

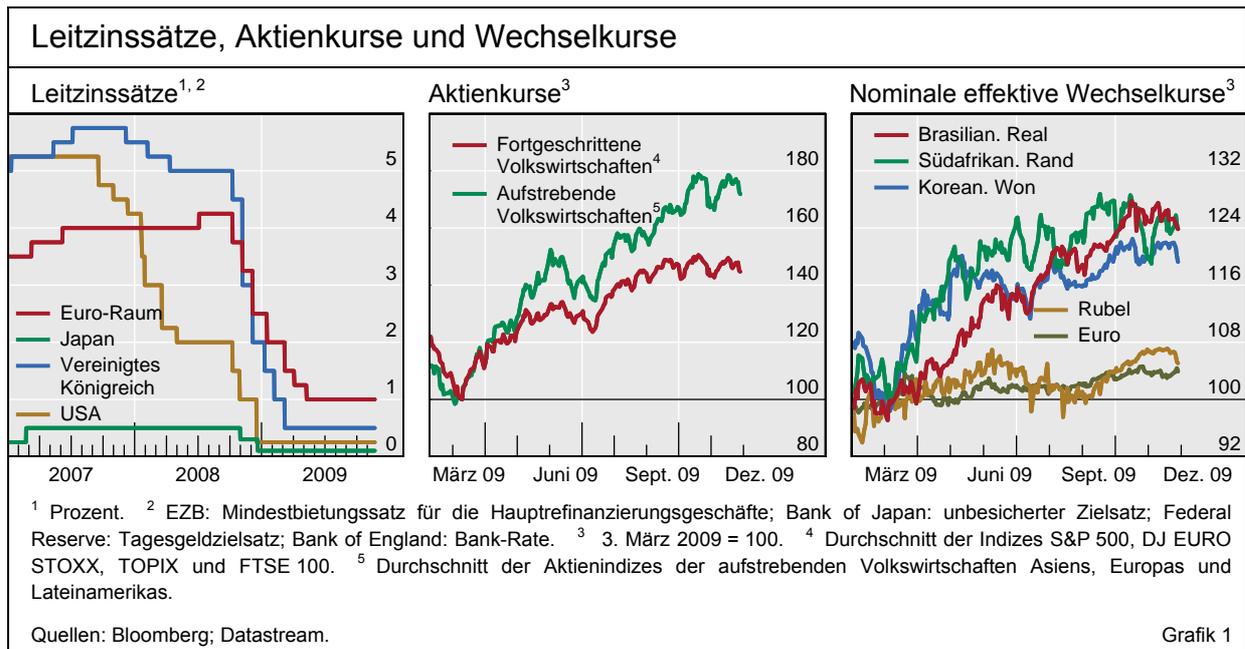
## Überblick: Anhaltend rekordtiefe Zinsen beflügeln Märkte

Ein kontinuierlicher Fluss weitgehend positiver makroökonomischer Nachrichten stimmte die Anleger von Anfang September bis Ende November zuversichtlich, dass die globale Wirtschaft die Trendwende tatsächlich geschafft hatte. Doch diese Stimmung blieb wenig gefestigt. Dies wurde gegen Ende des Berichtszeitraums deutlich: Die Preise riskanter Vermögenswerte brachen ein, da die Anleger beunruhigt auf die Nachricht reagierten, dass das Staatsunternehmen Dubai World um Aufschub einiger Zahlungen für seine Schulden gebeten hatte.

Die Marktteilnehmer rechneten damit, dass sich die Erholung fortsetzen würde, waren zeitweise aber bezüglich Geschwindigkeit und Verlauf misstrauischer, weil unsicher war, wann und wie schnell die geld- und fiskalpolitischen Impulsprogramme zurückgenommen würden und welche Risiken dies für die künftige Konjunktur beinhalten würde. Das Unbehagen wurde noch dadurch verstärkt, dass sich die Erholung weltweit unterschiedlich stark manifestierte, was wiederum nach allgemeiner Einschätzung die Gefahr in sich barg, dass sich problematische Ungleichgewichte aufbauen und die Aufgaben der öffentlichen Entscheidungsträger entsprechend erschwert würden.

Vor diesem Hintergrund wurden die Marktentwicklungen nach wie vor weitgehend von den aktuellen und den erwarteten Impulsprogrammen und insbesondere von der expansiven Geldpolitik bestimmt. Da die Anleger damit rechneten, dass die Zinsen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften tief bleiben würden (Grafik 1 links), stiegen die Preise riskanter Anlagen weiter. Die Aktienkurse zogen allgemein an, vor allem in den aufstrebenden Volkswirtschaften (Grafik 1 Mitte). Die Risikoaufschläge für Investment-Grade-Schulden veränderten sich kaum, diejenigen für Titel unterhalb Investment-Grade verengten sich weiter. Gleichzeitig liessen sowohl markt- als auch umfragebasierte Indikatoren weiterhin vermuten, dass mit einer anhaltenden Begrenzung des Preisdrucks in den grössten fortgeschrittenen Volkswirtschaften gerechnet wurde. Dies sowie die Erwartung, dass die Leitzinsen noch längere Zeit tief bleiben würden, und die niedrigen Laufzeitprämien trugen dazu bei, dass die Renditen von langfristigen Staatsanleihen nicht anstiegen.

Dank der tiefen Zinsen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und der frühzeitigen und kräftigeren Erholung in mehreren aufstrebenden



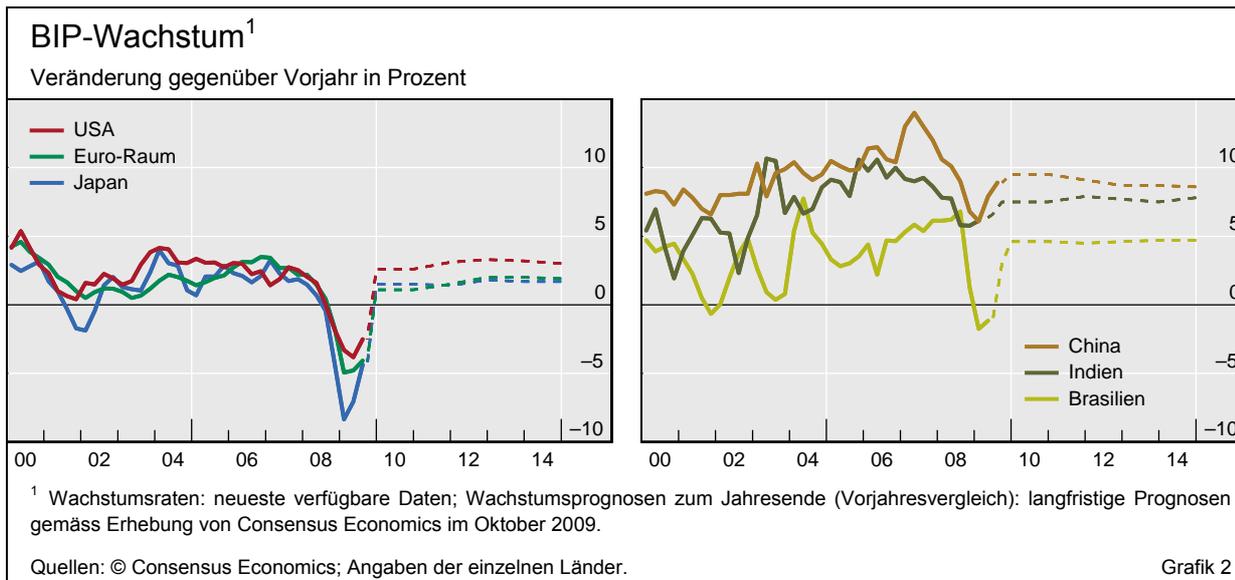
Volkswirtschaften verzeichneten Letztere, insbesondere im Asien-Pazifik-Raum, nach wie vor bedeutende Kapitalzuflüsse. Eine ähnliche Entwicklung, die allerdings kaum verlässlich zu quantifizieren ist, war eine Zunahme von mit US-Dollar und anderen Tiefzinswährungen finanzierten Carry-Trade-Geschäften am Devisenmarkt. Dies führte zu einem rapiden Anstieg der Preise von Vermögenswerten in mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften und einer beträchtlichen Wechselkursaufwertung gegenüber dem US-Dollar (Grafik 1 rechts).

