochtergesellschaften von westeuropäischen Banken –, waren ihrerseits von den sich verschlechternden Prognosen für ihre Aufnahmeländer betroffen. Auf dieses wechselseitige Risiko wurde am 17. Februar im Bericht einer Ratingagentur hingewiesen, was eine Verkaufswelle beim Euro und bei osteuropäischen Währungen auslöste.

Wachsende  
Differenzierung bei  
Renditen-  
aufschlägen für  
Staatsanleihen

Die Bedenken der Anleger hinsichtlich bestimmter aufstrebender Volkswirtschaften traten in der Entwicklung der Renditenaufschläge für Staatsanleihen zutage. Im Dezember und Anfang Januar gingen die Aufschläge für Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften am Kassa- und am CDS-Markt im Allgemeinen gegenüber ihren Spitzenwerten vom Oktober zurück (Grafik 11 rechts). Der Rückgang der Aufschläge veranlasste insbesondere eine Reihe staatlicher Emittenten, von den besseren Bedingungen zum Jahreswechsel zu profitieren und Papiere am Primärmarkt aufzulegen. Die Verbesserung betraf jedoch hauptsächlich asiatische Staaten und lateinamerikanische Emittenten höherer Bonität. Die Spreads für lateinamerikanische Staaten mit niedrigerem Rating wie beispielsweise Venezuela verengten sich hingegen nicht wesentlich. Gleichzeitig tendierten die Aufschläge für Osteuropa weiter nach oben. Von Ende November bis 20. Februar stiegen die 5-jährigen CDS-Spreads für Ungarn und Polen beispielsweise um 175 bzw. 180 Basispunkte und erreichten damit beinahe ihren Höhepunkt von Ende Oktober bzw. lagen darüber. Die schon extrem grossen Aufschläge für die Ukraine erhöhten sich angesichts der Verschlechterung der wirtschaftlichen und politischen Lage des Landes weiter.

Obwohl die Renditenaufschläge für Staatsanleihen mit einem höheren Rating ihre früheren Verbesserungen zunächst weitgehend halten konnten, schienen viele Ende Januar und im Februar leicht zu steigen. Insbesondere die 5-jährigen CDS-Spreads für Korea vergrösserten sich in der zweiten und dritten Februarwoche angesichts erneuter Zweifel an der Fähigkeit koreanischer Banken, ihre Fremdwährungsschulden zu bedienen, um mehr als 100 Basispunkte.

## Kasten: Entflechtung der verschiedenen Einflussfaktoren bei den jüngsten Verschiebungen der Breakeven-Inflationsraten

Peter Hördahl

Breakeven-Inflationsraten, d.h. die Renditedifferenzen zwischen nominalen und indexierten Anleihen, schwankten in den letzten Monaten aussergewöhnlich stark; sie sanken auf Rekordtiefs, bevor sie Anfang 2009 wieder etwas anzogen. Beispielsweise sank die 10-jährige Breakeven-Rate für die USA gegen Ende 2008 auf beinahe null, nachdem sie vorher mehrere Jahre lang bei etwa 2,5% verharret hatte (Grafik A links). Eine ähnliche, wenn auch weniger ausgeprägte Entwicklung war bei den Breakeven-Raten des Euro-Raums zu beobachten (Grafik A Mitte).

