

Überblick: Risikobereitschaft steigt wieder – genährt von Stabilisierungshoffnungen

Zaghafte Hoffnungsschimmer, dass die schlimmste Phase der Finanzkrise und des Wirtschaftsabschwungs vorüber sei, liessen im Zeitraum Ende Februar bis Ende Mai die Risikobereitschaft der Anleger wieder wachsen. Infolgedessen zogen die Aktienkurse deutlich an, die Risikoaufschläge verengten sich, und die impliziten Volatilitäten gingen zurück. Das weiterhin gedämpfte Niveau wichtiger Wirtschaftsindikatoren konnte diesem aufkeimenden Optimismus nichts anhaben. Stattdessen richteten die Anleger ihr Augenmerk auf erste Anzeichen, dass sich die wirtschaftliche Lage weniger rasch verschlechterte als zuvor, und verstärkte staatliche Massnahmen zur Krisenbekämpfung sowie unerwartet gute Gewinnmeldungen förderten die Zuversicht.

Bei der Aufhellung der Anlegerstimmung spielten verschiedene staatliche Initiativen eine wichtige Rolle. Die Veröffentlichung näherer Einzelheiten zu den Rettungsplänen für amerikanische und britische Banken verminderte die Ungewissheit, ebenso wie die Ergebnisse der von der Federal Reserve durchgeführten Stresstests für US-Banken. Besonders die letztere Massnahme liess die Kreditrisikoprämien für US-Banken sinken. Ausserdem fühlten sich Investoren anfänglich durch die zusätzlichen Massnahmenpakete zur Konjunkturbelebung und die Ankündigung koordinierter Schritte im Gefolge des G20-Gipfels vom April ermutigt.

Darüber hinaus lockerten die Zentralbanken erneut ihre Geldpolitik. Abgesehen von Zinssenkungen – soweit noch möglich – kündigten mehrere Zentralbanken neue und unkonventionelle Massnahmen an, darunter zusätzliche Massnahmen zur Kreditlockerung und umfangreiche Ankäufe von Staatsanleihen. Während diese Initiativen zunächst einen Renditenrückgang bei Schatztiteln auslösten, war bei den Langfristzinsen im Berichtszeitraum allgemein ein Aufwärtstrend zu beobachten, da die Risikobereitschaft wieder zu- und infolgedessen die Flucht in sichere Staatsanleihen abnahm. Wachsende Bedenken über die steigende Staatsverschuldung verstärkten den Aufwärtsdruck auf die Renditen, insbesondere gegen Ende des Berichtszeitraums. Parallel dazu stiegen auch die langfristigen Termin-Breakeven-Inflationsraten, möglicherweise infolge der Besorgnis der Anleger über die Inflationsfolgen, die die laufende Ausweitung von Verpflichtungen des öffentlichen Sektors auf lange Sicht haben würde.

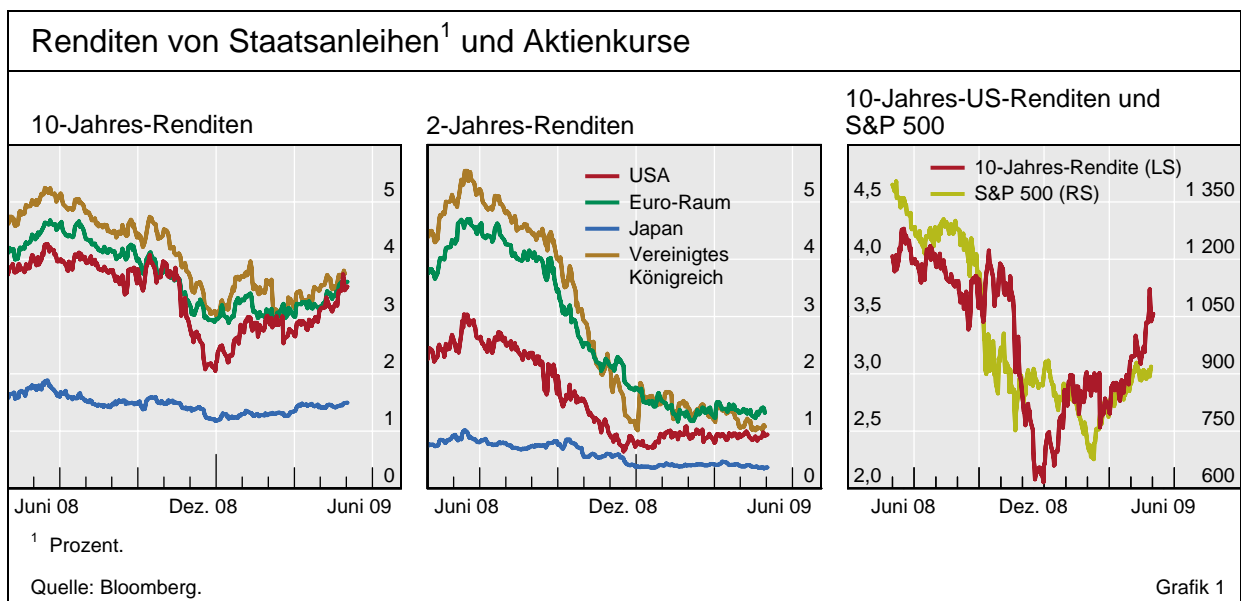
Trotz der Trendumkehr an den Märkten waren die Bedingungen in vielen Marktsegmenten Ende Mai immer noch deutlich schlechter als in der Zeit vor dem Konkurs von Lehman Brothers im September 2008. Dies war bei den Aktienmärkten der Fall, wo die meisten Indizes selbst nach den jüngsten kräftigen Erholungen noch 20–30% unter ihrem Stand von Mitte September waren. An den Kreditmärkten, wo sich die Spreads zwar gegenüber ihren Spitzenwerten von Anfang 2009 deutlich verengt hatten, waren sie im Allgemeinen gleichwohl nicht auf ihr Niveau von Mitte September gefallen. Insbesondere die CDS-Spreads für Papiere unterhalb Investment-Grade und für Staatsanleihen blieben erheblich höher. An den Interbankmärkten, wo nach dem Lehman-Kollaps die gravierendsten Störungen aufgetreten waren, besserte sich die Lage jedoch schrittweise weiter, und Ende Mai hatten die wichtigsten Geldmarktsreads wieder ihr Niveau vor dem Lehman-Konkurs erreicht.

Nachlassende Flucht in die Qualität und steigende Anleiherenditen

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen der fortgeschrittenen Volkswirtschaften stiegen im Berichtszeitraum beträchtlich; zurückzuführen war dies auf ein Zusammentreffen von Hoffnungen auf eine Verlangsamung des weltweiten Konjunkturabschwungs und von Bedenken über die rasch wachsende Staatsverschuldung. Von Ende Februar bis Ende Mai 2009 erhöhte sich in den USA die Rendite 10-jähriger Anleihen um fast 45 Basispunkte auf etwa 3,45%, während die entsprechenden Renditen im Euro-Raum und in Japan um etwa 45 bzw. 20 Basispunkte auf rund 3,60% bzw. 1,50% stiegen (Grafik 1 links). Die kurzfristigen Renditen änderten sich indessen kaum, da auf kurze Sicht mit relativ stabilen Leitzinsen gerechnet wurde (Grafik 1 Mitte). Infolgedessen wurden die Renditenstrukturkurven erheblich steiler.

Beflügelt wurde der Renditezuwachs bei den langlaufenden Anleihen grösstenteils von der sich unter Anlegern verbreitenden Einschätzung, dass bei der Finanzkrise und beim Konjunkturunbruch das Schlimmste überstanden sei. Wie sich auch an anderen Märkten – insbesondere den Aktienmärkten –

Renditenanstieg dank Hoffnung auf Erholung ...



zeigte, liessen diese Hoffnungen die Risikobereitschaft wieder wachsen. Als die Nachfrage nach riskanten Vermögenswerten zunahm, schwächte sich der von der Flucht in sichere und liquide Anlagen verursachte Druck auf die Märkte für Staatsanleihen ab, wodurch sich die Renditen erhöhten. Dementsprechend zogen die Anleiherenditen im März, als der Anstieg der Aktienkurse an Dynamik gewann, noch schneller an (Grafik 1 rechts).

... beflügelt durch staatliche Initiativen ...

Genährt wurde der aufkeimende Optimismus der Anleger durch eine Kombination aus den von verschiedenen staatlichen Stellen angekündigten vertrauensbildenden Massnahmen und gesamtwirtschaftlichen Daten, die weniger ungünstig ausfielen als erwartet. Zu den behördlichen Initiativen, die offenbar besonders zur Stärkung des Vertrauens am Markt beitrugen, gehörten

Ausgewählte Ereignisse im Berichtszeitraum	
26. Februar	Die britischen Behörden führen der RBS weitere GBP 13 Mrd. zu und sichern Vermögenswerte der Bank in Höhe von GBP 325 Mrd. im Rahmen des Asset Protection Scheme ab.
3. März	Die Federal Reserve gibt die Eröffnung der Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) bekannt, die bis zu USD 200 Mrd. ausleihen kann.
5. März	Die Bank of England senkt den Leitzins um 50 Basispunkte auf 0,5% und kündigt die Asset Purchase Facility (GBP 75 Mrd.) an. Die EZB senkt den Hauptrefinanzierungssatz um 50 Basispunkte auf 1,5%.
7. März	Die Lloyds Banking Group nimmt am Asset Protection Scheme teil, um Vermögenswerte von in Höhe von GBP 260 Mrd. abzusichern.
10. März	Aus einer internen Mitteilung der Citigroup lässt sich schliessen, dass die Bank die beste Gewinnentwicklung seit mehr als einem Jahr aufweist.
12. März	Die Schweizerische Nationalbank interveniert an den Devisenmärkten. S&P setzt das Rating von General Electric herab.
18. März	Die Federal Reserve kündigt an, langfristige US-Schatztitel bis zu insgesamt USD 300 Mrd. anzukaufen und den Erwerb von Agency-Schuldtiteln und -MBS zu verstärken. Die Bank of Japan erhöht ihren Ankauf japanischer Staatsanleihen von JPY 16,8 Bio. jährlich auf JPY 21,6 Bio. Unicredit stellt sowohl bei den österreichischen als auch bei den italienischen Behörden Unterstützungsanträge.
23. März	Der US-Finanzminister gibt Einzelheiten des Public-Private Investment Program bekannt.
2. April	G20-Gipfel. Die EZB senkt den Hauptrefinanzierungssatz um 25 Basispunkte auf 1,25%.
6. April	Die HSBC schliesst eine Bezugsrechtsemission im Rekordvolumen von GBP 12,5 Mrd. ab.
7. April	Irland kündigt die Einrichtung einer National Asset Management Agency zur Übernahme fauler Kredite an.
9. April	Wells Fargo kündigt in einer Vorabinformation einen Rekordgewinn für das erste Quartal an. Japan gibt ein fiskalpolitisches Förderprogramm in Höhe von JPY 15,4 Bio. bekannt.
15. April	Die UBS kündigt in einer Vorabinformation grosse Verluste – rund CHF 2 Mrd. – für das erste Quartal an.
20. April	Die Bank of America meldet für das erste Quartal einen Gewinn von USD 4,2 Mrd., aber auch eine Erhöhung ihrer Rückstellungen.
22. April	Morgan Stanley meldet für das erste Quartal einen Verlust von USD 578 Mio.
28. April	Die BBVA meldet für das erste Quartal einen Rückgang des Reingewinns von 14,2% im Vorjahresvergleich.
30. April	Die Chrysler LLC beantragt Insolvenzschutz nach US-Konkursrecht (Chapter 11).
7. Mai	Die US-Behörden veröffentlichen die Ergebnisse der Stresstests für Banken. Die Bank of England erhöht das Volumen der Asset Purchase Facility um GBP 50 Mrd. auf GBP 125 Mrd. Die EZB senkt den Hauptrefinanzierungssatz um 25 Basispunkte auf 1% und kündigt an, gedeckte Schuldverschreibungen in Höhe von rund EUR 60 Mrd. ankaufen zu wollen.
21. Mai	S&P setzt den Ausblick für britische Staatsanleihen mit AAA-Rating von stabil auf negativ herab.

Quellen: Bloomberg; *Financial Times*; *The Wall Street Journal*.