### Zinsen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiterhin nahe null

Von Anfang September bis Ende November konzentrierten sich die Anleger weiterhin stark auf das Fortschreiten und die Aussichten der weltweiten Wirtschaftserholung. Zwar waren die Prognosen nach wie vor unsicher, doch gab es klare Anzeichen dafür, dass die globale Wirtschaft die Trendwende geschafft hatte. Vorläufige Zahlen zum BIP-Wachstum der USA im dritten Quartal zeigten, dass die längste und tiefste US-Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg zu Ende war. Auch der Euro-Raum verzeichnete im dritten Quartal zum ersten Mal seit Anfang 2008 wieder ein Wirtschaftswachstum, während die japanische Wirtschaft das zweite Quartal in Folge expandierte. Da die beträchtlichen geld- und fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen zu greifen begannen, legten die Konjunkturprognosen der Analysten nahe, dass die G3-Volkswirtschaften 2010 wachsen und sich in den kommenden Jahren auf einem stetigen Wachstumspfad von rund 2–3% bewegen dürften (Grafik 2 links).

Ende der  
Rezession ...

Eine bedeutende Rolle spielte auch, dass die wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften wie China, Indien und Brasilien, deren Wachstum in der Krise weit weniger stark zurückgegangen war als dasjenige fortgeschrittener



Volkswirtschaften, sich viel rascher erholten und in den nächsten fünf Jahren voraussichtlich erheblich stärker wachsen werden (Grafik 2 rechts). Die dynamische Konjunktur in den aufstrebenden Volkswirtschaften könnte die Nachfrage nach Gütern in den entwickelten Volkswirtschaften stützen und damit eine nachhaltige Erholung auch der wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften wahrscheinlicher machen.

... doch anhaltende Unsicherheit über die Stärke der Erholung ...

Zwar gingen die Anleger zumeist immer noch von einer Erholung aus, doch herrschte im Falle der fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach wie vor Unsicherheit über die künftige Form und Stärke dieser Erholung. Spekulationen darüber, wann und wie schnell die staatlichen Konjunkturmassnahmen zurückgefahren würden, verstärkten diese Unsicherheit noch. Da die fiskalpolitischen Massnahmen im bisherigen Verlauf des Jahres 2009 wesentlich zum Wachstum beigetragen hatten, kamen Bedenken auf, dass eine Rücknahme dieser Massnahmen das künftige Wirtschaftswachstum erheblich dämpfen könnte. Zudem schürte das Auseinanderdriften des Wirtschaftswachstums in den grössten fortgeschrittenen Volkswirtschaften und in anderen Volkswirtschaften – einschliesslich der wichtigsten aufstrebenden Länder – Ängste, dass dies zu einem Aufbau von Ungleichgewichten führen könnte, die auf Dauer nicht tragbar sein könnten. Die ungleichmässige Erholung könnte darüber hinaus das Problem des richtigen Zeitpunkts und Tempos der Rücknahme der fiskal- und geldpolitischen Impulsprogramme verschärfen. Trotz einer rascheren Trendwende in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften gingen die Anleger davon aus, dass diese Länder an einer lockeren Geldpolitik festhalten würden, bis sich die Erholung auch in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften gefestigt hat.

... und die Auswirkungen des regional unterschiedlichen Wachstums

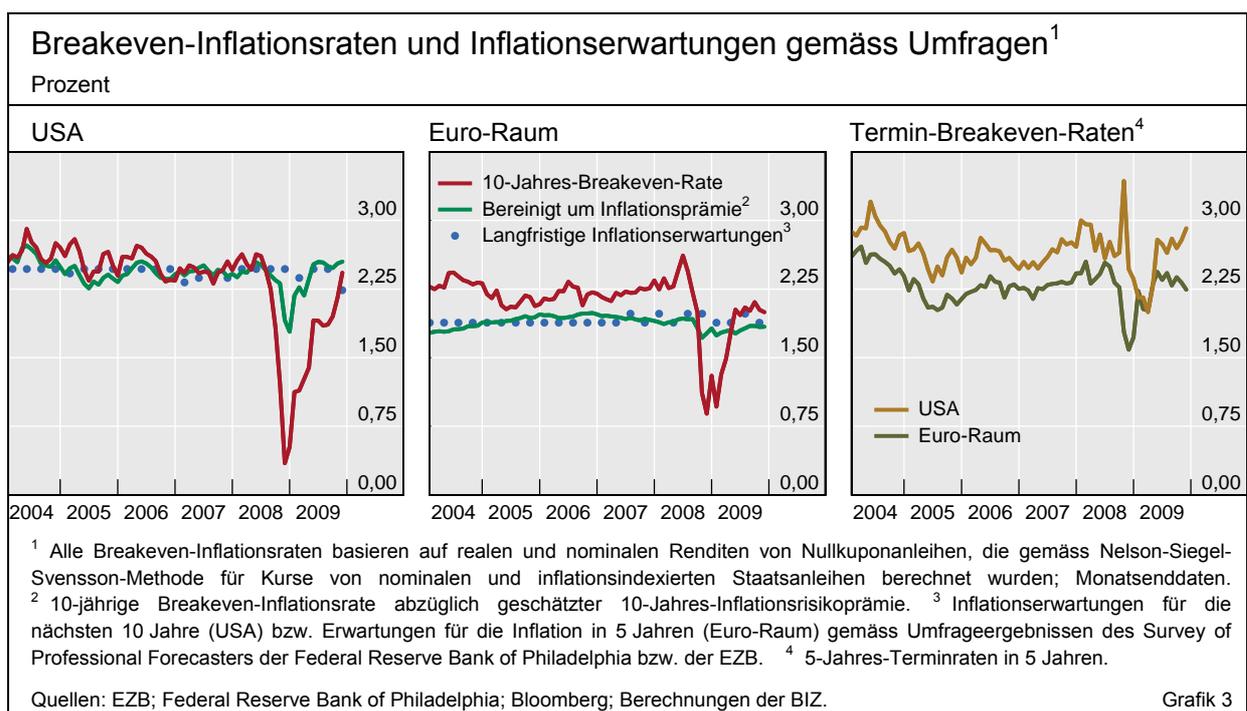
Da die verfügbaren Daten auf eine stetige, wenn auch ungleichmässige Erholung hindeuteten, wandte sich die Aufmerksamkeit der Anleger von einem drohenden Inflationsanstieg ab. Angesichts rekordtiefer Leitzinsen, weitverbreiteter unkonventioneller geldpolitischer Massnahmen und enormer fiskalpolitischer Stützungsprogramme zeigten sich zwar einige Marktteilnehmer über künftige Inflationsrisiken besorgt. Indikatoren für die langfristigen

Inflationserwartungen deuteten jedoch darauf hin, dass dies nicht das Hauptszenario war. Vielmehr rechneten die Anleger damit, dass der Preisauftrieb in den grössten fortgeschrittenen Volkswirtschaften unter Kontrolle bleiben würde. Ende November lagen die 10-Jahres-Breakeven-Inflationsraten in den USA und im Euro-Raum nahe bei 2% (Grafik 3 links und Mitte). Zudem entsprachen die jeweiligen um geschätzte Inflationsrisikoprämien bereinigten Breakeven-Raten weitgehend den durchschnittlichen langfristigen Inflationserwartungen, die aus Umfragen hervorgingen. Diese umfragebasierten Prognosen wiederum blieben auf dem Niveau der letzten Jahre stabil. Die 5-Jahres-Termin-Breakeven-Inflationsraten in fünf Jahren, die die Effekte von Erwartungen eines geringen kurzfristigen Preisdrucks ausschalten, waren im Euro-Raum stabil und stiegen in den USA leicht an (Grafik 3 rechts).