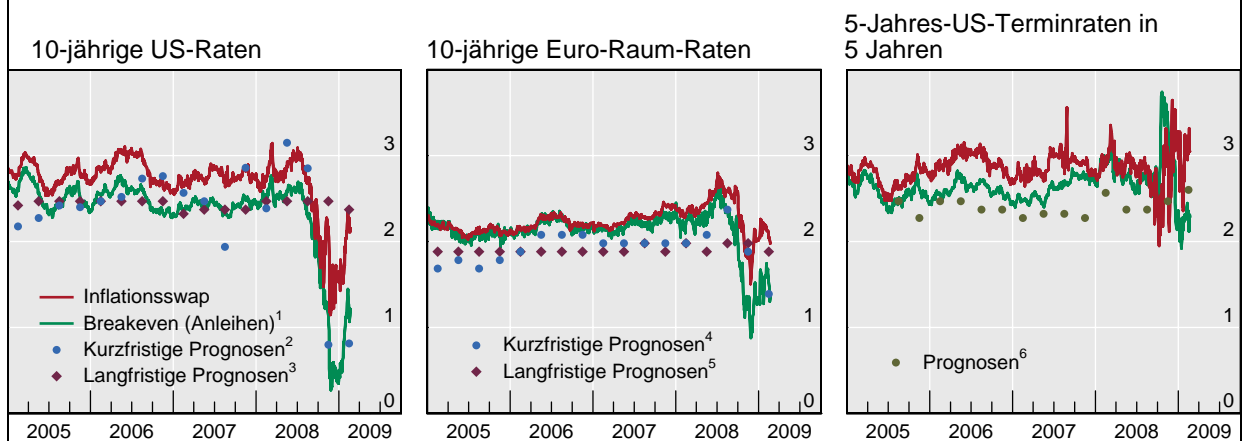
Vor diesem Hintergrund drängt sich die Frage auf, inwieweit diese jüngsten Schwankungen als tatsächliche Veränderungen der Inflationserwartungen einzustufen sind. Die Breakeven-Inflationsraten werden seit Langem als Indikator für die Inflationserwartungen der Märkte über den Zeithorizont der Anleihen verwendet. Jedoch spiegelten die grossen Preisausschläge, die während der Finanzkrise an zahlreichen Märkten – einschliesslich derjenigen für nominale und indexierte Anleihen – zu verzeichnen waren, natürlich neben Fundamentalfaktoren auch andere Einflüsse wider. Insgesamt dürften sinkende Inflationserwartungen zwar zum Rückgang der Breakeven-Raten beigetragen haben, doch ein beträchtlicher Teil des Rückgangs war wahrscheinlich anderen Faktoren zuzuschreiben, u.a. der Liquidität und marktspezifischen Einflüssen.

Grundsätzlich können die Breakeven-Inflationsraten in vier Hauptkomponenten aufgegliedert werden: i) erwartete Inflation, ii) Inflationsrisikoprämie, iii) Liquiditätsprämie und iv) marktspezifische Faktoren.<sup>①</sup> Die relative Bedeutung dieser Komponenten kann im Zeitverlauf variieren, entsprechend den jeweiligen Rahmenbedingungen in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten.

Die Rolle der ersten Komponente lässt sich beispielsweise mithilfe anderer Indikatoren der Inflationserwartungen beurteilen, wie Prognosedaten aus Erhebungen. Gemäss dem „Survey of Professional Forecasters“ (SPF), der von der Federal Reserve Bank of Philadelphia durchgeführt wird, sanken die Erwartungen bezüglich der US-Inflation auf annualisierter Quartalsbasis von 2,9% im 3. Quartal 2008 auf 0,8% im 1. Quartal 2009; längerfristig, über einen Zeithorizont von 10 Jahren, sanken die erwarteten Inflationsraten im gleichen Zeitraum jedoch nur um 0,1% auf 2,5%. Ebenso gingen die kurzfristigen Inflationserwartungen im Euro-Raum in den letzten Monaten erheblich zurück, doch bei den langfristigen (Zeithorizont fünf Jahre) Inflationserwartungen ergab

### Breakeven-Inflationsraten und in Erhebungen ermittelte Inflationsprognosen

Prozent



Erwartungen berechnet als Median (USA) bzw. Mittelwert (Euro-Raum) der Stichprobe.

<sup>1</sup> USA und Euro-Raum: Breakeven-Raten für Nullkuponanleihen nach dem Berechnungsverfahren von R. Gürkaynak, B. Sack und J. Wright, „The TIPS yield curve and inflation compensation“, *FEDS Paper* 2008–05, Board of Governors des Federal Reserve System, 2008. <sup>2</sup> Erwartungen für die am Verbraucherpreisindex (VPI) gemessene Inflation über einen Zeitraum von einem Quartal. <sup>3</sup> Erwartungen für die am VPI gemessene Inflation über einen Zeitraum von 10 Jahren. <sup>4</sup> Erwartungen für die am harmonisierten VPI gemessene Inflation über einen Zeitraum von einem Jahr. <sup>5</sup> Erwartungen für die am harmonisierten VPI gemessene Inflation über einen Zeitraum von 5 Jahren. <sup>6</sup> Erwartungen für die am VPI gemessene 5-Jahres-Inflation in 5 Jahren.

Quellen: Bloomberg; Survey of Professional Forecasters (SPF) der Federal Reserve Bank of Philadelphia bzw. der EZB; Berechnungen der BIZ. Grafik A

eine entsprechende Umfrage der EZB ebenfalls einen Rückgang von lediglich 0,1% auf 1,9% im Zeitraum 3. Quartal 2008 bis 1. Quartal 2009. Diese Ergebnisse deuten zwar darauf hin, dass sich die durchschnittlichen Inflationserwartungen für die nächsten Jahre trotz rasch sinkender kurzfristiger Erwartungen kaum verändert haben. Allerdings sind angesichts der massiven Schocks, von denen die Wirtschaft in jüngster Zeit erschüttert wurde, von einigen Beobachtern Zweifel an der Plausibilität anhaltend stabiler durchschnittlicher Inflationserwartungen über einen langen Zeithorizont geäussert worden.

