

## Bedenken über Weltwirtschaftswachstum und Staatsverschuldung bestimmen das Marktgeschehen<sup>1</sup>

In einigen wichtigen Volkswirtschaften, insbesondere in den entwickelten Ländern, wurde die Stärke der Erholung erheblich nach unten korrigiert, was im Berichtszeitraum die Preise konjunktursensitiver Vermögenswerte belastete. Die Besorgnis der Marktteilnehmer über das Wachstum wurde noch durch die Wahrnehmung verstärkt, dass die Geld- und die Fiskalpolitik nur über begrenzte Möglichkeiten zur Stimulierung der Weltwirtschaft verfügen. Zu den negativen Nachrichten über die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen kamen noch Bedenken dazu, dass sich die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum von Griechenland, Irland und Portugal auf Italien und Spanien ausweiten könnte. Dies führte dazu, dass die Refinanzierungsbedingungen für europäische Banken schärfer wurden. Sogar an den Staatsanleihemärkten der Kernstaaten des Euro-Raums wurde die Preisbildung beeinflusst. All diese Entwicklungen lösten Kapitalströme in als sicherer Hafen eingeschätzte Vermögenswerte aus. In der Tabelle 1 werden die wichtigsten Ereignisse zusammengefasst, die sich im Berichtszeitraum auf die Erwartungen für das Weltwirtschaftswachstum und auf die Staatsanleihemärkte auswirkten.

### Zweifel am Handlungsspielraum der Geld- und der Fiskalpolitik angesichts der stockenden Erholung

Aufgrund von Anzeichen einer Wachstumsabschwächung tiefere Preise für risikobehaftete Vermögenswerte ...

In den Entwicklungen an den Finanzmärkten während des Berichtszeitraums kam vor allem zum Ausdruck, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich des Wachstums in einigen wichtigen Volkswirtschaften deutlich nach unten korrigierten. In diesem Zeitraum fielen die Aktienkurse weltweit um durchschnittlich 11%. Dabei war der Rückgang in Europa grösser und in den aufstrebenden Volkswirtschaften etwas kleiner. Die Kurseinbrüche bei zyklischen Vermögenswerten drückten den Kursdurchschnitt nach unten (Grafik 1 links). Die Kreditspreads auf Unternehmensanleihen weiteten sich in der Regel aus. Dabei war der Anstieg bei Schuldtiteln mit niedrigerem Rating, die in Abschwungphasen anfälliger für Zahlungsausfälle sind, grösser (Grafik 1

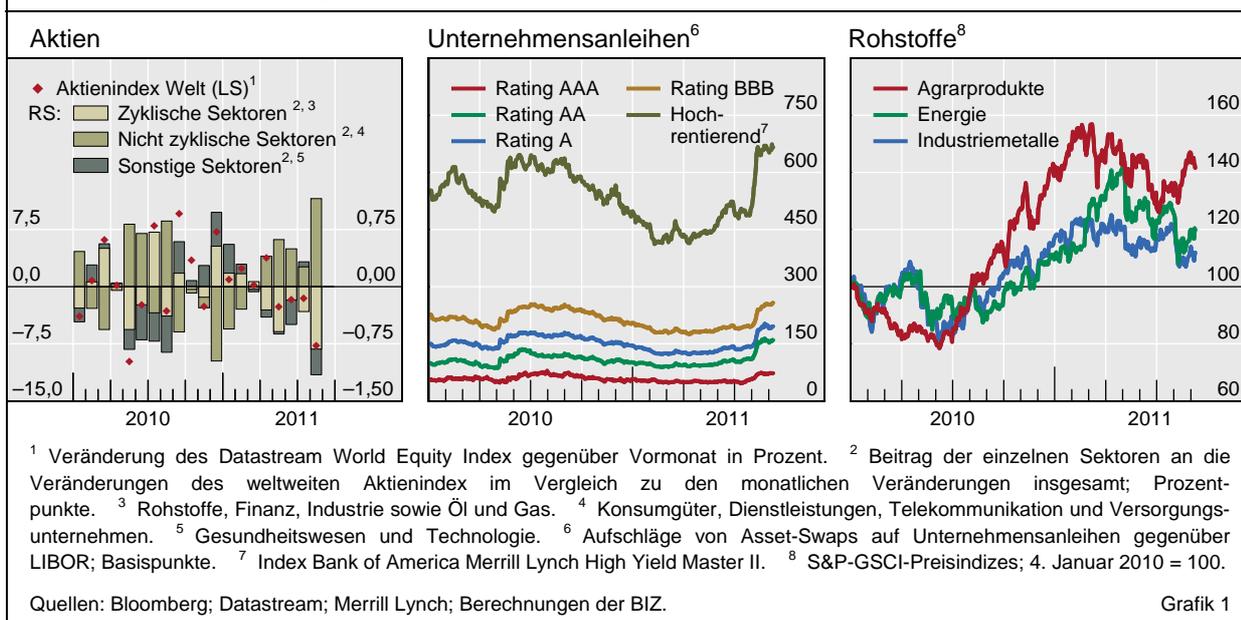
<sup>1</sup> Dieser Artikel wurde von der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ verfasst. Die Analyse deckt den Zeitraum bis zum 8. September 2011 ab. Fragen zu diesem Artikel können an nick.vause@bis.org oder an goetz.vonpeter@bis.org gerichtet werden. Fragen zu Daten und Grafiken sollten an magdalena.erdem@bis.org und garry.tang@bis.org gerichtet werden.