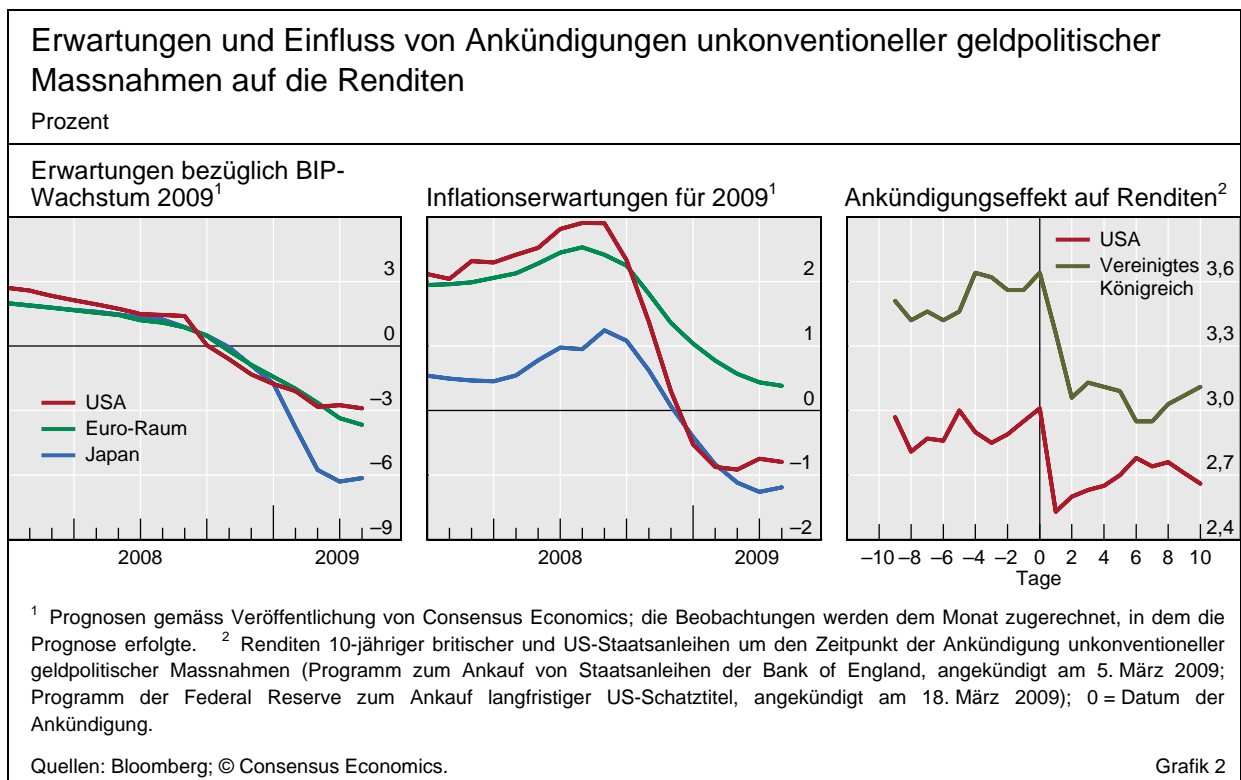
Tabelle 1

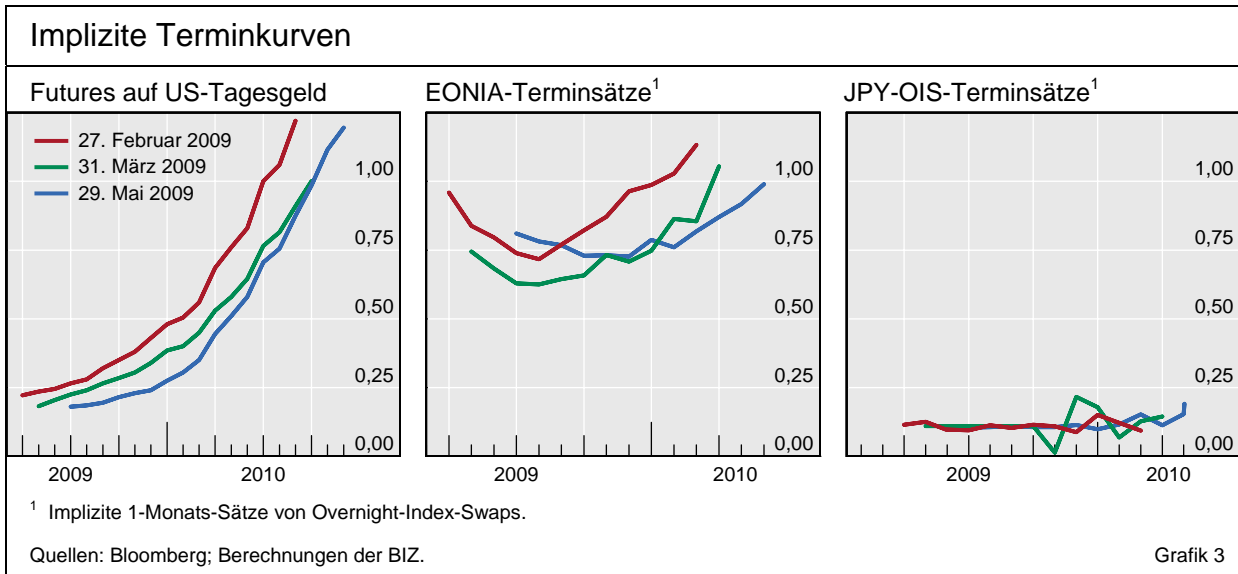
die Veröffentlichung von Einzelheiten zum britischen Asset Protection Scheme und zum Public-Private Investment Program in den USA, der G20-Gipfel in London Anfang April sowie die Ergebnisse der Stresstests für US-Banken (Tabelle 1).

Die neuen Wirtschaftsdaten fielen weniger unerfreulich als erwartet aus, insbesondere für die USA – ungeachtet eines BIP-Rückgangs von auf Jahresbasis umgerechnet 6,1% im ersten Quartal. Die US-Beschäftigtenzahlen (ohne Agrarsektor) deuteten darauf hin, dass sich der Stellenabbau nicht weiter beschleunigte; die im April veröffentlichten Daten erwiesen sich mit einem Verlust von 539 000 Arbeitsplätzen zwar als düster, aber nicht ganz so schlimm wie erwartet, zum Teil infolge einer beträchtlichen einmaligen Erhöhung der staatlichen Beschäftigung. Stärker zukunftsgerichtete Indikatoren wie Umfragen zum Konsum- und Geschäftsklima erholten sich von einem niedrigen Niveau. Auch im Euro-Raum gab es Anzeichen für eine Stabilisierung: Das Konsumklima besserte sich, und der deutsche ifo-Index zog wieder an. In Japan hingegen blieben positive Meldungen rar. Umfragedaten zu den Wachstumserwartungen entsprachen folgendem Gesamtbild: Obwohl für 2009 mit einem Schrumpfen der drei grössten Volkswirtschaften gerechnet wurde, wiesen die jüngsten Revisionen im Allgemeinen auf eine gewisse Stabilisierung hin (Grafik 2 links).

... und weniger unerfreuliche Daten

Zusätzlich zu den weltweit von Regierungen ergriffenen Massnahmen zur Wirtschaftsankurbelung lockerten die Zentralbanken ihre Geldpolitik weiter. Wo Zinssenkungen noch möglich waren, wurden die Leitzinsen weiter herabgesetzt. Die EZB reduzierte den Hauptrefinanzierungssatz im März, April und Mai um insgesamt 100 Basispunkte auf den Tiefstand von 1% und den Zinssatz für die Einlagefazilität auf 0,25%. Die Bank of England senkte ihren





Leitzins im März erneut um 50 Basispunkte auf 0,5%, womit ebenfalls ein historischer Tiefstand erreicht wurde. In den USA und Japan, wo die Leitzinsen bereits nahe null lagen, blieben sie unverändert. Die Preisgestaltung bei Geldmarkt-Terminkontrakten deutete darauf hin, dass diese Beschlüsse weitgehend erwartet worden waren und darüber hinaus für die kommenden Monate mit keinen wesentlichen Kursänderungen gerechnet wurde (Grafik 3).

Unkonventionelle
geldpolitische
Massnahmen der
Zentralbanken ...

Da die Leitzinsen in vielen Volkswirtschaften schon nahe null lagen, kündigten die wichtigsten Zentralbanken unkonventionelle geldpolitische Massnahmen an und begannen mit deren Umsetzung, um die monetären Rahmenbedingungen weiter zu lockern (s. Kasten und Tabelle 1). Die Bank of England gab am 5. März bekannt, zur Erreichung ihres Inflationsziels werde sie dazu übergehen, der Wirtschaft Geld direkt zuzuführen, indem sie britische Staatsanleihen und Vermögenswerte des privaten Sektors im Umfang von GBP 75 Mrd. (Anfang Mai auf GBP 125 Mrd. erhöht) ankaufen werde. In den USA erweiterte die Federal Reserve ihr bestehendes Programm zur Verbesserung der Lage an den Kreditmärkten und kündigte am 18. März an, sie werde im Verlauf der kommenden sechs Monate längerfristige Schatztitel im Betrag von bis zu USD 300 Mrd. erwerben. Die Bank of Japan erweiterte ihr Programm zum Kauf japanischer Staatsanleihen um JPY 4,8 Bio. jährlich (s. hierzu auch das Feature von Robert McCauley und Kazuo Ueda in diesem *Quartalsbericht*). Die EZB schliesslich teilte am 7. Mai ihre Absicht mit, im Euro-Raum begebene, auf Euro lautende gedeckte Schuldverschreibungen in Höhe von rund EUR 60 Mrd. anzukaufen.¹

... drücken auf
Renditen ...

Als unmittelbare Reaktion auf die Ankündigungen des Ankaufs von Schatztiteln gingen die Renditen der Staatsanleihen beträchtlich zurück, vor allem im Vereinigten Königreich und in den USA (Grafik 2 rechts). Die Renditen 10-jähriger US-Schatzpapiere fielen nach der Ankündigung der Federal Reserve um fast 50 Basispunkte, die Renditen britischer 10-jähriger

¹ Für nähere Einzelheiten s. das Feature „Der Markt für gedeckte Schuldverschreibungen“ von Frank Packer et al. im *Quartalsbericht* vom September 2007.

Staatsanleihen nach derjenigen der Bank of England um nahezu 60 Basispunkte. Im Euro-Raum waren die Renditen nach diesen Ankündigungen ebenfalls rückläufig, da sich Spekulationen verstärkten, die EZB werde ähnliche Massnahmen bekannt geben. Gleichwohl hielt der Dämpfungseffekt auf die Renditen nicht an, und die langfristigen Renditen begannen bald zu steigen. Dafür dürften zwar, wie weiter oben erörtert, zum grossen Teil andere Faktoren verantwortlich gewesen sein, doch könnte paradoxerweise auch die Einführung unkonventioneller geldpolitischer Massnahmen einen Beitrag geleistet haben. Insbesondere könnten dadurch das Anlegervertrauen und die Zunahme der Risikobereitschaft verstärkt und an den Staatsanleihemärkten der Druck durch die Flucht in sichere Anlagen gemindert worden sein.

... zumindest vorübergehend

Ein weiterer Faktor, der die Renditen nach oben drückte, waren anhaltende Bedenken hinsichtlich des Angebots an Staatsanleihen. Die Kombination von grossangelegten fiskalpolitischen Ankurbelungsprogrammen, Rettungspaketen für Finanzinstitute und rapide sinkenden Steuereinnahmen führte weltweit zu steigenden Haushaltsdefiziten und damit auch zu stark erhöhter Emission von Staatsanleihen. Als an den Märkten anscheinend Zweifel aufkamen, ob die Anleger bereit wären, erheblich höhere Volumina zu absorbieren, stiegen die Anleiherenditen. Darüber hinaus weckten rasch wachsende Defizite Sorgen bezüglich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und der Fähigkeit einiger Staaten, ihre erhöhten Verpflichtungen zu erfüllen. Dies führte zu einem Anstieg des tatsächlichen oder wahrgenommenen Länderrisikos und dürfte die Anleger in einigen Fällen veranlasst haben, für das Halten von Staatsanleihen eine höhere Vergütung zu fordern, was die Anleiherenditen nach oben trieb.