Was die Inflationsrisikoprämie betrifft, deuten jüngste Schätzungen darauf hin, dass diese Komponente im Allgemeinen relativ klein und recht stabil ist.<sup>®</sup> Trifft dies zu, dann ist es unwahrscheinlich, dass die Inflationsrisikoprämie bei den beobachteten Veränderungen der Breakeven-Inflationsraten eine grosse Rolle gespielt hat. Dennoch enthalten einige Schätzungen auch Hinweise darauf, dass die Inflationsrisikoprämien positiv mit der Inflationsrate korrelieren. Demzufolge könnte – entsprechend den sinkenden Breakeven-Raten – der kürzliche Inflationsrückgang zu einer niedrigeren Inflationsrisikoprämie geführt haben. Intuitiv scheint es jedoch plausibel, dass die Inflationsrisikoprämie gestiegen sein könnte, da die Inflation volatiler geworden ist und eine gewisse Unsicherheit über die möglichen Preiseffekte der jüngsten geldpolitischen Massnahmen herrscht.

Die (breit definierten) Liquiditätsprämien hingegen haben bei der Entwicklung der Breakeven-Raten aller Wahrscheinlichkeit nach eine bedeutende Rolle gespielt. Während der Marktturbulenzen kam es zu einer massiven Flucht in die Liquidität, die die Nachfrage nach nominalen Staatsanleihen steil ansteigen liess und in diesem Segment zu einer negativen Prämie geführt haben dürfte. Mit anderen Worten: Die nominalen Renditen wurden hierdurch auf ein extrem tiefes Niveau gedrückt, was wiederum zu starkem Abwärtsdruck auf die Breakeven-Raten führte. Da ausserdem die Märkte für inflationsindexierte Anleihen sehr viel weniger liquide sind als die Märkte für nominale Anleihen, haben Anleger in indexierten Anleihen eher Mühe, Positionen an diesen Märkten zu den geltenden Marktkursen rasch zu schliessen. Unter normalen Umständen erzeugt dieser Faktor in der Regel eine relativ kleine Liquiditätsprämie auf inflationsindexierte Anleihen. Im Zuge zunehmender Liquiditätsrisiken erhöhte sich diese Prämie aber wahrscheinlich beträchtlich, und die Aversion gegen dieses Risiko wuchs, als sich die Krise im zweiten Halbjahr 2008 verschärfte. Damit könnte sich ihrerseits die Rendite indexierter Anleihen im Vergleich zur Rendite nominaler Anleihen erhöht haben, was den Abwärtsdruck auf die Breakeven-Raten womöglich noch verstärkt hat.

Mit diesen Liquiditätseffekten eng verknüpft und teilweise kaum von ihnen unterscheidbar sind marktspezifische Faktoren, die bei der jüngsten Entwicklung der Breakeven-Raten anscheinend ebenfalls eine erhebliche Rolle spielten. Ein solcher Faktor ist z.B. der Verkaufsdruck von fremdfinanzierten Anlegern, die ihre Positionen in inflationsindexierten Anleihen unter widrigen Marktbedingungen auflösen mussten; dadurch wiederum stiegen die realen Renditen und sanken die Breakeven-Raten.<sup>®</sup>

Daten von den Inflationsswapmärkten können über die Bedeutung dieser Effekte Aufschluss geben. Ein Inflationsswap ist ein derivatives Instrument, das einem gewöhnlichen Zinsswap ähnlich ist. Es wird jedoch nicht ein fester Zins gegen einen an einen kurzfristigen Zinssatz gebundenen variablen Zins getauscht, sondern die variable Zahlung ist beim Inflationsswap an eine Inflationsmessgrösse gekoppelt, in der Regel die während der Laufzeit des Swaps aufgelaufene Teuerung. Der feste Teil des Inflationsswaps liefert somit einen direkten Breakeven-„Inflationspreis“, der unbeeinflusst ist von etwaigen unterschiedlichen Liquiditätsbedingungen an den Märkten für nominale bzw. inflationsindexierte Anleihen oder von einer Flucht in die Liquidität.<sup>®</sup>