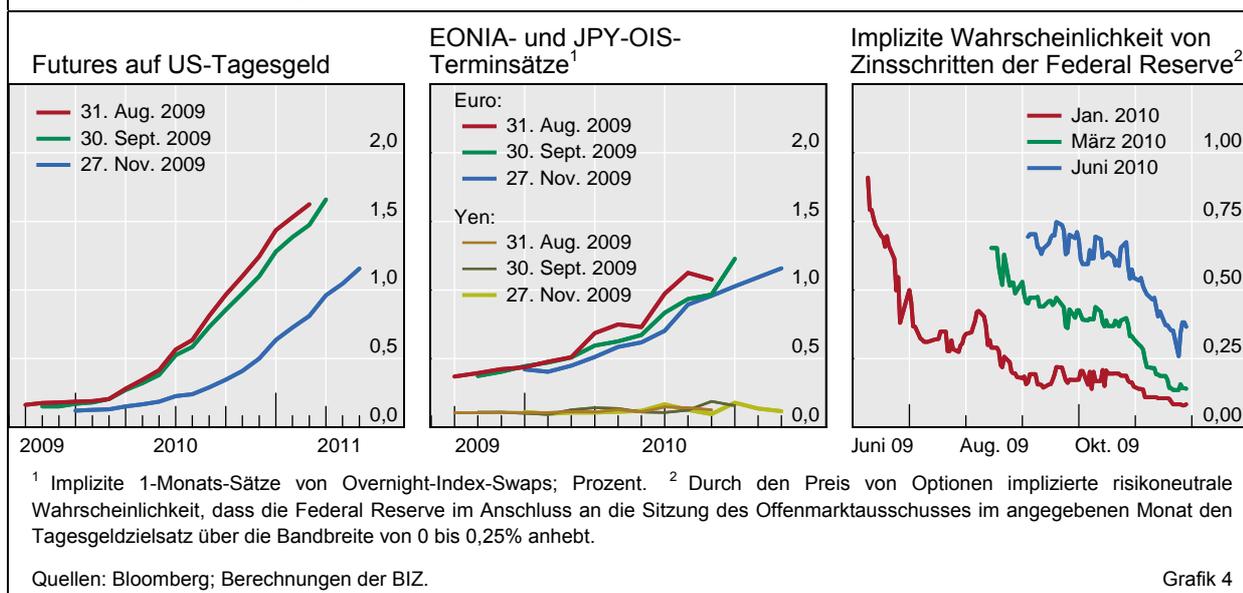
Inflationsdruck in grossen Volkswirtschaften offenbar unter Kontrolle ...

Da sich die Konjunkturerholung immer noch in ihren Anfängen befindet – zumindest in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften – und die Inflation in diesen Ländern unter Kontrolle zu sein scheint, rechneten die Anleger vorerst nicht mit einer Straffung der Geldpolitik. Die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Leitzinsentwicklung in den drei grössten fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die aus den impliziten Terminzinssätzen abgeleitet werden, deuteten sogar darauf hin, dass die Zinsen bis weit in das Jahr 2010 tief bleiben dürften (Grafik 4 links und Mitte). Diese Erwartungen wurden durch Signale der wichtigsten Zentralbanken untermauert, dass keine kurzfristigen Zinserhöhungen geplant seien. Namentlich wies der Vorsitzende der Federal Reserve Mitte November darauf hin, dass der Konjunkturaufschwung aufgrund von Bremsfaktoren nicht so solide sei wie erhofft und dass diese Umstände noch für längere Zeit einen ausserordentlich tiefen Zielsatz für US-Tagesgeld rechtfertigen dürften. Nach diesen Äusserungen gingen die US-Anleiherenditen über das gesamte Laufzeitenspektrum um 4–8 Basispunkte zurück, sodass die 2-jährigen Renditen auf ihr tiefstes Niveau seit Januar fielen. Darüber hinaus

... und Signale der Zentralbanken, dass Zinssätze tief bleiben werden



## Erwartungen bezüglich der Geldpolitik



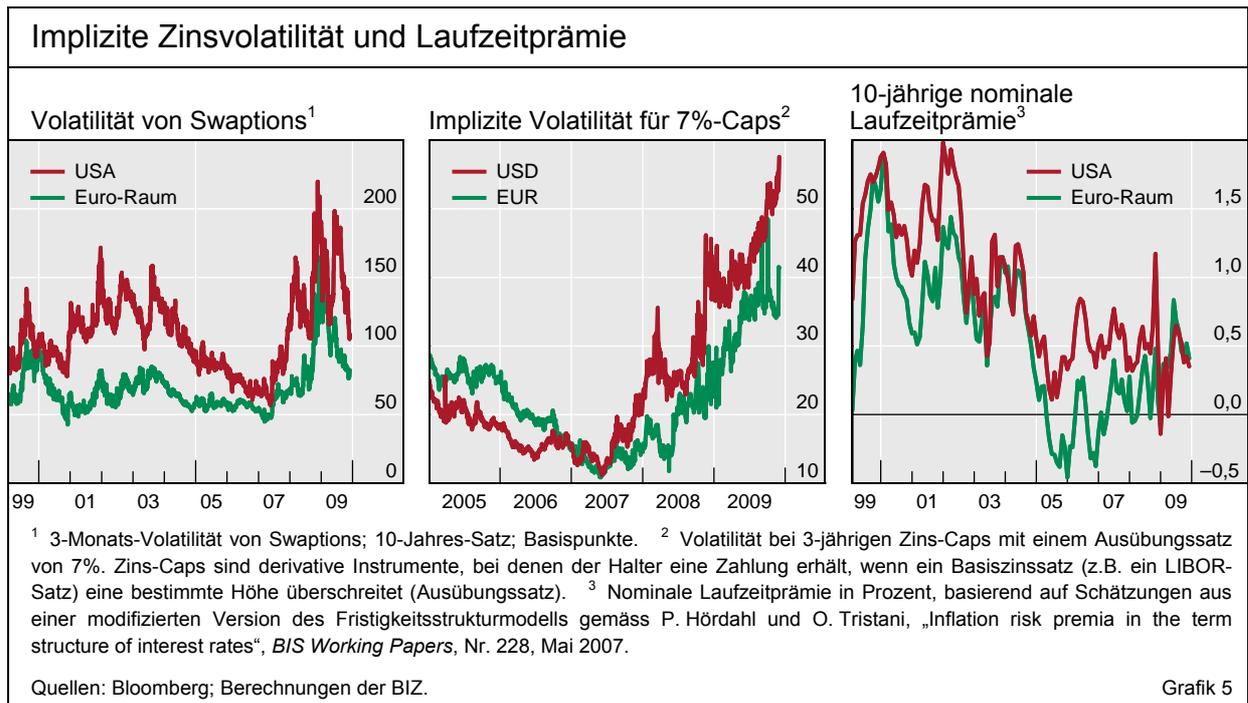
zeigten die Preise für Optionen auf US-Tagesgeldfutures an, dass die (risikoneutrale) Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Federal Reserve im ersten Halbjahr 2010 den Zielsatz für Tagesgeld über den Bereich von 0–0,25% hinaus erhöhen würde, nach den Bemerkungen des Vorsitzenden drastisch gefallen war (Grafik 4 rechts).

Anhaltend grosse Zinsunsicherheit ...

Während die Unsicherheit in Bezug auf die Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze offenbar eher gering war, bot sich bei den langfristigen Zinsen ein etwas anderes Bild. Obwohl die implizite Volatilität von Swaptions (d.h. Optionen auf Swaps) gegenüber ihren Spitzenwerten auf dem Höhepunkt der Krise deutlich zurückgegangen war, lag sie immer noch etwas über dem bisherigen Durchschnitt (Grafik 5 links). Darin spiegeln sich wahrscheinlich die anhaltend grosse Unsicherheit über den Verlauf und das Tempo der wirtschaftlichen Erholung sowie die damit verbundenen Risiken für die langfristigen Inflationsaussichten wider – beides Schlüsselemente bei der Bestimmung der langfristigen Zinssätze. Fragen zu möglichen Auswirkungen einer Abkehr von den unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen, einschliesslich der Programme für Ankäufe von Staatsanleihen, dürften die Unsicherheit an einigen Märkten noch verstärkt haben.

... insbesondere betreffend Anstieg ...