Mitte). Ausserdem gaben die Preise von Energie und Industriemetallen deutlich nach, da mit einer schwächeren Nachfrage nach diesen wichtigen Vorprodukten gerechnet wurde (Grafik 1 rechts).

Wichtige Ereignisse, die das Geschehen an den Finanzmärkten bestimmten	
07. Juli	Die EZB erhöht ihren wichtigsten Leitzinssatz um 25 Basispunkte auf 1,5%.
13. Juli	Fitch stuft das Rating griechischer Staatsschulden von B+ auf CCC herab.
15. Juli	Die Europäische Bankenaufsicht veröffentlicht die Ergebnisse von Stresstests für 90 Banken.
21. Juli	In einem Gipfeltreffen des Euro-Raums wird ein neues Finanzhilfepaket für Griechenland vereinbart; Griechenland, Irland und Portugal werden niedrigere Zinssätze auf Kredite aus der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität gewährt.
25. Juli	Moody's stuft das Rating griechischer Staatsschulden von Caa1 auf Ca herab.
27. Juli	Brasilien führt eine Transaktionssteuer von 1% auf bestimmte Devisenderivatивgeschäfte ein. Standard & Poor's stuft das Rating griechischer Staatsschulden von CCC auf CC herab und behält einen „negativen Ausblick“ bei.
29. Juli	Veröffentlichung unerwartet schwacher BIP-Daten der USA.
01. Aug.	Veröffentlichung schwacher Umfrageergebnisse von Einkaufsmanagern in Asien, Europa und den USA.
02. Aug.	Der US-Kongress stimmt einer Erhöhung der Staatsschuldengrenze an dem Tag zu, an dem diese Grenze gemäss einer Prognose des US-Finanzministeriums möglicherweise erreicht worden wäre.
03. Aug.	Die Schweizerische Nationalbank verengt ihren Zielsatz für den 3-Monats-LIBOR in CHF und kündigt eine beträchtliche Erhöhung des Schweizer-Franken-Angebots am Geldmarkt an.
04. Aug.	Die Bank of Japan kündigt eine Ausweitung ihres Programms zum Ankauf von Aktiva um ¥10 Bio. an und interveniert am Devisenmarkt mit Yen-Verkäufen. Die EZB kündigt ein zusätzliches Refinanzierungsgeschäft mit einer Laufzeit von 6 Monaten an und nimmt ihre Ankäufe von Staatsanleihen des Euro-Raums wieder auf.
05. Aug.	Die Renditen auf US-Schatzwechsel fallen in den negativen Bereich, als die Bank of New York Mellon Gebühren auf Einlagen ankündigt.
08. Aug.	Händler berichten, dass das Eurosystem italienische und spanische Staatsanleihen angekauft hat.
09. Aug.	Die Federal Reserve gibt ihre Absicht bekannt, ihren Leitzinssatz bis mindestens Mitte 2013 aussergewöhnlich tief zu halten.
12. Aug.	In vier Ländern des Euro-Raums werden selektive Leerverkaufsverbote eingeführt.
16. Aug.	Veröffentlichung schwacher BIP-Daten der EU im zweiten Quartal.
26. Aug.	Federal-Reserve-Vorsitzender Bernanke hält in seiner Rede in Jackson Hole fest, die US-Geldpolitik verfüge immer noch über verschiedene Stimulierungsinstrumente. Chinesische Banken melden, dass sie nun bei ihren Mindestreserveanforderungen bei der Zentralbank Einschusszahlungen einbeziehen müssen.
01. Sept.	Veröffentlichung weiterer schwacher Umfrageergebnisse von Einkaufsmanagern in Asien, Europa und den USA.
02. Sept.	Veröffentlichung unerwartet schwacher Beschäftigungsdaten der USA.
06. Sept.	Die Schweizerische Nationalbank beginnt mit CHF-Verkäufen am Devisenmarkt zu intervenieren, um einen Mindestkurs von CHF 1,20 gegenüber dem Euro durchzusetzen.
07. Sept.	Das deutsche Bundesverfassungsgericht weist Beschwerden gegen das Rettungspaket für Griechenland ab; Frankreich genehmigt Haushaltskürzungen, Italien Steuererhöhungen und Spanien Defizitgrenzen.
08. Sept.	US-Präsident Obama legt dem Kongress ein Haushaltspaket zur Belebung der Konjunktur in Höhe von \$ 447 Mrd. vor.