Aufwärtsdruck auf Renditen infolge von Bedenken wegen wachsender Defizite

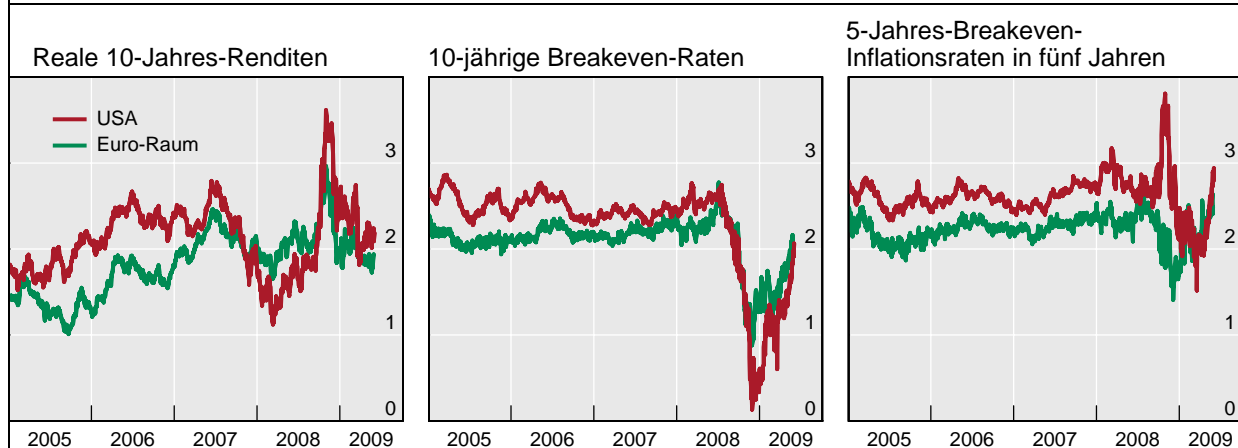
Wie sehr diese Faktoren im Vordergrund standen, verdeutlichte die Entscheidung von Standard & Poor's am 21. Mai, den Ausblick für britische Staatsanleihen mit AAA-Rating auf mittelfristig negativ zu stellen. Die Ratingagentur begründete diesen Schritt mit der Einschätzung, dass die Staatsverschuldung des Vereinigten Königreichs auf mittlere Sicht 100% des BIP erreichen könnte. Unmittelbar nach der Bekanntgabe stiegen die Renditen 10-jähriger britischer Staatsanleihen um rund 10 Basispunkte. Noch an dem betreffenden Tag erhöhten sich die Spreads 5-jähriger Credit-Default-Swaps (CDS) für das Vereinigte Königreich um 8 Basispunkte. Der Beschluss trug offenbar auch anderswo zu Renditesteigerungen bei, vor allem in den USA, da die Anleger ihre Risikoeinschätzung bezüglich einer Ratingherabstufung für Staatsanleihen weiterer wichtiger Volkswirtschaften überprüften.

Angesichts einer vorsichtig optimistischen Stimmung betreffend die Wirtschaftslage erhöhten sich die Breakeven-Inflationsraten gegenüber dem ausserordentlich niedrigen Niveau, das sie Ende 2008 erreicht hatten, weiter (Grafik 4 Mitte). Zum Teil könnte dies Erwartungen widerspiegeln haben, dass sich die rückläufige Tendenz der Verbraucherpreise auf kurze Sicht verlangsamen bzw. abschwächen werde; dies stünde mit den auf Umfragen basierenden Inflationsprognosen für 2009 (Grafik 2 Mitte) und den wieder steigenden Energiepreisen im Einklang. Der jüngste Anstieg der Breakeven-

Anstieg der Breakeven-Inflationsraten von niedrigem Niveau aus ...

Reale Renditen und Breakeven-Inflationsraten¹

Prozent



¹ Die realen 10-Jahres-Renditen und die Breakeven-Raten für Nullkuponanleihen werden berechnet nach dem Verfahren 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.

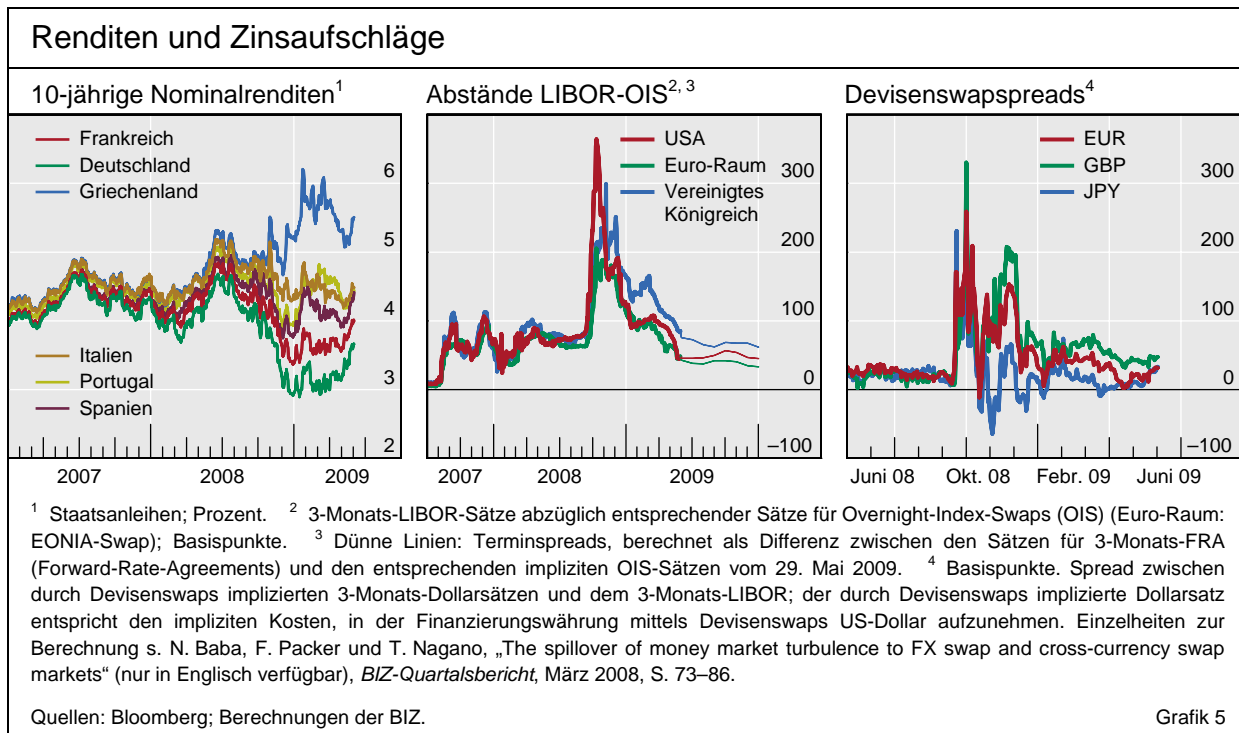
Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Grafik 4

Inflationsraten dürfte jedoch – wie schon der massive Rückgang Ende 2008 – zum grossen Teil auf andere Faktoren zurückzuführen sein (s. Kasten im „Überblick“ des *Quartalsberichts* vom März 2009), nicht zuletzt das Ende der hohen Nachfrage nach der Liquidität nominaler Staatspapiere als „sicherer Hafen“. Dazu kam noch ein Rückgang der realen Renditen, wahrscheinlich infolge sinkender Liquiditätsprämien für inflationsindexierte Anleihen (Grafik 4 links). Da solche Faktoren in der Regel für Terminalsätze weniger Bedeutung haben, stiegen die impliziten 5-Jahres-Termin-Breakeven-Inflationsraten in fünf Jahren etwas weniger als die entsprechenden 10-Jahres-Raten (Grafik 4 rechts). Dass die langfristigen Termin-Breakeven-Raten jedoch tatsächlich signifikant stiegen, könnte darauf zurückzuführen sein, dass unter den Anlegern die Besorgnis wuchs, der laufende Aufbau staatlicher Verpflichtungen könnte in der Zukunft die Inflation steigen lassen.

... und weitere
Normalisierung an
anderen Märkten

Auch in anderen Marktsegmenten gab es Anzeichen für eine allmähliche Besserung der Lage. Beispielsweise begann sich der Renditenabstand zwischen deutschen Bundesanleihen und Staatsanleihen anderer Länder des Euro-Raums, der sich seit Mitte 2008 nahezu kontinuierlich ausgeweitet hatte, etwas zu verengen (Grafik 5 links). Da nichts auf eine Konvergenz des Länderrisikos unter den Euro-Ländern hinwies, schien die Verengung des Renditenabstands eindeutig auf eine Verbesserung der Marktliquidität und eine wieder zunehmende Risikoneigung zurückzuführen zu sein. Dem entsprach die Entwicklung an den Interbankmärkten. So verringerten sich die LIBOR/OIS-Abstände und die Spreads für Devisenswaps schrittweise weiter, und Ende Mai waren sie in vielen Fällen unter ihr unmittelbar vor dem Lehman-Konkurs verzeichnetes Niveau gesunken (Grafik 5 Mitte und rechts). Die Preisfestsetzung für Forward-Rate-Agreements und OIS-Kontrakte liess jedoch vermuten, dass für den Rest des Jahres nur mit begrenzten weiteren Verbesserungen am Interbankmarkt gerechnet wurde.



Erholung der Aktienmärkte angesichts von Hoffnungen auf eine Stabilisierung des Finanzsektors

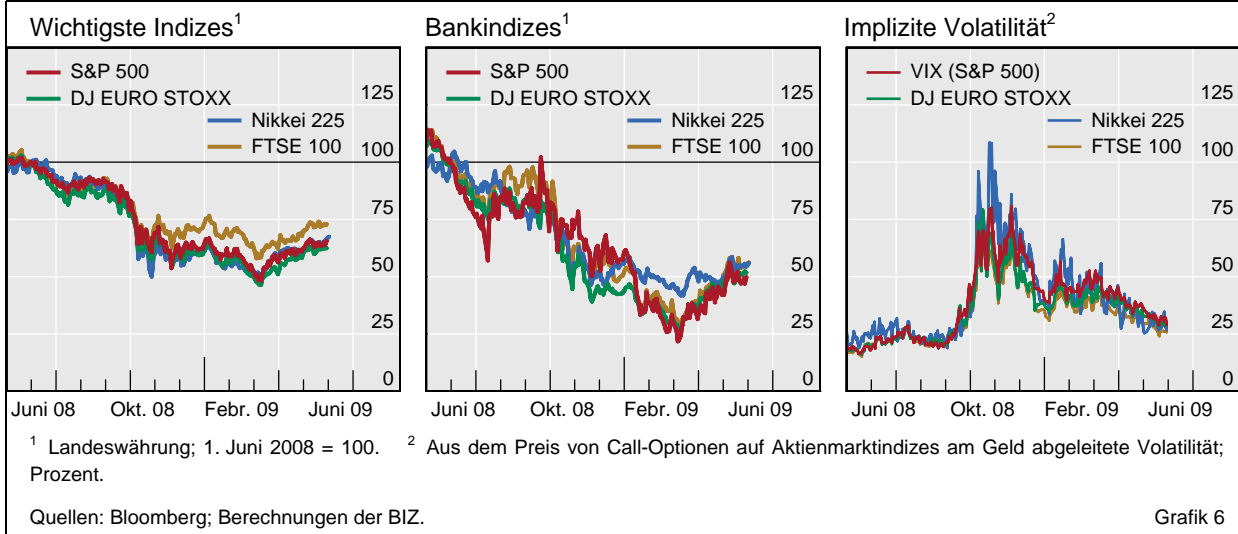
Die wichtigsten Aktienmärkte verzeichneten im Berichtszeitraum eine Wende. Die Erholung setzte Anfang März ein und hielt bis gegen Ende Mai an, nur gelegentlich unterbrochen von kurzen Phasen des Zweifels oder einzelnen negativen Meldungen. Obwohl aus den Wirtschaftsdaten meist noch immer eine schwache realwirtschaftliche Aktivität abzulesen war, schienen die Marktteilnehmer ihr Augenmerk auf Anzeichen dafür zu richten, dass sich die Wirtschaftslage weniger rasch verschlechterte als zuvor oder sich in einigen Fällen sogar stabilisierte. Selbst die Besorgnis, die Ende April wegen der Aussicht auf eine Grippe-Pandemie aufkam, konnte die zuversichtliche Stimmung nicht dauerhaft beeinträchtigen. Von Ende Februar bis Ende Mai 2009 stieg der Index S&P 500 um 25% und machte damit den gesamten seit Jahresbeginn verzeichneten Verlust wett. Auch die wichtigsten Börsen im Euro-Raum und in Japan erholten sich in vergleichbarem Ausmass, während im Vereinigten Königreich der FTSE 100 im selben Zeitraum um 15% zulegte (Grafik 6 links).