Insbesondere hegten Marktteilnehmer Bedenken über das Risiko deutlich höherer Renditen infolge einer geringeren Nachfrage nach und eines höheren Angebots an Anleihen, vor allem in einigen wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Ein Rückgang der Nachfrage nach Staatsanleihen galt als wahrscheinlich, da Zentralbanken und private Banken ihre – im bisherigen Verlauf von 2009 beträchtlichen – Ankäufe dieser Papiere voraussichtlich reduzieren würden. Gleichzeitig wurde damit gerechnet, dass das Angebot an Staatsanleihen nach den massiven fiskalpolitischen Massnahmen und den gleichzeitig sinkenden Steuereinnahmen in einigen Volkswirtschaften ein Rekordniveau erreichen würde. Hinzu kam die Einschätzung, dass das Risiko kräftiger Zinserhöhungen steige. Einige Anleger waren insbesondere darüber besorgt,

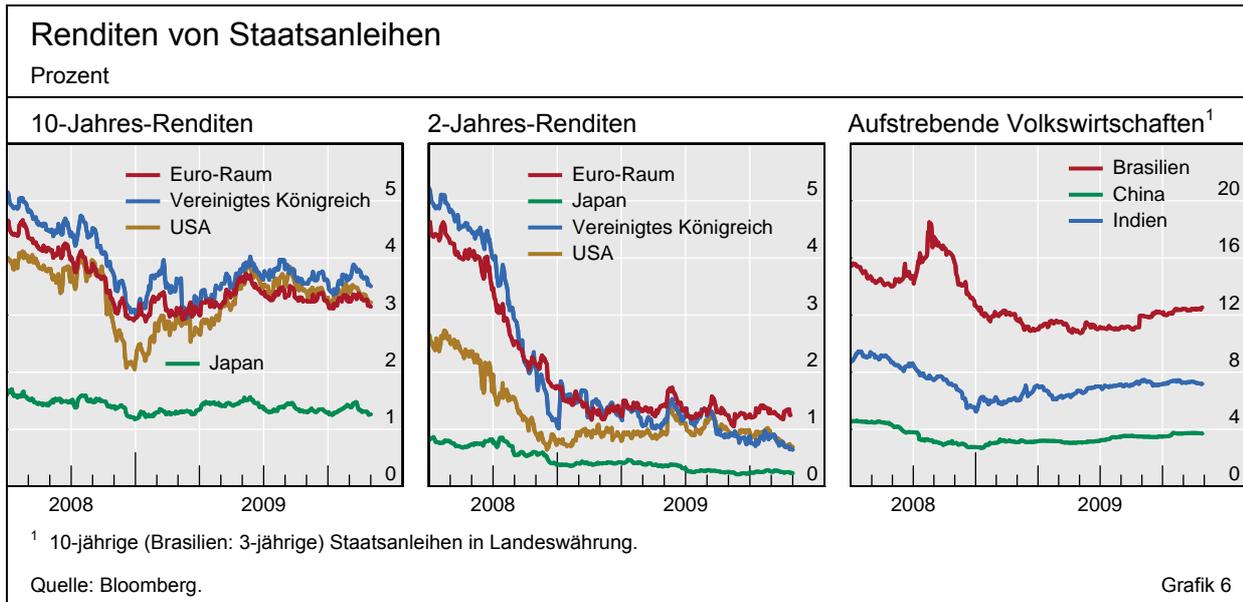


dass es die Zentralbanken als notwendig erachten könnten, die Leitzinsen deutlich stärker anzuheben als derzeit erwartet, sollten die Preise an den Märkten für Vermögenswerte und Güter in einem Tempo steigen, das auf Dauer nicht haltbar wäre. Dass sich die Anleger gegen diese ungünstigen Szenarien absicherten, liess sich aus den Preisen für Zinsderivate ablesen. Die impliziten Volatilitäten von Aus-dem-Geld-Caps beispielsweise – d.h. Optionen, die ausgezahlt werden, wenn die Zinsen ein bestimmtes Niveau, das deutlich über dem aktuellen Stand liegt, übertreffen – zogen für US-Zinssätze weiter an und blieben bei Euro-Zinssätzen relativ hoch (Grafik 5 Mitte).

Trotz der grossen Unsicherheit über die künftige Entwicklung der langfristigen Zinssätze blieben die in den Renditen langlaufender Anleihen enthaltenen geschätzten Laufzeitprämien im Vergleich zum Niveau der letzten Jahre relativ tief (Grafik 5 rechts). Zwar kann in der Regel davon ausgegangen werden, dass die Laufzeitprämien in einem von grosser Unsicherheit geprägten Umfeld hoch sind, doch tendieren sie bei einer Konjunkturerholung im Allgemeinen nach unten. Zudem scheinen noch andere Einflussfaktoren zu einem Rückgang der geschätzten Prämien geführt zu haben – z.B. die anhaltend hohe Nachfrage von Banken nach Staatspapieren in ihrem Bestreben, das tiefere Kreditvergabevolumen auszugleichen und den Risikogehalt ihrer Anlagen zu verringern. In einigen Ländern dürfte dieser Effekt noch dadurch verstärkt worden sein, dass die Zentralbank Staatsanleihen ankaupte. Darüber hinaus wurden die Laufzeitprämien durch die Nachfrage nach sicheren Staatsanleihen zeitweise weiter nach unten gedrückt, insbesondere nachdem Dubai World Ende November angekündigt hatte, es werde sich um Zahlungsaufschub für seine beträchtlichen Schulden bemühen (s. weiter unten).

Alle obengenannten Faktoren trugen gemeinsam dazu bei, dass die Renditen langlaufender Anleihen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften von Anfang September bis Ende November tief und relativ stabil

... aber weiterhin niedrige Laufzeitprämien



blieben (Grafik 6 links). Die Anleiherenditen, welche die erwarteten durchschnittlichen künftigen Kurzfristzinsen (zuzüglich Laufzeitprämien) darstellen, stiegen nicht, da davon ausgegangen wurde, dass die Leitzinsen noch einige Zeit auf einem sehr tiefen Niveau verharren würden. Besonders deutlich trat dieser Effekt am kurzen Ende der Renditenstrukturkurve zutage (Grafik 6 Mitte). Am langen Ende wirkten sich zudem die Einflussfaktoren aus, welche die Laufzeitprämien tief hielten. Die Renditen von Staatsanleihen in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften blieben ebenfalls recht stabil, wenngleich auf einem höheren Niveau als demjenigen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften (Grafik 6 rechts).

### Weitere Erholung an den Aktienmärkten

Von Anfang September bis Ende November spiegelte die Entwicklung an den globalen Aktien- und Kreditmärkten eindeutig die anhaltenden geld- und fiskalpolitischen Stützungsmaßnahmen weltweit wider. Allerdings stieg die Volatilität an den Börsen jeweils nach der Veröffentlichung neuer gesamtwirtschaftlicher Daten und Aussagen der Zentralbanken zur weiteren Leitzinsentwicklung vorübergehend an. Dies deutete darauf hin, dass die Anleger trotz der Erholung immer noch unsicher waren, wie sich die Rücknahme der monetären und fiskalpolitischen Impulse auf das globale Wirtschaftswachstum auswirken würde.

Vor diesem Hintergrund reagierten die Märkte erschrocken auf die überraschende Meldung Ende November, dass Dubai World, eines der drei staatlichen strategischen Investmentvehikel Dubais, im Rahmen von Verhandlungen über die Verlängerung der Fälligkeit seiner Schulden ein Schuldenmoratorium anstrebe. Auf diese Nachricht hin gaben die Notierungen an den meisten Aktienmärkten zunächst um mehrere Prozentpunkte nach, wobei die Börsen in den aufstrebenden Volkswirtschaften eine stärkere Reaktion zeigten. Auch die Aktienkurse von Banken und Unternehmen, bei denen ein grösseres Engagement in Dubai und dem Nahen Osten angenommen wurde, brachen