Tabelle 1

## Reaktion der Vermögenspreise auf Wirtschaftsdaten



... insbesondere von Ende Juli bis Mitte August

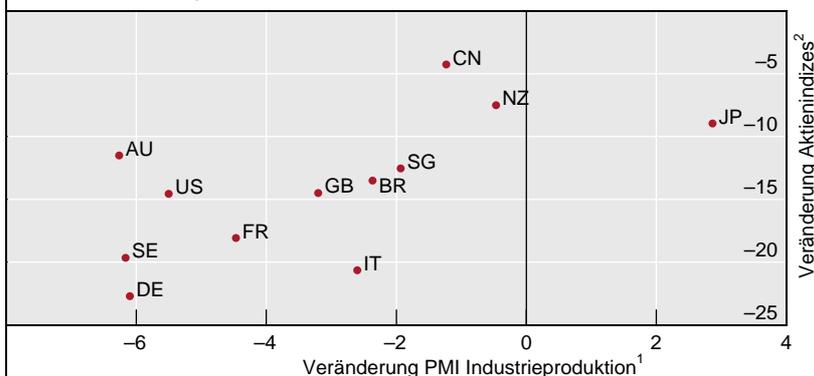
Der Grossteil der Revisionen der Konjunkturprognosen erfolgte von Ende Juli bis Mitte August. Die Preise von konjunktursensitiven Vermögenswerten gingen in diesem Zeitraum besonders stark zurück. Am 29. Juli zeigten neue BIP-Zahlen für die USA nicht nur, dass das Wachstum im zweiten Quartal hinter den Erwartungen zurückblieb, sondern auch, dass das BIP rund 1% tiefer lag als zuvor. In Europa verlangsamte sich das Wachstum gemäss den am 16. August veröffentlichten Daten im zweiten Quartal deutlich. Besonders stark war die Konjunkturabkühlung in Deutschland. Zudem deuteten umfragebasierte Indikatoren auf eine weitere Verlangsamung im dritten Quartal hin. Beispielsweise signalisierten die am 1. August veröffentlichten Umfragewerte von Einkaufsmanagern, dass sich das Wachstum in der verarbeitenden Industrie in Asien, Europa und den USA im Juli verlangsamt hatte. Die Aktienkurse gaben am folgenden Tag weltweit um durchschnittlich 2% nach. Am 18. August fiel der US-Aktienindex S&P 500 um 4,5%, als eine von der Federal Reserve Bank of Philadelphia publizierte Messgrösse für die Industrieproduktion im August auf ein Niveau fiel, das zuvor nur kurz vor oder während Rezessionsphasen verzeichnet worden war. In der gesamten Periode von Ende Juli bis Mitte August wurden einige der grössten Aktienkurseinbrüche in Ländern verzeichnet, bei denen die umfragebasierten Indikatoren auf die stärkste Konjunkturverlangsamung im dritten Quartal hindeuteten (Grafik 2 links).

Starker Rückgang der Preise aufgrund des Eindrucks begrenzter Möglichkeiten zur Stimulierung des Wachstums ...