Anfang März
Wende an den
Aktienmärkten

Die Gewinnerwartungen der Unternehmen zogen im März an und stützten die Belegung an den Aktienmärkten (Grafik 7 links). Insbesondere Finanzwerte, die die Verkaufswelle am Aktienmarkt zu Beginn des Jahres angeführt hatten, waren nun Vorreiter der Erholung. Unerwartet positive Ergebnisse für das erste Quartal bei einer Reihe grosser Finanzinstitute auf beiden Seiten des Atlantiks lieferten einige konkrete Belege für eine Stabilisierung des Finanzsektors (Tabelle 1). Die Zinserträge wurden von steiler verlaufenden Renditenstrukturkurven und höheren Geld-Brief-Spannen gestützt. Eine Belegung des Investmentbankgeschäfts trug ebenfalls beträchtlich zu den Bankerträgen bei, besonders angesichts des stark erhöhten Emissions-

Bessere
Ertragslage, vor
allem im
Finanzsektor,
Antrieb für Erholung

Aktienkurse und implizite Volatilität

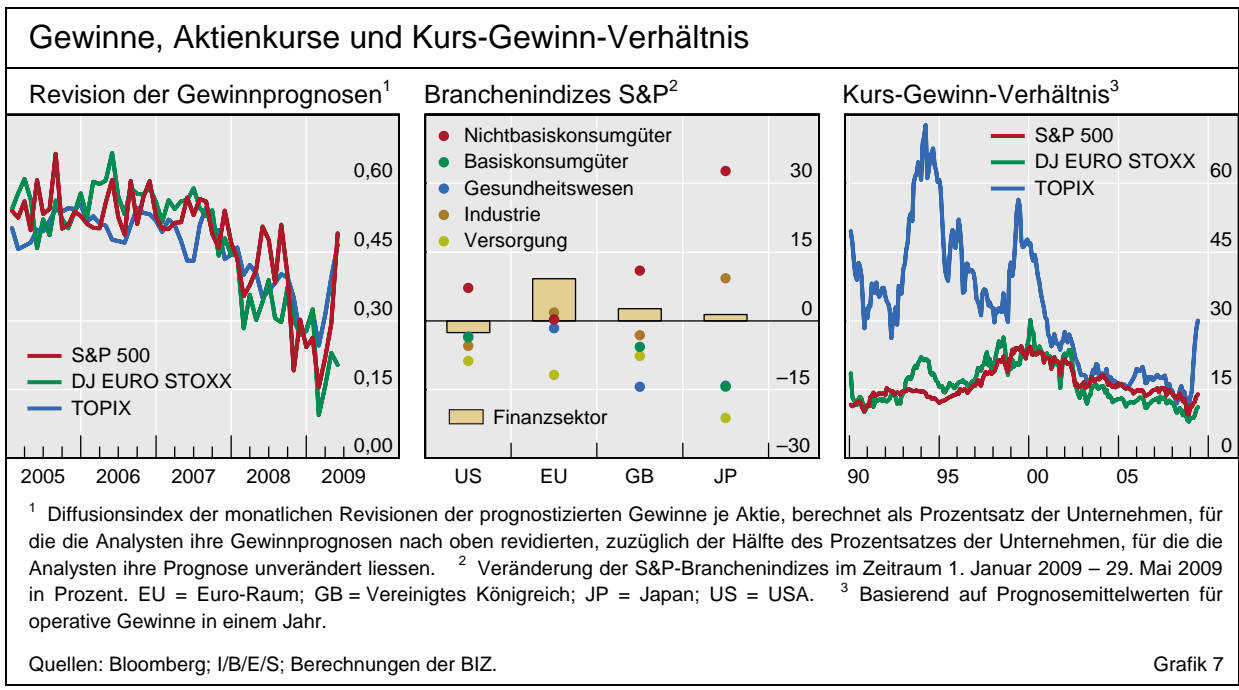


volumens von Schuldverschreibungen in den ersten Monaten des Jahres. Vor diesem Hintergrund erholte sich der S&P-500-Subindex für den Finanzsektor von seinem niedrigsten Stand seit 17 Jahren und stieg im Zeitraum von Anfang März bis Ende Mai rasant – um 96% – an (Grafik 6 Mitte). Im Vereinigten Königreich und an weiteren europäischen Börsen legten Finanzaktien im gleichen Zeitraum um rund 90% zu. Auch japanische Finanzwerte erholten sich, allerdings in geringerem Ausmass.

Anhaltende Zweifel bezüglich der Rentabilität der Banken ...

Gleichwohl kamen Zweifel hinsichtlich der Qualität und Nachhaltigkeit der Rentabilität der Banken auf. Erstens könnten die neuen US-Richtlinien zur Bilanzierung zu Marktwerten (die Anfang April eingeführt wurden, aber rückwirkend auf am 15. März 2009 endende Berichtszeiträume anzuwenden sind) die Zahlen der US-Banken für das erste Quartal vorübergehend hochgetrieben haben, da die Richtlinien ihnen mehr Flexibilität bei der Bestimmung des Fair Value von Vermögenswerten einräumen, wenn kein aktiver Markt vorhanden ist oder die Preise Notverkäufe widerspiegeln. Zweitens ist es möglich, dass einige Banken in den USA und Europa, die im zweiten Halbjahr 2008 bestimmte Vermögenswerte von „Handelsbestand“ auf „Halten bis zur Fälligkeit“ umklassifizierten, dadurch vermeiden konnten, in ihrem Abschluss für das erste Quartal 2009 Bewertungsverluste vollständig auszuweisen. Drittens könnte sich der Anstieg der Gebühreneinnahmen im Zusammenhang mit dem Anleiheemissionsgeschäft als nur vorübergehend erweisen, wenn der Absatz von Schuldtiteln in den folgenden Monaten nachlässt. In erster Linie gab jedoch die Erwartung weiterer Kreditausfälle für die kommenden Quartale nach wie vor Anlass zu Besorgnis.

Diese Zweifel kamen in jenen Fällen zum Ausdruck, in denen ein positives ausgewiesenes Ergebnis auf negative Marktreaktionen stiess. Beispielsweise brach der Aktienkurs der Bank of America am 20. April ein und fiel hinter denjenigen anderer Banken zurück, obgleich die Bank für das erste Quartal einen Reingewinn von USD 4,2 Mrd. und einen verwässerten Gewinn pro Aktie von USD 0,44 ausgewiesen hatte (gegenüber USD 1,2 Mrd. bzw. USD 0,23 im entsprechenden Vorjahresquartal). Darüber hinaus meldeten etliche grosse



Finanzinstitute erneut beträchtliche Verluste (z.B. UBS am 15. April und Morgan Stanley am 22. April; s. Tabelle 1).

Dennoch liess angesichts weiterer Anstrengungen der Behörden zur Bewältigung der Probleme des Finanzsektors die Unsicherheit bis zu einem gewissen Grad nach. Das Ende Februar eingeführte britische Asset Protection Scheme hielt die von Aktionären getragenen Abwärtsrisiken in Grenzen. Im Rahmen dieses Programms bietet das Schatzamt den teilnehmenden Instituten für einen oder mehrere festgelegte Anlagebestände Schutz gegen Kreditausfälle, die über einen vereinbarten Erstaussfallbetrag hinausgehen. Als in den USA am 23. März die lang erwarteten Einzelheiten zum neuen Public-Private Investment Program bekannt gegeben wurden, reagierte der Markt äusserst positiv, und die Veröffentlichung der Stresstestergebnisse am 7. Mai sorgte ebenfalls für Erleichterung. Diesen Ergebnissen zufolge müssen zehn von 19 teilnehmenden Instituten insgesamt USD 74,6 Mrd. an Kapital aufnehmen, um bis Ende 2010 mögliche Verluste im Rahmen des „ungünstigeren“ Szenarios abzufedern. Da dieser Fehlbetrag für verkraftbar erachtet wurde, zogen die Aktien des Finanzsektors an (s. auch den Abschnitt über Kreditmärkte weiter unten). Die günstigere Situation am Aktienmarkt erleichterte den Banken auch die Kapitalaufnahme; Morgan Stanley und Wells Fargo beschafften sich sofort am 8. Mai mehr als USD 12 Mrd. in Stammaktien. In den folgenden Tagen gaben mehrere andere Banken, darunter auch solche, deren Kapitaldecke im Stresstest als angemessen befunden worden war, ebenfalls Pläne zur Ausgabe von Stammaktien (oder zur Umwandlung von Vorzugsaktien in Stammaktien) und zur Rückzahlung von zuvor erhaltenen staatlichen Mitteln bekannt.

... aber offenbar geringere Unsicherheit hinsichtlich der Stabilität des Finanzsektors

Der Abbau der Unsicherheit im Finanzsektor spiegelte sich im rückläufigen Messwert der von Aktienoptionen implizierten Volatilität (Grafik 6 rechts) wider. Der VIX-Index z.B., der am 8. April die Marke von 40 durchbrochen hatte, sank am 19. Mai erstmals seit dem Zusammenbruch von

Implizite Volatilität wieder auf Niveau vor dem Lehman-Konkurs

Lehman Brothers unter 30. Im weiteren Verlauf des Monats Mai ging der Index jedoch nicht weiter zurück.

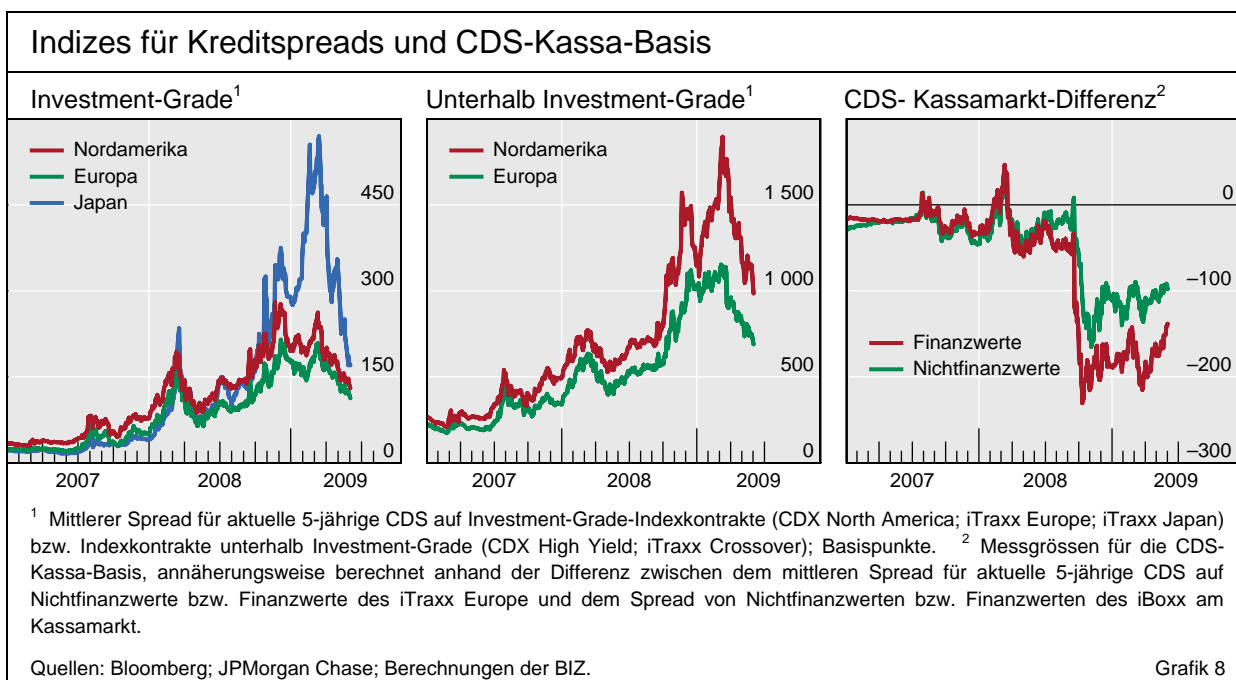
Über den Finanzsektor hinaus erholten sich im Berichtszeitraum die Aktienkurse auch in anderen zyklischen Sektoren wie Industrie und Nichtbasis-konsumgüter. Titel nicht zyklischer Sektoren wie Basiskonsumgüter, Gesundheitswesen und Versorgung hingegen verzeichneten im bisherigen Jahresverlauf weitere Kursverluste, insbesondere in Japan (Grafik 7 Mitte). Insgesamt zogen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse an, blieben aber gemessen an den Werten der letzten zwanzig Jahre niedrig (Grafik 7 rechts).