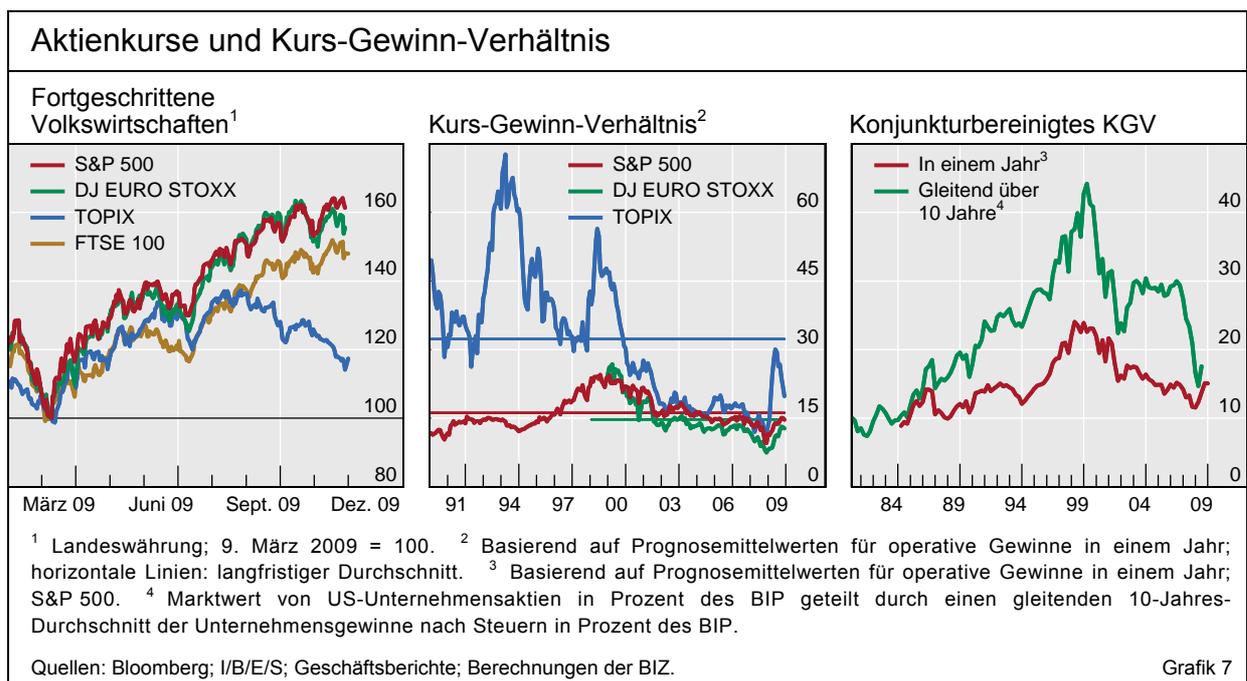
ein. Die Prämie 5-jähriger Credit-Default-Swaps (CDS) auf Staatsanleihen Dubais erhöhte sich um mehr als 300 Basispunkte auf über 640 Basispunkte, und auch die CDS-Prämien für Staatsschuldtitel im gesamten Nahen Osten stiegen steil an.

Getragen wurde die Erholung an den globalen Aktienmärkten nach der Krise wiederum von der konjunkturellen Aufhellung in Verbindung mit den weltweit aussergewöhnlich niedrigen Leitzinsen und den fiskalpolitischen Stimulierungsmassnahmen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wenngleich die Erholung langsamer vorankam als zuvor (Grafik 7 links). Der Index S&P 500 legte im Berichtszeitraum um mehr als 9% zu, der Dow Jones EURO STOXX um fast 5% und der FTSE 100 um 9%. Japan, wo der TOPIX im selben Zeitraum fast 17% einbüsste, bildete erneut eine wichtige Ausnahme von diesem globalen Trend. Der Rückgang der japanischen Aktienkurse war auf sinkende Exporte und unerwartet schwache Unternehmensgewinne zurückzuführen. Ab September fielen die Revisionen der Gewinnprognosen für japanische Unternehmen nämlich weniger optimistisch aus. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis japanischer Aktien blieb deutlich über dem Niveau der vergangenen 5–10 Jahre (Grafik 7 Mitte). An den Märkten der USA und Europas hingegen scheinen die Aktienbewertungen nach wie vor mit den längerfristigen Niveaus im Einklang zu stehen, und in den USA scheinen sie auch eher dem konjunkturbereinigten Kurs-Gewinn-Verhältnis zu entsprechen (Grafik 7 rechts).

Erholung an den Aktienmärkten weiterhin durch niedrige Leitzinsen begünstigt

Die Aktienanleger konzentrierten sich weiterhin auf gesamtwirtschaftliche Daten, und so verbesserten sich die Börsennotierungen angesichts kontinuierlicher Meldungen, die bestätigten, dass das Wirtschaftswachstum in den wichtigsten Volkswirtschaften im dritten Quartal in den positiven Bereich zurückgekehrt war. Nachdem der Vorsitzende der Federal Reserve Mitte November angedeutet hatte, dass die US-Leitzinsen wohl noch einige Zeit niedrig bleiben würden, stiegen die Aktienkurse ebenfalls an. Gleichwohl gab

Augenmerk der Anleger auf positiven gesamtwirtschaftlichen Daten ...



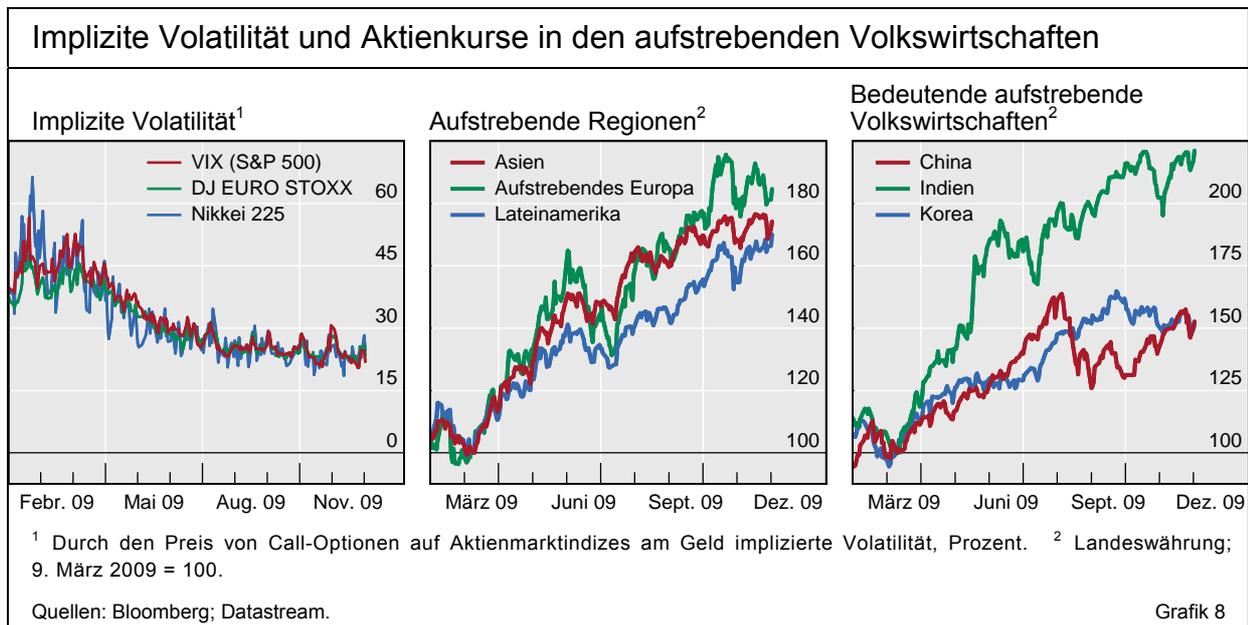
es auch negative Reaktionen auf enttäuschende Datenveröffentlichungen, die teilweise Besorgnis hinsichtlich der Auswirkungen der gestiegenen Arbeitslosenzahlen, der Konsumententwicklung und der Fähigkeit der privaten Haushalte zur Bedienung ihrer Hypothekenschulden aufkommen liessen. Diese Reaktionsmuster deckten sich mit den im Berichtszeitraum veröffentlichten Marktkommentaren, die auf zunehmende Bedenken der Anleger hinsichtlich der möglichen Folgen einer internationalen geld- und fiskalpolitischen Straffung hinwiesen.

... angesichts der Unsicherheit über die Erholung in den USA

Die Unsicherheit darüber, wie gefestigt die wirtschaftliche Erholung in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften sei, kam auch in der durch Aktienoptionen implizierten Volatilität zum Ausdruck. Nach einem langanhaltenden Rückgang gegenüber den während der Krise verzeichneten historischen Höchstständen stieg die implizite Volatilität gegen Ende Oktober kurzzeitig an, als sich die Anleger mit einer Mischung aus positiven Gewinnmeldungen und negativen Nachrichten über die Lage an den Wohnimmobilien- und Arbeitsmärkten der USA konfrontiert sahen (Grafik 8 links). Die Volatilität nahm wieder ab, als sich die Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G20-Länder Anfang November in einer Erklärung verpflichteten, die Erholung weiter zu stützen, bis diese sichergestellt sei.