Nachdem die Differenz zwischen den Preisen für 10-jährige Inflationsswaps und den entsprechenden Breakeven-Raten für Anleihen in den letzten Jahren stabil gewesen war, weitete sie sich gegen Ende 2008 erheblich aus (Grafik A links und Mitte). Dies deutet darauf hin, dass die schon erwähnten Liquiditäts- und marktspezifischen Effekte bei den Breakeven-Raten der Anleihemärkte eine wichtige Rolle spielten. Dennoch gingen auch die Inflationsswapsätze gegen Ende 2008 deutlich zurück. Diese Entwicklung steht in Einklang mit den Erwartungen einer niedrigeren Inflation, ist aber wahrscheinlich auch einer Absicherung von Breakeven-Positionen an den Anleihemärkten zuzuschreiben. Der Rückgang der Breakeven-Raten wurde Anfang 2009 zum Teil wieder wettgemacht, möglicherweise weil sich Anleger die als übermässig gedrückt angesehenen Breakeven-Inflationsniveaus zunutze machen wollten.

Abschliessend lohnt sich vielleicht ein Blick auf die auf eine fernere Zukunft bezogenen Breakeven-Raten. Beispielsweise wird die 5-Jahres-Terminrate in 5 Jahren oft als aussagekräftiger

für die langfristigen Inflationserwartungen angesehen als z.B. die 10-jährige Breakeven-Rate, da sie – zumindest im Prinzip – nicht von kurzfristigen Inflationserwartungen beeinflusst sein sollte. Solche Termin-Breakeven-Raten sind in den letzten Monaten sehr viel volatil geworden, aber insgesamt ist keine eindeutige Veränderung ihres Niveaus festzustellen (Grafik A rechts). Das Ausbleiben einer solchen Veränderung könnte ein Hinweis darauf sein, dass die längerfristigen Inflationserwartungen grosso modo stabil geblieben sind. Dies wiederum stimmt mit der Ansicht überein, dass die Glaubwürdigkeit der Zentralbanken hinsichtlich ihrer Entschlossenheit, Preisstabilität zu gewährleisten, unter den jüngsten raschen Leitzinssenkungen nicht gelitten hat.

---

<sup>①</sup> Die Breakeven-Inflationsraten können von weiteren Faktoren beeinflusst werden, u.a. saisonalen Faktoren und sogenannten Carry-Effekten. Erstere sind bekannte saisonale Schwankungen der Verbraucherpreise; diese beeinflussen den Preis von Anleihen, die an nicht saisonbereinigte Verbraucherpreisindizes gekoppelt sind. Carry-Effekte beziehen sich auf länger anhaltende Veränderungen der Verbraucherpreise, wie z.B. jene, die mit der Ölpreisentwicklung zusammenhängen. Sie beeinflussen bekanntermassen die aktuelle Inflation, während inflationsindexierte Anleihen an einen Index von mehrere Monate alten Preisen gekoppelt sind. Tendenziell sind diese Effekte jedoch hauptsächlich für kurze Laufzeiten, etwa bis zu zwei Jahren, relevant. <sup>②</sup> S. P. Hördahl, „The inflation risk premium in the term structure of interest rates“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2008, S. 23–38, und die darin enthaltenen Verweise. <sup>③</sup> Ein weiterer marktspezifischer Faktor ist der Wert der eingebetteten Deflationsuntergrenze, der sich für zahlreiche inflationsindexierte Anleihen in letzter Zeit erhöht hat, insbesondere für neu emittierte Anleihen, die nahe an der Untergrenze sind. Gestiegene Werte für die Deflationsuntergrenzen bedeuten höhere Preise für die betroffenen indexierten Anleihen, was niedrigere reale Renditen und somit höhere Breakeven-Raten zur Folge hat. Dieser letztgenannte Effekt würde den jüngst beobachteten Rückgang der Breakeven-Raten also nicht erklären. Bei der Berechnung der realen Renditen von Nullkuponanleihen und der Breakeven-Inflationsraten werden überdies kürzlich emittierte indexierte Anleihen ausgeklammert. Daher dürfte die Deflationsuntergrenze bei den Breakeven-Inflationsdaten nur eine unbedeutende Rolle gespielt haben. <sup>④</sup> Das heisst natürlich nicht, dass Inflationsswaps von jeglichen marktspezifischen Faktoren, z.B. auch Absicherungseffekten, unberührt bleiben. Ausserdem sind die Inflationsswapmärkte in der Regel weniger liquide als die Anleihemärkte.