Kreditmärkte auf der Suche nach Stabilisierung

Nach Aktienmärkten
auch Rally an
Kreditmärkten

Nach der Erholung der Aktienkurse kam es von Mitte März bis Ende Mai zu einer Rally an den Kreditmärkten, da aufgrund weiterer staatlicher Massnahmen und Anzeichen einer Stabilisierung des Finanzsystems auch das Vertrauen der Anleger am Kreditmarkt wuchs (s. Abschnitte über Staatsanleihe- und Aktienmärkte weiter oben). Die Kreditspreads von US-Banken verengten sich deutlich, nachdem der Tenor der US-Stresstests schon vor der offiziellen Veröffentlichung Anfang Mai bekannt geworden war. Die Indikatoren für die Risikobereitschaft der Anleger verzeichneten im Berichtszeitraum einen bemerkenswerten Anstieg – parallel zu Prognosen tieferer künftiger Ausfallraten. Dennoch waren die Renditenaufschläge im Allgemeinen immer noch grösser als vor dem Konkurs von Lehman Brothers. Auch die Emissionstätigkeit war schwach – insbesondere an den Märkten für forderungsunterlegte Wertpapiere (Asset-Backed Securities, ABS) und Commercial Paper (CP).

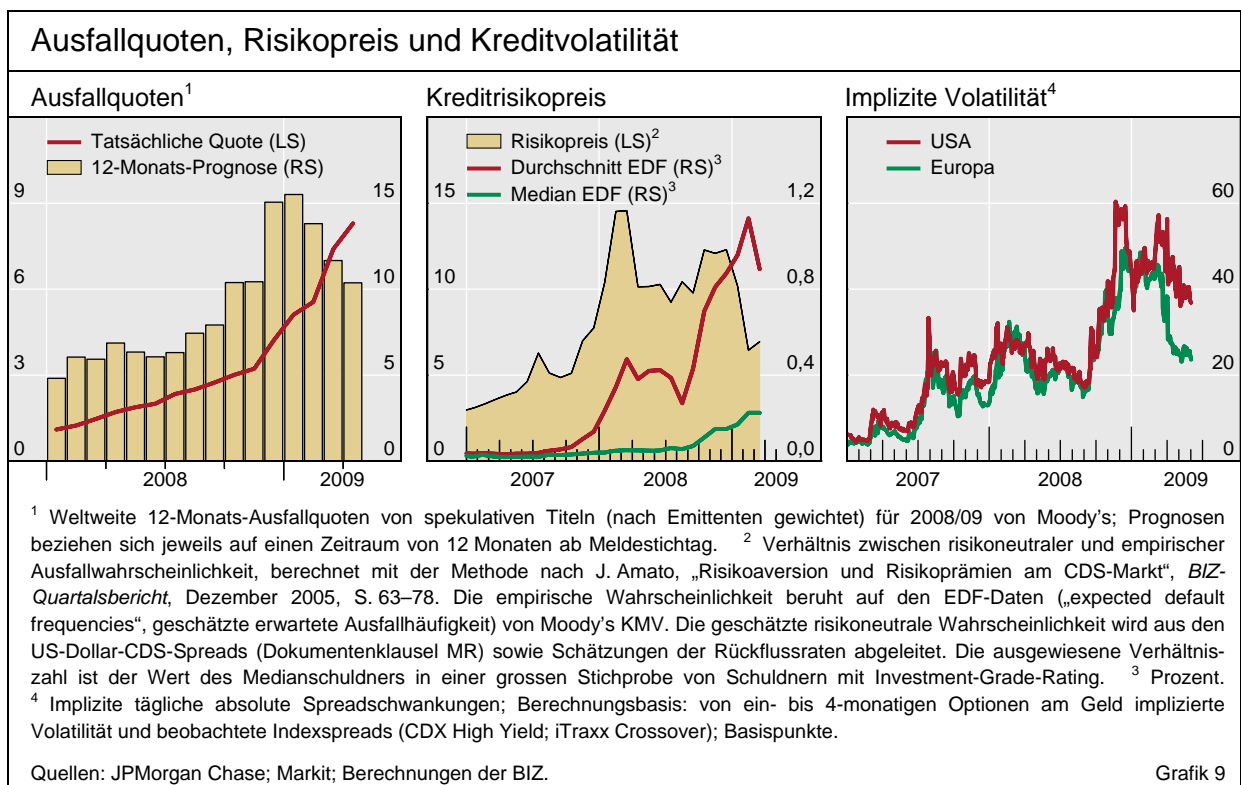
Die Aufschläge für Titel unterhalb Investment-Grade, die Anfang März einen historischen Höchstwert erreicht hatten, verengten sich im Berichtszeitraum stärker als diejenigen für Investment-Grade-Titel (Grafik 8 links und Mitte). Darin spiegelten sich teilweise die sich bessernden Ausfallprognosen



wider. Zwar nahmen die effektiven Ausfallraten vom sehr tiefen Niveau Anfang 2008 aus weiter zu, doch gingen die Marktprognosen für künftige Ausfallraten ab Anfang 2009 zurück. Dazu trugen auch die neuen Wirtschafts- und Gewinnzahlen bei, die nicht so schlecht ausfielen wie erwartet (Grafik 9 links). Parallel zu den sich verengenden Spreads war auch eine Erholung der Indikatoren für die Risikobereitschaft der Anleger zu beobachten. Die von CDS-Index-Optionen – und hier insbesondere europäischen Optionen – implizierte Volatilität fiel im zweiten Quartal deutlich, was auf geringere Unsicherheit in Bezug auf kurzfristige Schwankungen von Renditeaufschlägen hindeutete (Grafik 9 rechts). Anfang 2009 verbesserten sich zudem die Schätzungen der Risikobereitschaft der Anleger an Kreditmärkten erheblich – berechnet als das Verhältnis von Kreditspread-implizierten (risikoneutralen) zu empirischen Ausfallwahrscheinlichkeiten von Investment-Grade-Emittenten (Grafik 9 Mitte).

Zunahme der Risikobereitschaft ...

Bis Ende Mai verengte sich der Spread des 5-jährigen CDX-High-Yield-Index der USA beträchtlich: um rund 820 Basispunkte gegenüber seinem Rekordstand von rund 1 900 Basispunkten Anfang März (Grafik 8 Mitte). Trotz dieser Verengung lag er aber immer noch deutlich über dem Niveau vor dem Lehman-Konkurs. Die entsprechenden Investment-Grade-Spreads gingen um rund 125 Basispunkte auf 138 Basispunkte zurück und lagen damit fast wieder auf dem Niveau vor dem Lehman-Konkurs (Grafik 8 links). Auch die europäischen CDS-Indizes gaben erheblich nach. Dabei verengten sich die Sub-Investment-Grade-Spreads erneut stärker als diejenigen von Anleihen höherer Bonität. Die japanischen Investment-Grade-Spreads, die bis Anfang März teilweise aufgrund der sich rasch verschlechternden Wirtschaftsdaten kräftig gestiegen waren, verengten sich von ihrem Höchstwert Anfang März um 395 Basispunkte auf 175 Basispunkte.



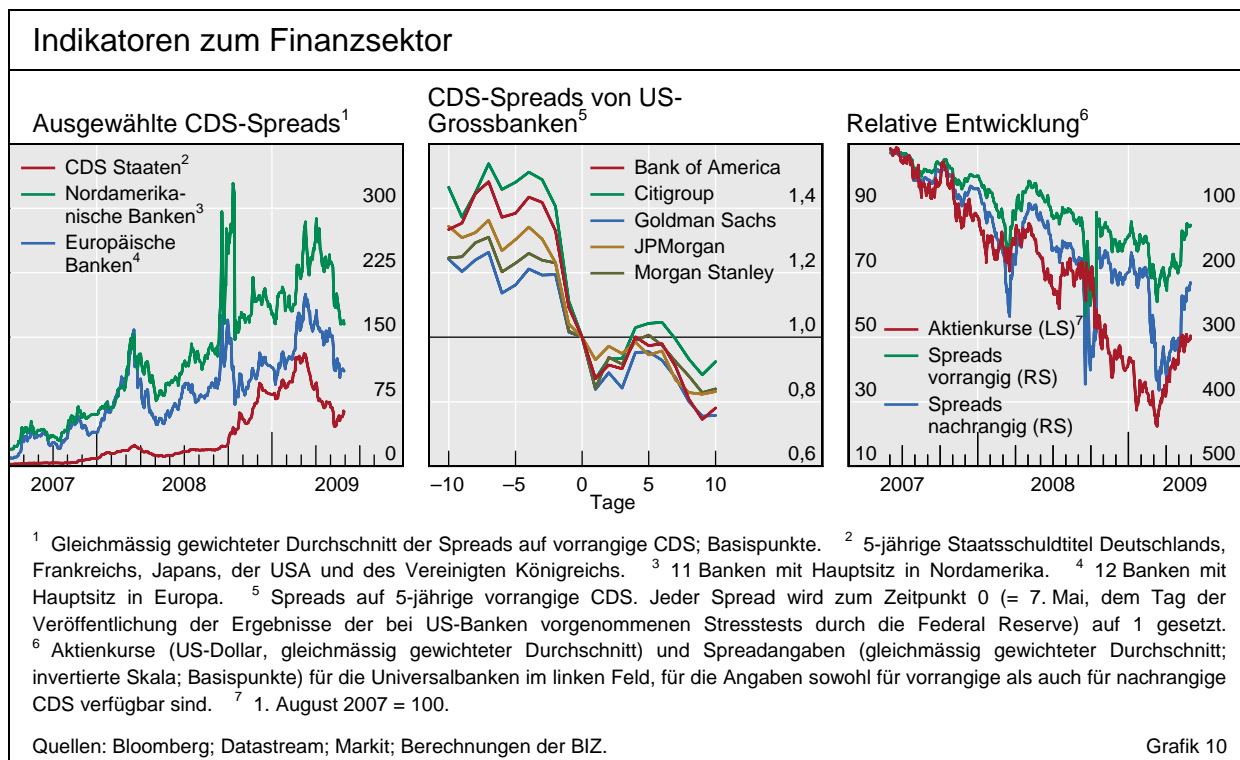
... aber
verbleibende
Marktstörungen

Trotz der generell besseren Bedingungen an den Kreditmärkten erholte sich die sog. CDS-Kassa-Basis für die wichtigsten Indizes, d.h. die Preisdifferenz zwischen CDS-Kontrakten und entsprechenden Anleihen am Kassamarkt, gegenüber Anfang März nur geringfügig und blieb stark im Minus (Grafik 8 rechts). Dies lässt vermuten, dass potenziell grosse Arbitrage-Gelegenheiten aufgrund von Marktstörungen nicht genutzt wurden.

Die Zinsaufschläge für den Finanzsektor, namentlich für nachrangige Schuldtitel von grossen Banken, gingen ab Mitte März stark zurück. Diese Verengung erfolgte parallel zur Erholung der Aktienkurse (Grafik 10 rechts). Dennoch wirkten sich im Falle der USA die tiefsitzenden Bedenken über die Qualität und Nachhaltigkeit der Rentabilität der Banken stärker auf die Zinsaufschläge auf deren Schulden als auf ihre Aktienkurse aus – trotz Kapitalzuführungen von insgesamt mehr als USD 900 Mrd. seit dem dritten Quartal 2007 (s. Abschnitt über die Aktienmärkte weiter oben). Die Spreads von US-Banken blieben bis Anfang Mai ausgeweitet und spiegelten hauptsächlich die Ungewissheit über den möglichen Ausgang der Stresstests wider (Grafik 10 links). Nachdem der Tenor der Stresstests noch vor der offiziellen Veröffentlichung am 7. Mai bekannt geworden war, gingen ihre CDS-Spreads deutlich zurück (Grafik 10 links und Mitte). Demgegenüber verengten sich die Spreads europäischer Banken während des gesamten Berichtszeitraums.