Kursgewinne in aufstrebenden Volkswirtschaften

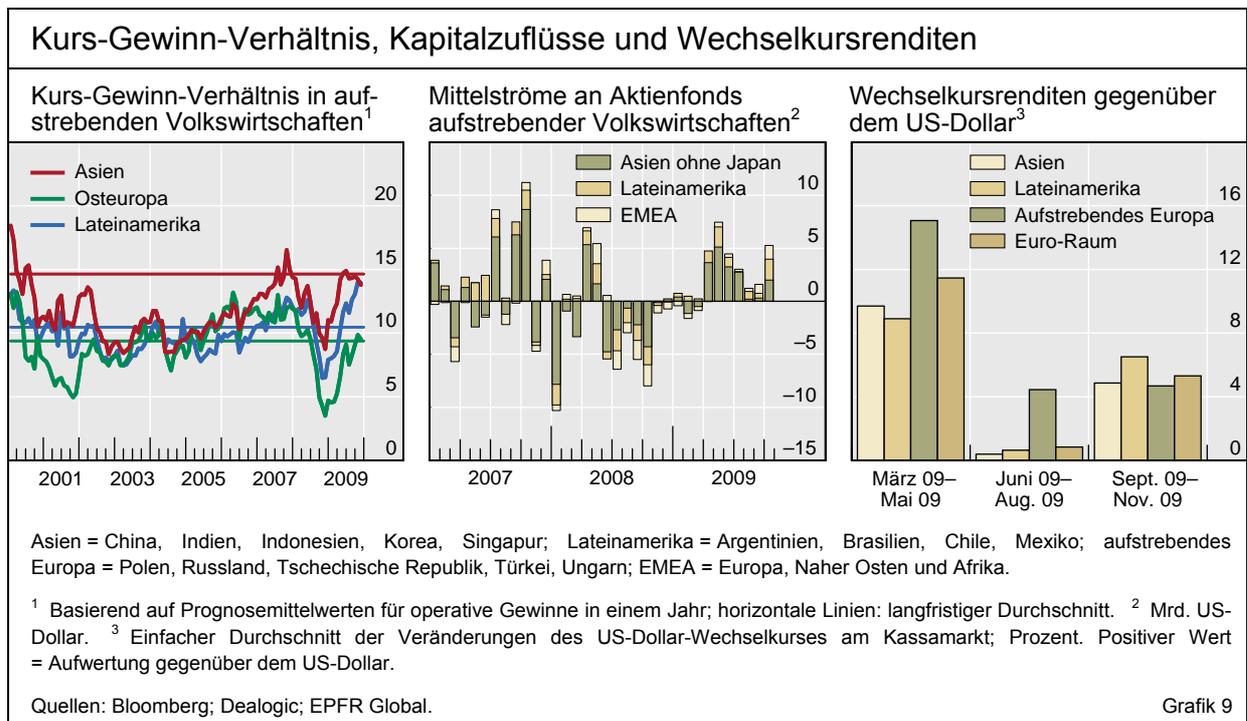
Die historisch tiefen Leitzinsen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowie die unterschiedliche Konjunktorentwicklung in diesen Ländern und in den aufstrebenden Volkswirtschaften begünstigten erneut positive Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften. So legten die Börsennotierungen in diesen Volkswirtschaften noch stärker zu als in den fortgeschrittenen Ländern (Grafik 8 Mitte und rechts). Auch die steigenden Rohstoffpreise stützten die beträchtlichen Kursgewinne in den aufstrebenden Volkswirtschaften. An den asiatischen Börsen stiegen die Kurse von Anfang September bis Ende November im Durchschnitt um fast 5%, in China sogar um deutlich mehr als 15%. Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas legten die Notierungen im Berichtszeitraum um knapp 10% zu, in Russland um



über 15%. In Lateinamerika lagen sie am Ende des Berichtszeitraums etwa 17% im Plus. Trotz dieser rasanten Kursanstiege stand das Kurs-Gewinn-Verhältnis vieler Aktien aufstrebender Volkswirtschaften aber weiterhin im Einklang mit dem längerfristigen Niveau, da auch die Unternehmensgewinne gestiegen waren (Grafik 9 links).

Die historisch tiefen Leitzinsen in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften begünstigten nicht nur Kapitalströme in die aufstrebenden Volkswirtschaften, sondern auch entsprechende Carry-Trade-Geschäfte am Devisenmarkt. Dies hatte umfangreiche Währungsaufwertungen und Vermögenspreisanstiege in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften zur Folge (Grafik 9), was in den vergangenen Monaten erhebliche Bedenken hinsichtlich der Exportentwicklung und der Finanzstabilität geschürt hat. In Brasilien wurde aufgrund dieser Bedenken eine 2%ige Steuer auf ausländische Portfolioanlagen eingeführt. In einer Reihe anderer Volkswirtschaften, darunter Indien, Indonesien, Korea und Taiwan, deuteten die öffentlichen Entscheidungsträger an, dass sie Massnahmen zur Eindämmung der Kapitalzuflüsse in Erwägung ziehen würden. Gegen Ende November wertete die indonesische Rupiah ab, nachdem die Zentralbank des Landes hatte verlauten lassen, dass sie Massnahmen zur Begrenzung ausländischer Anlagen in kurzfristige Staatsschuldtitle erwäge, um spekulative Kapitalzuflüsse zu unterbinden. Diese Reaktion veranschaulicht die Besorgnis der Anleger darüber, inwiefern die öffentlichen Entscheidungsträger in den aufstrebenden Volkswirtschaften bereit und in der Lage sein würden, den Kapitalzustrom einzudämmen und somit weiteren Währungsaufwertungen und Vermögenspreisbooms entgegenzuwirken.

Währungsaufwertung und Vermögenspreisanstieg aufgrund von Kapitalzuflüssen



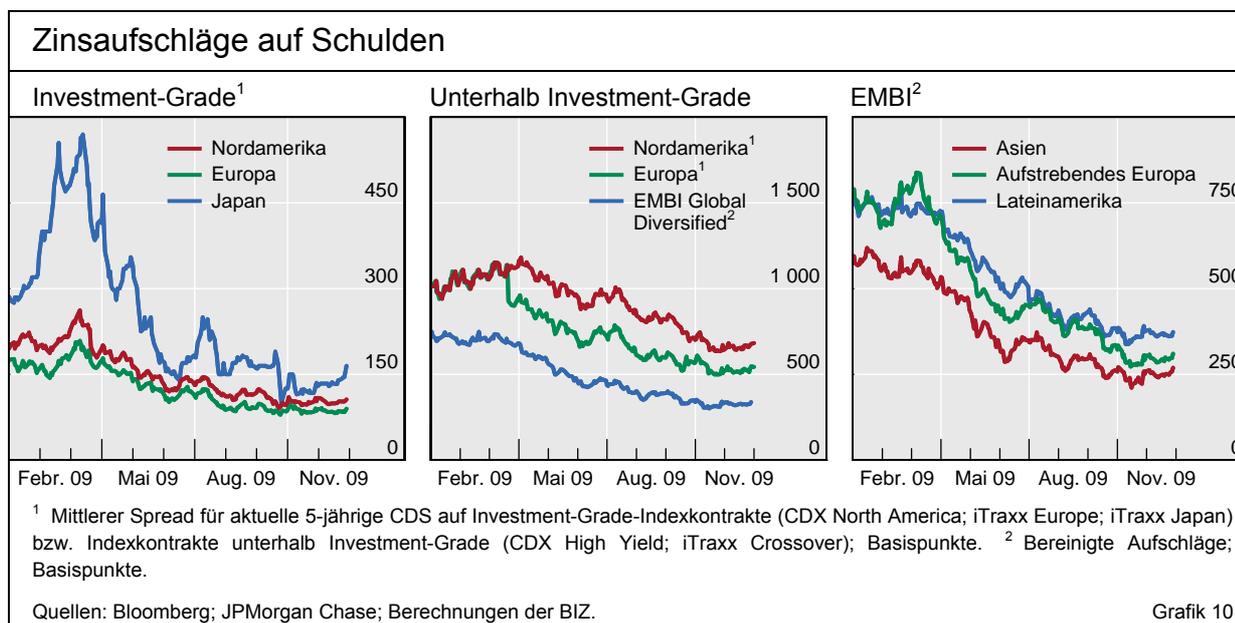
## Anhaltende Normalisierung an den Kreditmärkten

Weitere Normalisierung an den Kreditmärkten ...