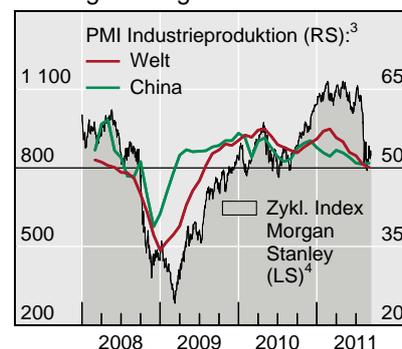
Wohl schien seinerzeit auch Mitte 2010 das Wachstum ins Stocken zu geraten. Doch gingen die Preise konjunktursensitiver Vermögenswerte damals nicht so stark zurück wie in den letzten Monaten (Grafik 2 rechts). Mitte 2010 gingen die Marktteilnehmer davon aus, dass eine zusätzliche geld- und fiskalpolitische Lockerung das Wachstum stützen würde. Diese Erwartungen erwiesen sich als korrekt: Die US-Behörden senkten die Lohnnebenkosten, verlängerten die Dauer von Einkommenssteuersenkungen und Arbeitslosenunterstützung und läuteten eine zweite Runde der quantitativen Lockerung ein.

## Umfragebasierte Indikatoren für die Wirtschaftstätigkeit und die Aktienkurse

Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit gegenüber dem zweiten Quartal und sinkende Aktienkurse



Derzeitige und frühere Verlangsamungen



AU = Australien; BR = Brasilien; CN = China; DE = Deutschland; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; IT = Italien; JP = Japan; NZ = Neuseeland; SE = Schweden; SG = Singapur; US = USA.

<sup>1</sup> Veränderung der Einkaufsmanagerindizes (PMI) für die Industrieproduktion zwischen dem Stand vom Juli und dem durchschnittlichen Stand im zweiten Quartal 2011. <sup>2</sup> Prozentuale Veränderung der Datastream-Aktienindizes im Zeitraum 26. Juli 2011 bis 18. August 2011. <sup>3</sup> Werte über 50 zeigen eine Expansion der Industrieproduktion an, Werte unter 50 einen Rückgang. <sup>4</sup> Aktienkursindex von 30 zyklischen US-Unternehmen.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

Grafik 2

Gleichzeitig stellten lokale Gebietskörperschaften in China mehr Finanzmittel für die Infrastrukturentwicklung und den Wohnungsbau zur Verfügung.

Demgegenüber berichten Marktteilnehmer derzeit, dass ihres Erachtens nur begrenzter Spielraum für eine expansivere Wirtschaftspolitik zur Stimulierung des Wachstums besteht, und zwar auch in einigen aufstrebenden Volkswirtschaften. Sie rechnen daher nicht damit, dass die aufstrebenden Volkswirtschaften das globale Wirtschaftswachstum so stark stützen werden wie zuvor. Unter Berücksichtigung all dieser Fakten wurden die Wachstumsprognosen für einige wichtige Volkswirtschaften für 2012 und 2013 wie auch für den Rest des Jahres 2011 nach unten korrigiert. Die Kurse zyklischer Aktien gingen stärker zurück als Mitte 2010 (Grafik 2 rechts).

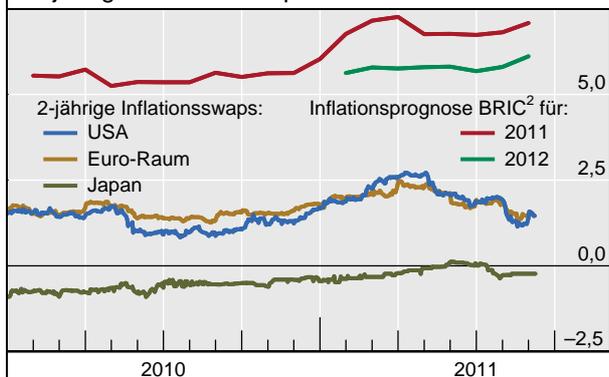
Da die Zentralbanken der wichtigsten entwickelten Volkswirtschaften schon länger nur über wenig oder gar keinen Spielraum für weitere Zinssenkungen verfügen, achteten die Marktteilnehmer auf Signale, dass andere Formen geldpolitischer Impulse eingesetzt würden. Die Erwartungen bezüglich solcher Massnahmen verstärkten sich, als der Inflationsdruck im Berichtszeitraum etwas zurückging. So fielen beispielsweise viele Rohstoffpreise, was zu tieferen durch Swapkontrakte implizierten Inflationserwartungen für einige wichtige entwickelte Volkswirtschaften führte (Grafik 3 links).