Engere
Zinsaufschläge für
US-Banken
aufgrund von
Stresstest-
Ergebnissen

Im Berichtszeitraum kündigten die Behörden weitere Massnahmen im Zusammenhang mit Kredit- und anderen verwandten Märkten an (Tabelle 1; s. auch den Abschnitt über die Staatsanleihemärkte weiter oben). Am 3. März lancierte die Federal Reserve die Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF); damit können berechtigten Inhabern von durch Automobil-, Kreditkarten-, Studien- und KMU-Kredite besicherten ABS mit einem AAA-Rating Kredite von insgesamt bis zu USD 200 Mrd. vergeben werden. Am 18. März



kündigte die Federal Reserve neben Plänen zum Ankauf von Schatzpapieren ihre Absicht an, zusätzlich mit Hypotheken unterlegte Wertpapiere im Wert von USD 750 Mrd. zu kaufen sowie ihre Ankäufe von Agency-Schuldtiteln auf bis zu USD 100 Mrd. aufzustocken. In Europa kündigte die Bank of England am 5. März Käufe von Vermögenswerten des Privatsektors an, und die EZB gab am 7. Mai ihr Vorhaben bekannt, gedeckte Schuldverschreibungen anzukaufen.

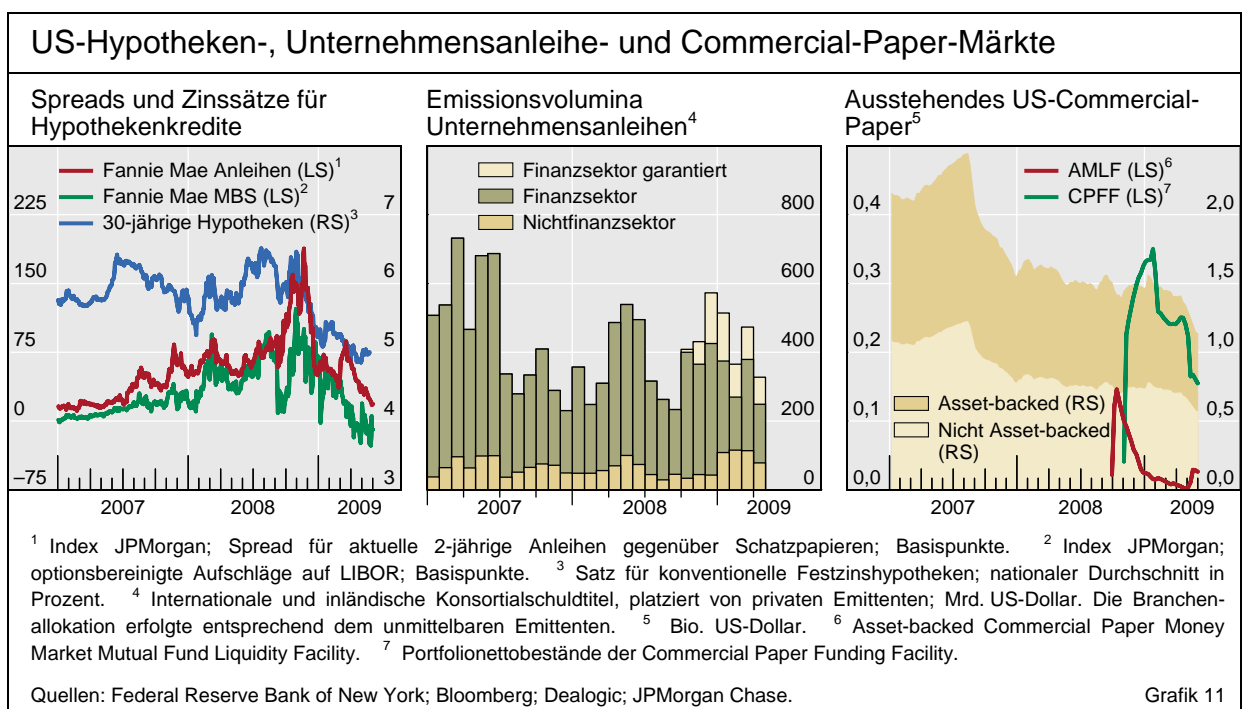
Dass die Stabilisierung des Finanzsystems auf den staatlichen Massnahmen beruhte, zeigte sich insbesondere in der Preisbildung für US-Hypotheken- und -Verbriefungsinstrumente. Die Hypothekenzinsen für gewöhnliche Hypotheken mit einer Laufzeit von 30 Jahren fielen weiter, auf rund 5% (Grafik 11 links). Vor diesem Hintergrund refinanzierten immer mehr Kreditnehmer, die die entsprechenden Voraussetzungen erfüllten, ihre Hypotheken zu tieferen Zinsen. Die Zinsaufschläge von mit Hypotheken besicherten Agency-Papieren, die seit Ende November abwärts tendierten, nachdem die Federal Reserve bekannt gegeben hatte, sie werde Agency-Papiere ankaufen, fielen Ende Mai auf einen neuen historischen Tiefstand (Grafik 11 links). Ein ähnlicher Trend wurde an den auf Verbraucherkrediten beruhenden ABS-Märkten beobachtet. Allerdings zeigen die SIFMA-Daten, dass der Gesamtumsatz von ABS in den USA im ersten Quartal 2009 gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal um mehr als 70% auf unter USD 15 Mrd. einbrach; bei den mit Hypotheken unterlegten Wertpapieren fiel der Absatzrückgang auf der gleichen Basis sehr viel moderater aus: rund 6% auf USD 366 Mrd.

Stabilisierung dank staatlicher Massnahmen ...

... aber weiterhin schwacher ABS-Absatz

Auch an anderen Märkten war die Emissionstätigkeit schwach. An den Primärmärkten für Schuldtitel ging der Bruttoabsatz von nicht garantierten Konsortialschuldtiteln von Finanzinstituten im April im Jahresvergleich um mehr als 60% auf USD 156 Mrd. deutlich zurück; auf der gleichen Basis verzeichnete der Absatz von Nichtfinanzunternehmen eine Zunahme von rund 11%

Stagnation auch an den Schuldtitel- und CP-Märkten



(Grafik 11 Mitte). Zudem stagnierte die Tätigkeit am CP-Markt weiter: Insgesamt standen Ende Mai rund USD 1,3 Bio. aus – ein Niveau, das zuletzt Ende 2004 beobachtet worden war (Grafik 11 rechts).

Dank geldpolitischer Massnahmen wurde der Liquiditätsbedarf am CP-Markt weiter gedeckt, wenngleich in geringerer Masse. Die CP-Bestände im Rahmen der Commercial Paper Funding Facility (CPFF) der Federal Reserve gingen von rund USD 240 Mrd. Ende Februar auf rund USD 150 Mrd. Ende Mai weiter zurück. Darin spiegelten sich die nachlassenden Spannungen am Geldmarkt insgesamt wider (Grafik 11 rechts, s. auch den Abschnitt über die Staatsanleihemärkte weiter oben). Demgegenüber wurde die Asset-backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (AMLF) der Federal Reserve viel stärker beansprucht. Sie schnellte Anfang Mai auf USD 29 Mrd. – ein Niveau, das zuletzt im Dezember 2008 verzeichnet worden war. Dies war eine Folge der Entscheidung von Standard & Poor's Anfang Mai, über 20 US-Finanzinstitute auf die Beobachtungsliste für eine eventuelle Ratingherabstufung zu setzen. Damit reagierte die Agentur auf die Ende April erfolgte Änderung der Anerkennungskriterien der Federal Reserve, mit der Schuldner auf einer solchen Beobachtungsliste vom Pool der anererkennungsfähigen ABCP mit den Ratings A1, F1 und P1 ausgeschlossen wurden.

Aufstrebende Volkswirtschaften durch multilaterale Engagements gestützt

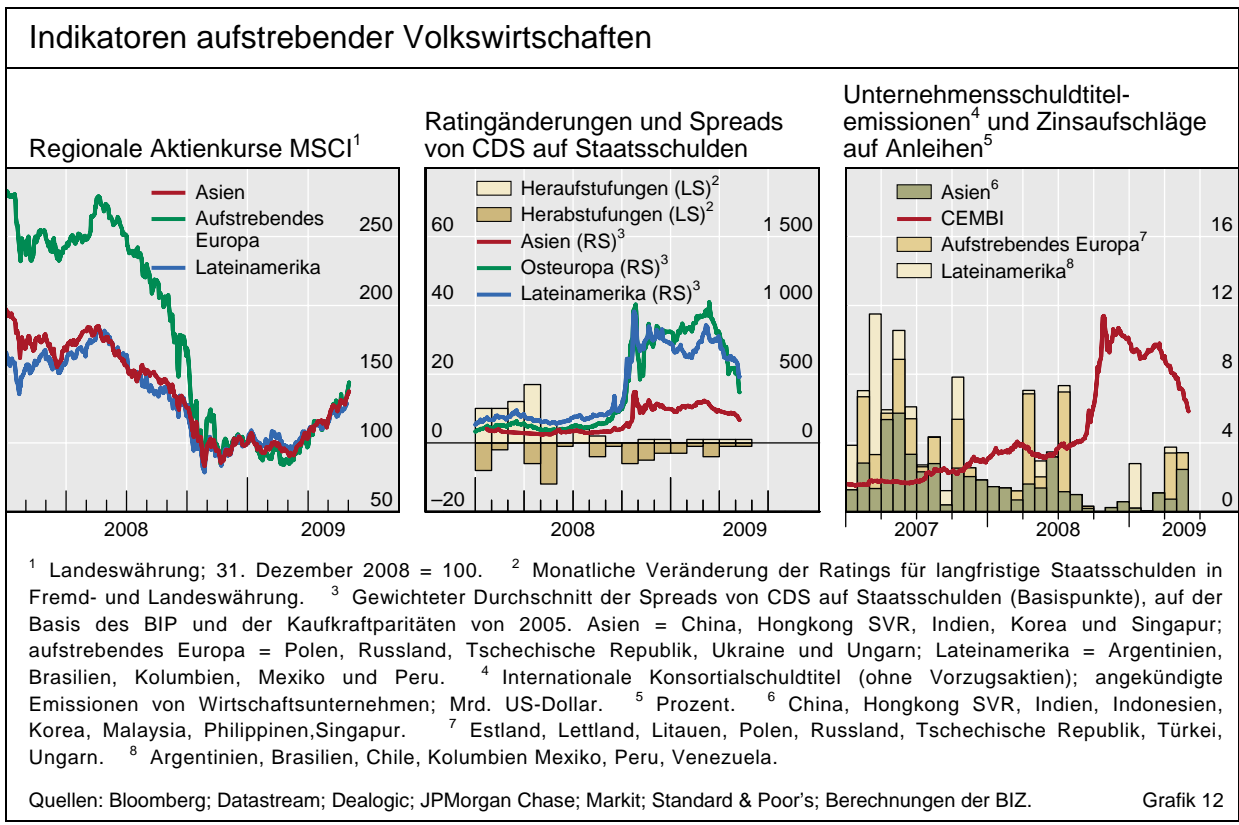
Anleger wieder bereit, in aufstrebende Volkswirtschaften zu investieren

Die Bereitschaft der Anleger, in Anlagen aufstrebender Volkswirtschaften zu investieren, nahm ebenfalls wieder zu. Von Ende Februar bis Ende Mai 2009 legte der Aktienindex MSCI Emerging Markets um 38% zu und schlug damit den „World“-Index reifer Aktienmärkte um 15 Prozentpunkte. Auch die Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften entwickelten sich in der Regel besser als diejenigen der reifen Märkte. Bis Ende Mai gingen die Zinsaufschläge von Staatsanleihen vieler aufstrebender Volkswirtschaften beinahe auf das Niveau zurück, das kurz vor dem Konkurs von Lehman Brothers verzeichnet worden war. Jedoch nur wenige erreichten dieses Niveau tatsächlich (z.B. Malaysia, Philippinen, Thailand und Türkei für die 5-jährigen CDS auf Staatsanleihen).