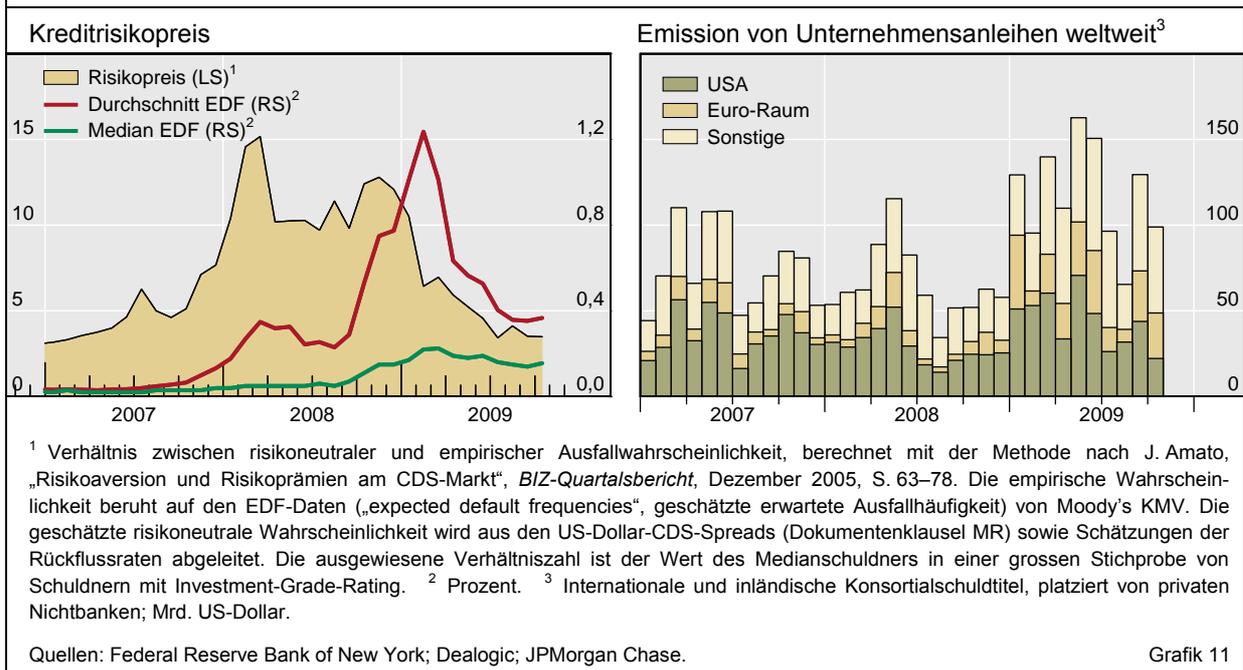
Die Normalisierung an den Kreditmärkten hielt an, und die Risikoaufschläge für Investment-Grade-Schulden der fortgeschrittenen Volkswirtschaften veränderten sich kaum. Die Aufschläge für entsprechende US-Titel verringerten sich um 25 Basispunkte, und die Aufschläge für europäische und japanische Titel blieben weitgehend stabil (Grafik 10 links). Die Aufschläge auf Papiere unterhalb Investment-Grade dagegen verengten sich weiter: bei entsprechenden US-Titeln um rund 140 Basispunkte, bei europäischen Titeln um 70 Basispunkte und beim EMBI-Global-Diversified-Index um etwa 55 Basispunkte (Grafik 10 Mitte). Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften waren die Kreditspreads erneut rückläufig: In Asien sanken sie um fast 30 Basispunkte, in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas um rund 75 Basispunkte und in Lateinamerika um mehr als 60 Basispunkte (Grafik 10 rechts). Der von den Märkten implizierte Kreditrisikopreis verringerte sich ebenfalls weiter und kehrte fast auf das vor der Krise verzeichnete Niveau zurück (Grafik 11 links).

... angesichts verbesserter Marktbedingungen

Die Normalisierung der Lage an den Kreditmärkten kam auch im Absatz von Unternehmensanleihen zum Ausdruck (Grafik 11 rechts und Kapitel „Trends im internationalen Bankgeschäft und an den internationalen Finanzmärkten“). Der verstärkte Commercial-Paper-Absatz durch US-Finanzunternehmen deutete ebenfalls auf eine Aufhellung an den Kreditmärkten hin. Die Kreditvergabe an Nichtfinanzunternehmen hingegen ging im Vereinigten Königreich, in den USA und im Euro-Raum weiter zurück. Im Euro-Raum deuteten mehrere Mitglieder des EZB-Rats angesichts der Erholung an den Kreditmärkten an, dass die während der Krise eingeführten Mengentender mit vollständiger Zuteilung und zwölfmonatiger Laufzeit im Rahmen der Bemühungen um eine schrittweise Rücknahme der ergriffenen Notfallliquiditätsmaßnahmen bald auslaufen könnten. Die EZB kündigte ausserdem an, dass sie für alle ab März 2011 emittierten forderungsunterlegten Wertpapiere, die als Sicherheit verwendet werden sollen, mindestens zwei Ratings von anerkannten Ratingagenturen verlangen werde, wobei das zweitbeste



## Kreditrisikopreis und Emission von Unternehmensanleihen

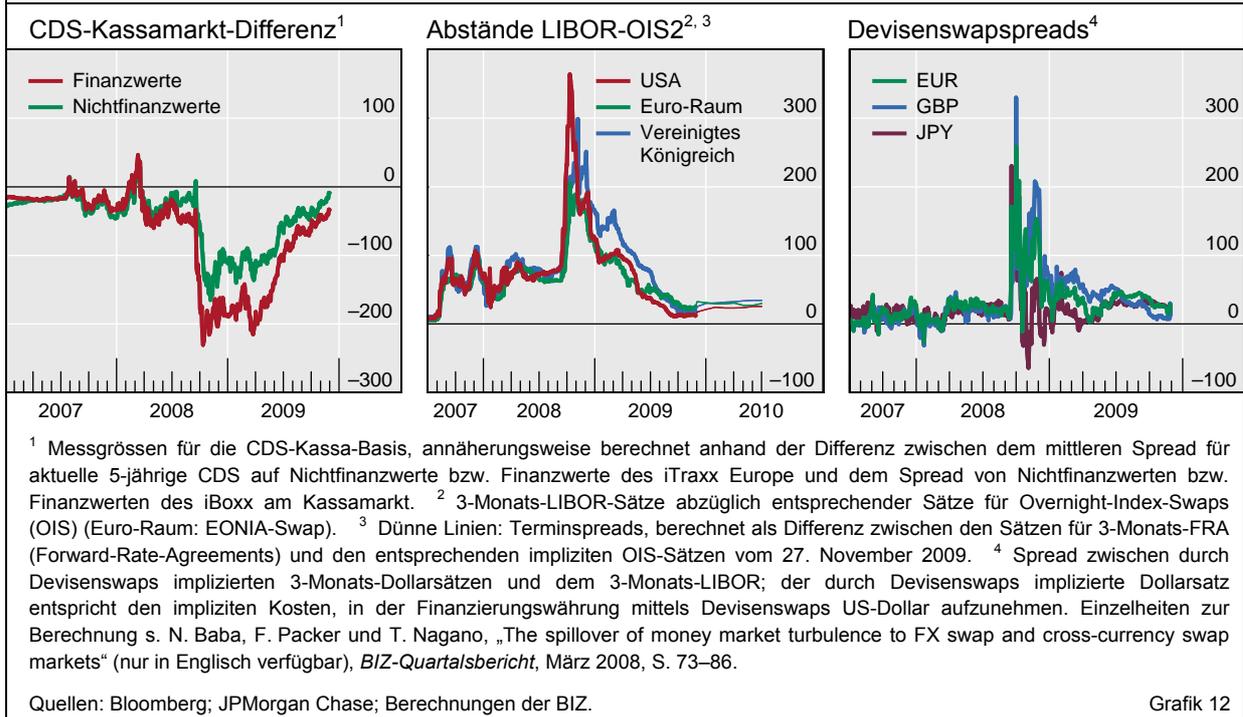


vorliegende Rating A oder besser sein müsse („Second-Best-Regel“).

Des Weiteren gab es klare Hinweise darauf, dass die krisenbedingten Verwerfungen an den globalen Kreditmärkten bis Ende November weitgehend verschwunden waren. Die Spreddifferenzen zwischen Kassakursen und CDS-Preisen waren zumindest im Nichtfinanzsektor nahezu auf ihren Stand vor der

## CDS und Zinsaufschläge auf Anleihen, Abstände LIBOR-OIS und Devisenswapsreads

Basispunkte



Krise zurückgekehrt (Grafik 12 links). Die LIBOR-OIS-Abstände, die häufig als Indikator für Anspannungen an den kurzfristigen Kreditmärkten herangezogen werden, waren auf Niveaus gesunken, die nur geringfügig höher lagen als vor der Krise (Grafik 12 Mitte). Auch die Devisenswapsreads waren Ende November auf ähnliche Werte wie vor der Krise gesunken (Grafik 12 rechts).