... sowohl seitens der Geldpolitik ...

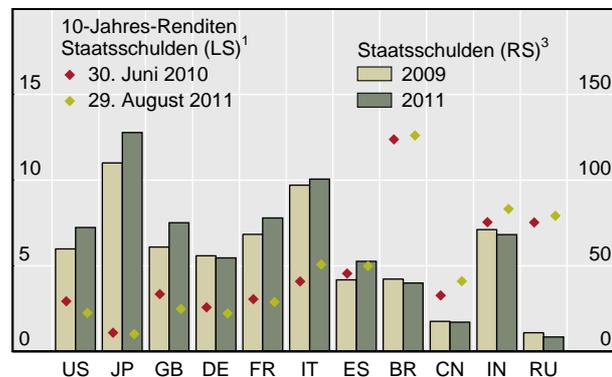
In den USA gab die Federal Reserve am 9. August bekannt, dass sie ihre Leitzinsen voraussichtlich bis mindestens Mitte 2013 auf aussergewöhnlich tiefem Niveau belassen werde. Dies drückte auf den Satz für US-Tagesgeldfutures (Grafik 4 links) und somit auf die längerfristigen Zinsen und trieb die Aktienkurse in den USA wie auch weltweit in die Höhe. Die Aktienkurse legten auch nach der Rede des Federal-Reserve-Vorsitzenden Bernanke am 26. August in Jackson Hole etwas zu. Aus dieser Rede ging hervor, dass die Federal Reserve nach wie vor über verschiedene Instrumente für zusätzliche

## Faktoren, die den Spielraum für geld- und fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen beeinflussen

### 2-jährige Inflationsswapsätze<sup>1</sup>



### Staatsschuldentitel: Bestände und Renditen



BR = Brasilien; CN = China; DE = Deutschland; ES = Spanien; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; IN = Indien; IT = Italien; JP = Japan; RU = Russland; US = USA.

<sup>1</sup> Prozent. <sup>2</sup> Einfacher Durchschnitt der Inflationsprognosen für Brasilien, China, Indien und Russland. <sup>3</sup> Nettoverschuldung des öffentlichen Gesamthaushalts in Prozent des BIP; China, Indien und Russland: Bruttostaatsverschuldung in Prozent des BIP. Jahresendwerte. 2011: Prognose.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; Bloomberg; © Consensus Economics; Berechnungen der BIZ.

Grafik 3

geldpolitische Impulse verfügt, deren Einsatz an einer länger als üblich dauernden geldpolitischen Sitzung gegen Ende September diskutiert werden soll.

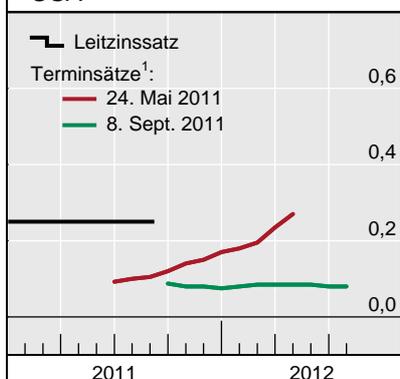
Am 4. August gab die Bank of Japan bekannt, dass sie ihr Programm zum Ankauf von Vermögenswerten um weitere ¥ 10 Bio. aufstocken werde. Der japanische Aktienindex TOPIX blieb daraufhin stabil, während andere wichtige internationale Aktienpreisindizes einbrachen.