Nachlassende Anspannungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas

Von den aufstrebenden Volkswirtschaften erholten sich die mittel- und osteuropäischen Märkte, an denen es im Januar und Februar zu einer Verkaufswelle gekommen war, am stärksten. Der Index MSCI Emerging Markets Eastern Europe, der polnische, russische, tschechische und ungarische Aktien erfasst, legte von Ende Februar bis Ende Mai um 58% zu. Im Vergleich dazu stiegen die Indizes für Asien und Lateinamerika um 43% bzw. 32% (Grafik 12 links). Die nachlassenden Spannungen zeigten sich auch am Wertanstieg der Währungen der Region sowie an der deutlichen Verengung der Zinsaufschläge von Staatsanleihen (Grafik 12 Mitte). Zu den ersten Ereignissen, die zur Verbesserung der Lage beitrugen, gehörten die verbale Intervention der drei mitteleuropäischen Zentralbanken und die Zusage der Europäischen Union, einzelnen Mitgliedstaaten in Not zu helfen (Tabelle 2).

Zudem wurde das Anlegervertrauen in aufstrebende Volkswirtschaften generell durch das Versprechen der G20-Staaten gestärkt, dem IWF



zusätzliche Mittel bereitzustellen, damit der Fonds einem möglichen Liquiditätsbedarf der aufstrebenden Volkswirtschaften und Entwicklungsländer in der aktuellen Krise besser nachkommen könne. Von den verschiedenen neuen Massnahmen wurde insbesondere die sog. flexible Kreditlinie (Flexible Credit Line, FCL) des Fonds von den aufstrebenden Volkswirtschaften und den Anlegern gleichermassen begrüsst; sie zielt darauf ab, Volkswirtschaften mit einer soliden Wirtschaftspolitik frühzeitig und ohne strenge Auflagen Unterstützung zu bieten. Innerhalb eines Monats nach Einführung der FCL hatten drei Länder (Kolumbien, Mexiko und Polen) bereits Interesse signalisiert und anschliessend Kreditlinien von insgesamt über USD 77 Mrd. erhalten. Verschiedene andere multilaterale Gremien waren ebenfalls bestrebt, ihr Unterstützungsangebot für aufstrebende Volkswirtschaften und Entwicklungsländer auszubauen (Tabelle 2).

Zusagen multilateraler Organisationen stärken Vertrauen

Abgesehen von den erhöhten Zusagen supranationaler Organisationen ergriffen die aufstrebenden Volkswirtschaften zudem Massnahmen, um andere Versicherungsmechanismen zu festigen. Beispielsweise schloss die chinesische Zentralbank im März drei weitere bilaterale Swapabkommen ab (mit Argentinien, Indonesien und Weissrussland), um bei der Abwicklung internationaler Handelstransaktionen weniger von den wichtigsten Währungen abhängig zu sein. Die ASEAN-Plus-Drei-Länder einigten sich zudem darauf, die Chiang-Mai-Initiative – bis anhin eine Sammlung bilateraler Swapabkommen – zu multilateralisieren. Die neue multilaterale Fazilität wird Mittel von insgesamt USD 120 Mrd. in einem Pool zusammenfassen und durch einen einzigen Vertrag geregelt sein.

Aufstrebende Volkswirtschaften festigen andere Versicherungsmechanismen

Ausgewählte Ereignisse in aufstrebenden Volkswirtschaften im Berichtszeitraum

23. Februar	Die Zentralbanken der Tschechischen Republik, Ungarns und Polens intervenieren verbal.
27. Februar	Eine Gruppe multilateraler Anleger und Kreditgeber verpflichten sich, bis zu EUR 24,5 Mrd. zur Unterstützung des mittel- und osteuropäischen Bankensystems bereitzustellen. Indonesien verkauft in einer Zwei-Tranchen-Transaktion Staatsanleihen im Wert von USD 3 Mrd. – die grösste Transaktion in Asien (ohne Japan) seit November 2003.
1. März	EU-Gipfel: die Regierungen versprechen, die Hilfsmassnahmen für die osteuropäischen Staaten auf Einzelfallbasis auszuweiten und die Regeln des europäischen Binnenmarktes zu respektieren.
5. März	Der chinesische Premierminister erklärt, China werde das angestrebte Wirtschaftswachstum von 8% dieses Jahr erreichen, gibt aber neben dem im November angekündigten Investitionsplan in Höhe von CNY 4 Bio. keine neuen Ausgaben bekannt.
11. März	Die Zentralbanken von China und Weissrussland kündigen den Abschluss einer 3-jährigen bilateralen Währungsswapvereinbarung über CNY 20 Mrd./BYR 8 000 Mrd. an, die vierte solche Swapvereinbarung seit Dezember 2008.
12. März	Die mitteleuropäischen Währungen werten gegenüber dem Schweizer Franken stark auf.
23. März	Die chinesische und die indonesische Zentralbank kündigen den Abschluss einer 3-jährigen bilateralen Währungsswapvereinbarung über CNY 100 Mrd./IDR 175 Bio. an.
24. März	Das Exekutivdirektorium des IWF genehmigt eine weitreichende Reform seiner Kreditvergabestandards und führt u.a. eine neue flexible Kreditlinie (Flexible Credit Line, FCL) ein.
25. März	Das Exekutivdirektorium des IWF beendet im Rahmen des Bereitschaftskreditabkommens die erste Leistungsüberprüfung von Ungarn und bewilligt eine sofortige Auszahlung von SZR 2,11 Mrd. (rund EUR 2,35 Mrd.). Rumänien gibt bekannt, es erwarte von multilateralen Organisationen ein Hilfspaket in Höhe von EUR 20 Mrd.
29. März	Die chinesische und die argentinische Zentralbank unterzeichnen ein Abkommen über den Abschluss einer 3-jährigen bilateralen Währungsswapvereinbarung über CNY 70 Mrd./ARS 38 Mrd. (formell bekannt gegeben am 2. April).
1. April	Mexiko signalisiert als erstes Land Interesse an der neuen FCL des IWF (eine einjährige Vereinbarung über USD 47 Mrd. Wird schliesslich am 17. April genehmigt). Die Asiatische Entwicklungsbank (ADB) stimmt einer Ausdehnung ihres Handelsfinanzierungsprogramms zu, das bis 2013 Unterstützungsmittel von bis zu USD 15 Mrd. generieren soll.
2. April	Die G20-Staaten erklären sich bereit, über den IWF und multilaterale Entwicklungsbanken zusätzliche Mittel in Höhe von USD 850 Mrd. zur Unterstützung des Wachstums in aufstrebenden Volkswirtschaften und Entwicklungsländern bereitzustellen.
3. April	Der Banco de México kündigt an, dass er seine Swapvereinbarung mit der Federal Reserve in Höhe von USD 30 Mrd. beanspruchen und am 21. April eine Auktion über USD 4 Mrd. mit einer Kreditlaufzeit von 264 Tagen durchführen wird.
7. April	Südkorea will mit der ersten staatlichen Schuldtitelausgabe seit drei Jahren rund USD 2 Mrd. aufnehmen.
14. April	Polen bekundet sein Interesse an der FCL (eine einjährige Vereinbarung über USD 20,6 Mrd. wird schliesslich am 6. Mai genehmigt). Russland bekundet die Absicht, zum ersten Mal seit zehn Jahren wieder Mittel an den internationalen Märkten aufzunehmen.
20. April	Kolumbien bekundet sein Interesse an der FCL (eine einjährige Vereinbarung über USD 10,5 Mrd. wird am 11. Mai genehmigt).
30. April	Die ADB plant, weitere USD 3 Mrd. in Volkswirtschaften zu investieren, die mit Schwierigkeiten wegen der Finanzkrise kämpfen, und ihre Projektkredite für die nächsten zwei Jahre um USD 10 Mrd. zu erhöhen, nachdem die Aktionäre eine Verdreifachung der Kapitalbasis der Bank genehmigt haben.
1. Mai	In Mexiko steht infolge des Ausbruchs der H1N1-Grippe fünf Tage lang das öffentliche Leben still.
3. Mai	Die Finanzminister der ASEAN-Plus-Drei-Länder geben bekannt, sich über alle Hauptkomponenten der Multilateralisierung der sog. Chiang-Mai-Initiative über USD 120 Mrd. geeinigt zu haben.
4. Mai	Das Exekutivdirektorium des IWF bewilligt ein 24-monatiges Bereitschaftskreditabkommen für Rumänien über SZR 11,4 Mrd. (rund EUR 12,9 Mrd.).
8. Mai	Das Exekutivdirektorium des IWF beendet im Rahmen des Bereitschaftskreditabkommens die erste Leistungsüberprüfung der Ukraine und bewilligt eine sofortige Auszahlung von SZR 1,9 Mrd. (rund USD 2,8 Mrd.).

Quellen: ASEAN; IWF; *Financial Times*; Reuters; Websites der einzelnen Zentralbanken.

Tabelle 2

Die Widerstandsfähigkeit aufstrebender Volkswirtschaften im Berichtszeitraum zeigte sich zudem an den beschränkten Auswirkungen des Ausbruchs und der Verbreitung der H1N1-Grippe Ende April. Zwar fiel der wichtigste Aktienmarktindex von Mexiko, dem Epizentrum der Seuche, um volle 5%, und der Peso gab am 27. April gegenüber dem US-Dollar um über 4% nach, doch war diese negative Marktreaktion von kurzer Dauer. Bis zum 4. Mai waren der Aktienmarktindex und der Wechselkurs des Peso erneut auf das Niveau vor der Ausbreitung der Grippe gestiegen.

Widerstands-
fähigkeit
aufstrebender
Volks-
wirtschaften ...

Vor diesem freundlicheren Hintergrund zog der Absatz von Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften an. Mehrere Staaten kehrten im Berichtszeitraum als Emittenten an die internationalen Märkte zurück (oder bekundeten ihre Absicht, dies zu tun) (Tabelle 2). Internationale Platzierungen von Unternehmensanleihen aufstrebender Volkswirtschaften verzögerten sich jedoch offenbar immer noch (Grafik 12 rechts). Die Emissionen von Konsortialschuldtiteln von Nichtfinanzunternehmen nahmen im März und April deutlich zu; sie wurden allerdings vorwiegend am Inlandsmarkt platziert. Die Emissionen von Finanzinstituten blieben relativ gedrückt.

... begleitet von
Erholung des
Anleiheabsatzes ...

Auch in den Finanzmittelströmen der aufstrebenden Volkswirtschaften zeigte sich die Rückkehr der Risikobereitschaft. Die monatlichen Zahlungsbilanzdaten von Brasilien zeigen beispielsweise, dass sich die im vierten Quartal 2008 verzeichneten umfangreichen Nettoabflüsse bei Portfolio- und anderen (vorwiegend Bank-)Anlagen von Gebietsfremden in den ersten drei Monaten 2009 abschwächten. Die Nettoströme in andere Anlagen und Beteiligungstitel fielen im Februar bzw. März sogar positiv aus. Ein Rückgang der Nettoabflüsse und jüngste Anzeichen von Nettozuflüssen wurden auch an einigen anderen Märkten wie Korea und Polen verzeichnet (s. auch das Feature von Jara et al. in diesem *Quartalsbericht*).

... und von
schwächeren Netto-
mittelabflüssen

Unkonventionelle Geldpolitik in der aktuellen Krise

Piti Disyatat

Angesichts der weltweiten Turbulenzen an den Finanzmärkten und des anschliessenden starken Wirtschaftsabschwungs senkten die wichtigsten Zentralbanken die Leitzinsen drastisch und leiteten mehrere Massnahmen ein, die unter dem weiten Begriff „unkonventionelle Geldpolitik“ zusammengefasst werden. Dieser Kasten bietet eine Übersicht über diese Massnahmen und zeigt auf, wie sie sich in den allgemeinen Kontext der Umsetzung der Geldpolitik einfügen.