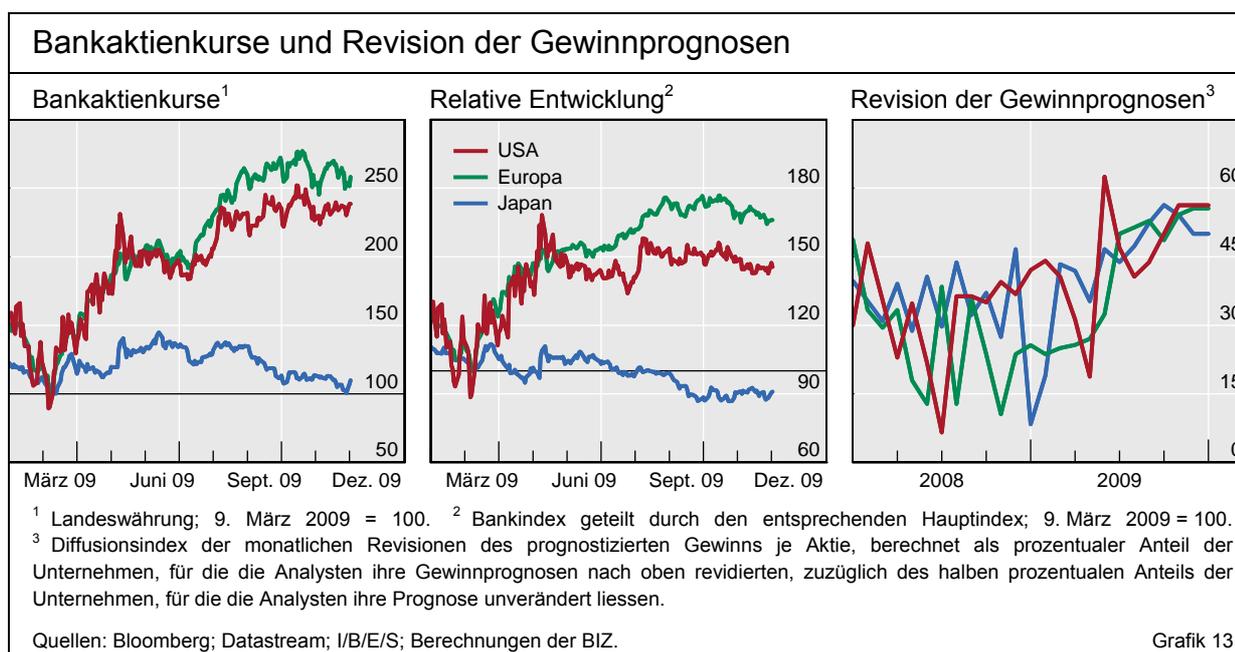
### Banken treiben Bilanzsanierung voran

Positive Kursentwicklung bei Bankaktien

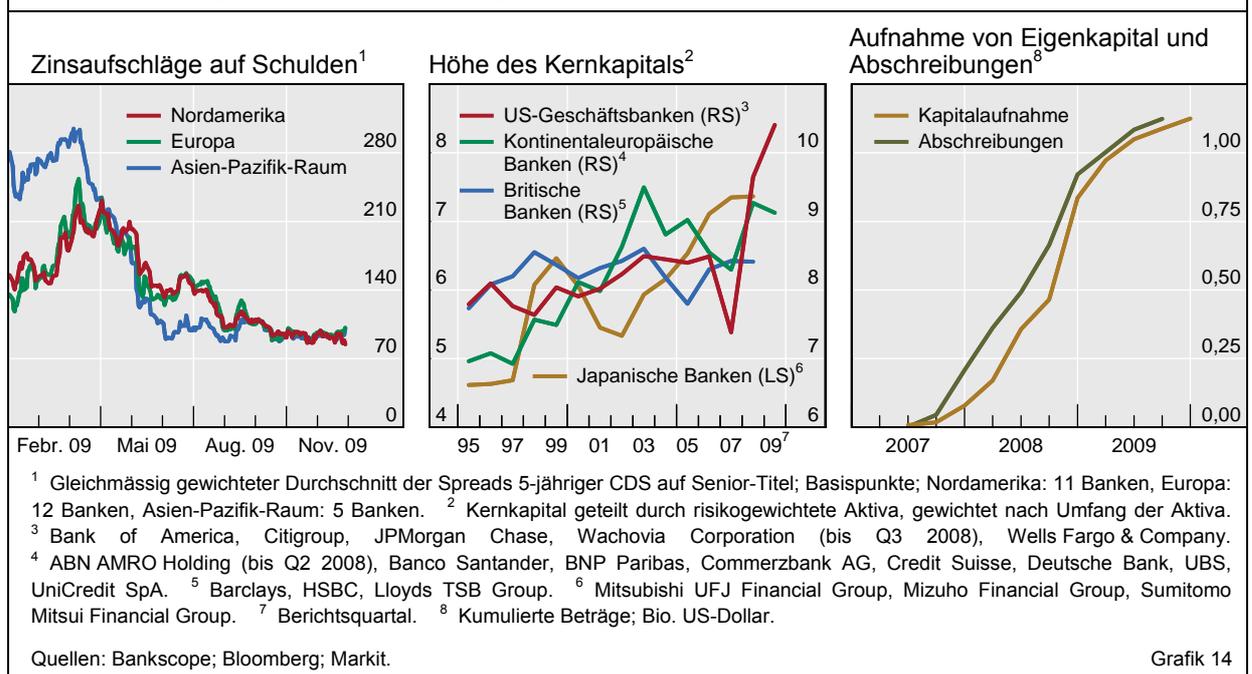
Die Kurse von Bankaktien legten im Berichtszeitraum zumindest in Europa und den USA weiter zu (Grafik 13 links). Gleichwohl blieben sie in diesen beiden Volkswirtschaften hinter der Entwicklung des Gesamtmarktes zurück und lagen nach wie vor deutlich unter dem vor der Krise verzeichneten Niveau. Die Aktienkurse der japanischen Banken waren in den vergangenen Monaten leicht rückläufig, und zwar sowohl in absoluter Betrachtung als auch gemessen am Markt insgesamt (Grafik 13 Mitte).

Engere Kreditspreads für Banken angesichts weiterer Bilanzsanierungen

Im Einklang mit der allgemeinen Entwicklung an den Märkten verengten sich die Kreditrisikoprämien für Banken weiter, was auf positivere Gewinnzahlen und die anhaltenden Bemühungen der Banken um eine Erhöhung ihrer Eigenkapitalausstattung zurückzuführen war (Grafik 14 links und Mitte). Nachdem die US-Banken ihr Eigenkapital in der ersten Jahreshälfte in grossem Umfang aufgestockt hatten, nahmen auch viele europäische Banken neues Kapital auf. In der Folge erreichte der Gesamtbetrag des neu aufgenommenen Kapitals endlich das Niveau der Abschreibungen (Grafik 14 rechts). Die Kernkapitalquoten stiegen in den ersten 11 Monaten des Jahres 2009 um rund 1 Prozentpunkt an. Besonders erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang die Ende November bekanntgegebene umfangreiche Bezugsrechtsemission der Lloyds Banking Group. Um neues Kapital in Höhe von £ 13,5 Mrd. aufzunehmen, begab Lloyds, deren Bilanz durch die Übernahme der HBOS im vergangenen Jahr in Mitleidenschaft gezogen worden war, neue Aktien fast 60% unter dem Marktpreis. Ausserdem emittierte der Konzern als erste Bank



## Zinsaufschläge auf Schulden, Eigenkapitalausstattung und Abschreibungen



sog. Contingent-Convertible-Bonds („CoCo“-Anleihen). Solche bedingten Wandelanleihen, auch als Enhanced-Capital-Notes bezeichnet, werden automatisch in Aktien umgewandelt, wenn die Kernkapitalquote unter ein bestimmtes Niveau absinkt. Dieses Konzept hat in den vergangenen Monaten viel Aufsehen erregt. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob sich auch andere Banken zur Begebung ähnlicher Titel entschliessen werden.