Ein Rahmen für die Überprüfung einer unkonventionellen Geldpolitik

Geldpolitik umfasst zwei Kernelemente: i) die Signalisierung des anvisierten geldpolitischen Kurses – dies geschieht heute in der Regel durch die Ankündigung von Zielvorgaben für die sehr kurzfristigen Zinssätze; ii) die Durchführung von Liquiditätssteuerungsoperationen. Letztere schliessen im weiteren Sinne unterschiedliche Aspekte des geldpolitischen Handlungsrahmens bezüglich der Konditionen ein, zu denen Zentralbankliquidität erhältlich ist, und zielen darauf ab, den gewünschten geldpolitischen Kurs zu stützen, indem sie den relevanten Marktzins nahe am Leitzins halten. Die Ausgestaltung und Umsetzung der Liquiditätssteuerungsgeschäfte erfolgt dabei in aller Regel sehr sorgfältig, um sicherzustellen, dass sie sich nur auf den speziellen Marktzins auswirken, der im Augenmerk der Geldpolitik steht. Somit stellen die Liquiditätssteuerungsgeschäfte unterstützende Massnahmen dar, die weder den grundsätzlichen geldpolitischen Kurs beeinträchtigen noch geldpolitisch relevante Informationen beinhalten.

Unter gewissen Bedingungen erhalten die Liquiditätssteuerungsgeschäfte jedoch eine wichtigere Funktion und werden gezielt dazu eingesetzt, bestimmte Elemente des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu beeinflussen. Diese ergänzende Strategie besteht im Wesentlichen darin, dass Liquiditätsgeschäfte aktiv eingesetzt werden, um bestimmte Vermögenspreise, Renditen und Finanzierungsbedingungen *über den Leitzins hinaus* zu beeinflussen. In solchen Fällen spielen Liquiditätsoperationen nicht bloss eine passive Rolle, sondern werden zum integralen Bestandteil der allgemeinen geldpolitischen Ausrichtung. Da sich dabei derartige Operationen in der Regel deutlich in den Bilanzen der Zentralbanken niederschlagen und deren Umfang, Zusammensetzung und Risikoprofil beeinflussen, können sie auch als *Bilanzpolitik* bezeichnet werden.^①

Die verschiedenen Arten bilanzpolitischer Massnahmen unterscheiden sich im Hinblick auf die Märkte, auf die sie abzielen. Die häufigste und gängigste Form sind Interventionen am Devisenmarkt. Mit diesen wird versucht, unabhängig vom Leitzins über Devisenkäufe oder -verkäufe Einfluss auf den Wechselkurs zu nehmen. In der gegenwärtigen Krise wurden ausserdem bilanzpolitische Massnahmen ergriffen, die auf die kurzfristigen Geldmarktsätze (mit Laufzeiten bis zu einem Jahr), die Renditen langfristiger Staatsanleihen sowie verschiedene Risikoaufschläge ausgerichtet waren. Im Hinblick auf ihre Rechtfertigung, ihre grundlegende Wirkungsweise, ihre Transmissionskanäle und ihre Implikationen für die Bilanzen unterscheiden sich diese Massnahmen zwar nicht von Devisenmarktinterventionen, doch was die Wahl der Märkte betrifft sind sie untypisch und in einigen Fällen völlig neuartig. „Unkonventionell“ an den jüngsten Massnahmen der Zentralbanken ist also ihre Ausrichtung auf bestimmte Märkte und nicht etwa das allgemeine Bestreben, über den Leitzins hinaus bestimmte Elemente des Transmissionsmechanismus zu beeinflussen. In dieser Hinsicht können die Begriffe „quantitative Lockerung“ („quantitative easing“) und „Kreditlockerung“ („credit easing“), mit denen Transaktionen der Bank of Japan von 2001–2006 bzw. der Federal Reserve in der aktuellen Krise beschrieben werden, einfach als Verweise auf eine bestimmte Art der Bilanzpolitik betrachtet werden.^②

Die Bilanzpolitik zeichnet sich dadurch aus, dass sie sich unabhängig vom aktuellen Leitzinsniveau umsetzen lässt. Dies wird z.B. regelmässig bei Devisenmarktinterventionen genutzt. Solange Zentralbanken in der Lage sind, die Auswirkungen auf die Geldmenge durch gegenläufige Geschäfte zu neutralisieren, wird weder eine Ausweitung der Aktiva noch deren Zusammensetzung notwendigerweise die Fähigkeit einer Zentralbank beeinträchtigen, die Zinssätze nahe an der Zielvorgabe zu halten.^③ Dies gilt auch im umgekehrten Fall. Das Zurückfahren bilanzpolitischer Massnahmen und die Entlastung der Zentralbankbilanzen sind keine Voraussetzungen für eine Erhöhung der Zinsen. Beispielsweise müssen Zentralbanken, die Zinsen auf Überschussreserven zahlen, bloss diesen Zinssatz zusammen mit dem Leitzins erhöhen, um die geldpolitischen Rahmenbedingungen zu verschärfen. Daher können sich Diskussionen über Ausstiegsstrategien auch an den beiden unterschiedlichen Dimensionen orientieren – der des angemessenen Zinsniveaus einerseits und der der gewünschten Bilanzstruktur der Zentralbank andererseits.

Die Reaktionen der Zentralbanken – ein Überblick

In der aktuellen Krise gab es im Wesentlichen zwei Kategorien bilanzpolitischer Massnahmen (s. Tabelle). Die erste Art von Massnahmen – die vor allem zu Beginn der Krise ergriffen wurden – zielten darauf ab, Anspannungen an den Interbankkapitalmärkten zu mildern. Zur Reduzierung der Laufzeitprämien wurden insbesondere deutlich mehr längerfristige Finanzierungsmittel bereitgestellt und verschiedene Massnahmen eingeleitet, um mögliche Hindernisse für eine reibungslose Verteilung der Reserven zu beseitigen. Dazu gehörten die Erweiterung der notenbankfähigen Sicherheiten und des Kreises der zu Geschäften zugelassenen Gegenparteien, die Verlängerung der Laufzeit von Refinanzierungsgeschäften und die Einrichtung von Swaplinien zwischen Zentralbanken, um den Refinanzierungsdruck an Offshore-Märkten zu lindern (hauptsächlich in Bezug auf US-Dollar-Finanzmittel). Ausserdem begannen viele Zentralbanken mit der Verleihung hochliquider Wertpapiere – in der Regel Staatsanleihen – gegen weniger liquide, am Markt gehandelte Wertpapiere oder lockerten bestehende Bedingungen für eine solche Verleihung mit dem Ziel, die Finanzierungsbedingungen am Geldmarkt zu verbessern.

Bisher ergriffene bilanzpolitische Massnahmen

Ziel	Ergriffene Massnahmen	Fed	EZB	BoE	BoJ	BoC	RBA	SNB
Beeinflussung der Konditionen an den Interbankmärkten	Änderung der Diskontfazilität	✓ ¹		✓				
	Ausserordentliche langfristige Geschäfte	✓	✓ ²	✓	✓	✓	✓	✓
	Zulassung zusätzlicher notenbankfähiger Sicherheiten	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Erweiterung des Kontrahentenkreises	✓		✓	✓	✓	✓	
	Devisenswaplinien zwischen Zentralbanken	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Beeinflussung der Konditionen an Kreditmärkten und von Finanzgeschäften allgemein	CP-Refinanzierung/-Ankauf/-Zulassung als Sicherheit	✓ ³		✓ ⁴	✓ ⁵	✓ ⁶	✓ ⁷	
	ABS-Refinanzierung/-Ankauf/-Zulassung als Sicherheit	✓ ⁸	✓ ⁹	✓ ⁴			✓ ⁷	
	Unternehmensanleihe-Refinanzierung/-Ankauf/-Zulassung als Sicherheit			✓ ⁴	✓ ¹⁰	✓ ⁶		✓
	Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors	✓ ¹¹		✓ ⁴	✓ ¹²			
	Ankauf von Wertpapieren ausserhalb des öffentlichen Sektors					✓ ¹³		✓ ¹⁴

Fed = Federal Reserve; EZB = Europäische Zentralbank; BoE = Bank of England; BoJ = Bank of Japan; BoC = Bank of Canada; RBA = Reserve Bank of Australia; SNB = Schweizerische Nationalbank. ✓ = ja; kein Eintrag = nein.

¹ Senkung des Diskontsatzes und Möglichkeit der längeren Inanspruchnahme; Zulassung von Primary Dealers (Primary Dealer Credit Facility). ² Einschl. Mengentender mit vollständiger Zuteilung. ³ Refinanzierung von kurzfristigen Einlagezertifikaten, Commercial Paper (CP) und Asset-backed Commercial Paper (ABCP) (Money Market Investor Funding Facility, Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility und Commercial Paper Funding Facility). ⁴ Asset Purchase Facility. ⁵ Erhöhung von Häufigkeit und Umfang von CP-Repo-Geschäften sowie Einführung von CP-Aufkäufen. ⁶ Term Purchase and Resale Agreement Facility for Private Sector Instruments. ⁷ Zulassung von Verbriefungen von Hypotheken auf Wohnimmobilien (MBS) sowie ABCP als Sicherheit bei Repo-Geschäften. ⁸ Refinanzierung von Verbriefungen (ABS), die mit Studiendarlehen, Autokrediten, Kreditkartenforderungen und sonstigen garantierten Krediten unterlegt sind (Term Asset-Backed Securities Loan Facility). ⁹ Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen. ¹⁰ Ausweitung der Palette von Unternehmensschuldtiteln, die als Sicherheiten zugelassen werden; Einführung einer Kreditfazilität mit Unternehmensschuldtiteln als Besicherung. ¹¹ Ankauf von Staatsschuldtiteln sowie von gewöhnlichen Anleihen und Hypothekenverbriefungen der staatsnahen Wohnimmobilienfinanzierer. ¹² Ankauf japanischer Staatsanleihen zur Unterstützung der Geldmarktgeschäfte (zielt nicht auf die Veränderung von Anleihepreisen ab). ¹³ Ankauf von Aktien aus Beständen von Finanzinstituten. ¹⁴ Ankauf von Fremdwährungspapieren.

Quelle: Angaben der einzelnen Länder.

Tabelle A

Die zweite Kategorie geldpolitischer Reaktionen, die mit der Verschärfung der Turbulenzen an den Finanzmärkten an Bedeutung gewann, zielte auf eine direkte Lockerung der strikten Kreditkonditionen im Nichtbankensektor sowie eine Verbesserung der allgemeinen Finanzierungsbedingungen ab. Dies geschah u.a. durch die Bereitstellung von Mitteln an Nichtbanken zur Verbesserung ihrer Liquiditätsausstattung und zur Verringerung der Risikoaufschläge an bestimmten Märkten – z.B. für Commercial Paper, forderungsunterlegte Wertpapiere und Unternehmensanleihen – sowie über den Ankauf von Wertpapieren staatlicher Emittenten mit dem Ziel, auf die Referenzrenditen im Allgemeinen Einfluss zu nehmen.

Insgesamt trugen solche Interventionen der Zentralbanken dazu bei, die schweren Liquiditätsspannungen zu lindern, und gingen mit greifbaren Verbesserungen an verschiedenen Hauptmärkten einher (wie in diesem „Überblick“ erwähnt). Ob die Massnahmen der Zentralbanken wirksam sind, um die Folgen der Krise zu mildern und wieder funktionierende Märkte herzustellen, hängt jedoch letztlich davon ab, wie starke Impulse sie dem privaten Kreditgeschäft geben, und somit schliesslich von der angemessenen Gestaltung und konsequenten Umsetzung der Massnahmen, die direkt auf die fundamentalen Schwächen in den Bankbilanzen gerichtet sind.

^① S. Kapitel VI im *79. Jahresbericht* der BIZ, Juni 2009. ^② Eine „quantitative Lockerung“ verfolgt das Ziel, die monetären Bedingungen insgesamt durch die Ausweitung der Liquiditätsreserven der Banken zu lockern, wobei der entsprechende zu erwerbende Vermögenswert nicht näher bezeichnet wird. Der Schwerpunkt der „Kreditlockerung“ wiederum liegt auf der Beeinflussung ganz bestimmter Marktsegmente durch Interventionen in der einschlägigen Vermögenswertkategorie, ohne nähere Angaben dazu, wie solche Geschäfte in den Zentralbankbilanzen refinanziert werden. ^③ So ist es zahlreichen asiatischen Zentralbanken, die in den vergangenen Jahren aktiv an den Devisenmärkten interveniert haben, trotz erheblicher Bilanzverlängerungen gelungen, ihre offiziellen Zinsziele zu erreichen.