Die Anleger beurteilten auch die Aussichten für die Geldpolitik im Euro-Raum und in den aufstrebenden Volkswirtschaften neu. Am 7. Juli erhöhte die EZB ihren wichtigsten Leitzins um 25 Basispunkte auf 1,5%, um zu einer Stabilisierung der Inflationserwartungen beizutragen. Angesichts der Nach-

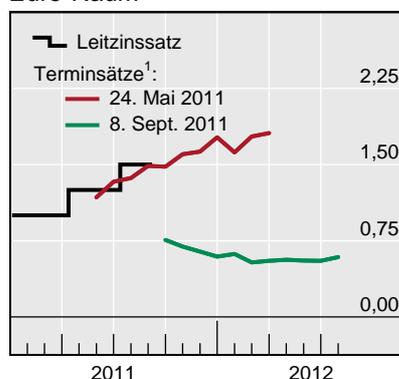
## Kurzfristige Zinssätze

Prozent

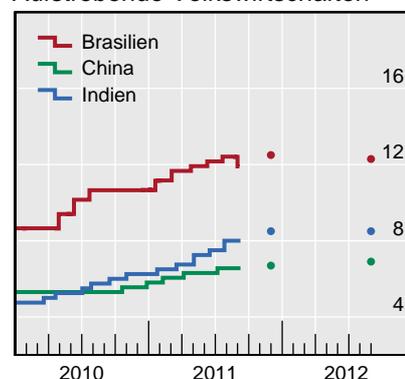
### USA



### Euro-Raum



### Aufstrebende Volkswirtschaften<sup>2</sup>



<sup>1</sup> USA: Tagesgeld-Futures; Euro-Raum: 1-Monats-EONIA-Terminalsätze, abgeleitet aus Overnight-Index-Swaps. <sup>2</sup> Brasilien: SELIC-Satz; China: 1-Jahres-Satz für Betriebskapitalfinanzierung; Indien: Repo-Satz. Punkte = jüngste Prognose gemäss Consensus Economics.

Quellen: Bloomberg; © Consensus Economics; JPMorgan Chase.

Grafik 4

richten über die sich abschwächende Konjunktur begannen die Preise von Futures auf kurzfristige Zinsen im Euro-Raum jedoch kurz darauf zu sinken (Grafik 4 Mitte). Auch einige Zentralbanken aufstrebender Volkswirtschaften erhöhten im Berichtszeitraum die Leitzinsen, u.a. China und Indien. Die People's Bank of China straffte ihre Geldpolitik weiter, indem sie die Mindestreserveanforderungen auch auf Einschusszahlungen ausdehnte, nachdem die Inflation im Juli mit 6,5% das höchste Niveau seit drei Jahren erreicht hatte. Die Zentralbanken Brasiliens und der Türkei hingegen senkten angesichts einer sich abzeichnenden Wachstumsverlangsamung die Leitzinsen. Da die Inflationserwartungen in den wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften jedoch hoch blieben (Grafik 3 links), dürften die kurzfristigen Zinsen in diesen Ländern den Prognosen zufolge bis im zweiten Halbjahr 2012 nahe dem aktuellen Niveau verharren (Grafik 4 rechts).

Angesichts der hohen und steigenden Staatsverschuldung berichteten Marktteilnehmer, dass ihres Erachtens in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften auch weniger Spielraum für eine Lockerung der Fiskalpolitik besteht als Mitte 2010 (Grafik 3 rechts). Im Euro-Raum zwangen die IWF-/EU-Programme einige hochverschuldete Staaten zur Haushaltskonsolidierung, während andere Länder aufgrund der hohen Prämien, welche die Anleger für das Halten ihrer Anleihen verlangten, denselben Weg einschlugen (Grafik 3 rechts). Im Gegensatz dazu zeigten sich die Anleger bereit, die Defizite des US-Bundshaushalts zu immer tieferen Zinsen zu finanzieren. Wenige rechneten indes mit zusätzlichen fiskalpolitischen Impulsen, zumindest noch zu Beginn des Berichtszeitraums. Präsident Obama unterzeichnete am 2. August eine Vereinbarung über die Kürzung geplanter Ausgaben und die gleichzeitige Anhebung der gesetzlichen Staatsschuldengrenze. Die Anleger interpretierten daraufhin die Herabstufung der langfristigen Bonität der USA von AAA auf AA+ durch Standard & Poor's am 5. August als Zeichen einer verstärkten Dringlichkeit der Haushaltskonsolidierung, die mittelfristig das Wachstum belasten würde. Dies führte u.a. dazu, dass der Index S&P 500 am folgenden Handelstag um über 6% einbrach. Anfang September jedoch veranlassten weitere Schwächezeichen der US-Wirtschaft den Präsidenten dazu, dem Kongress ein Haushaltspaket zur Belebung der Konjunktur in Höhe von \$ 447 Mrd. zu unterbreiten. Die Reaktion der Aktienmärkte war allerdings verhalten.

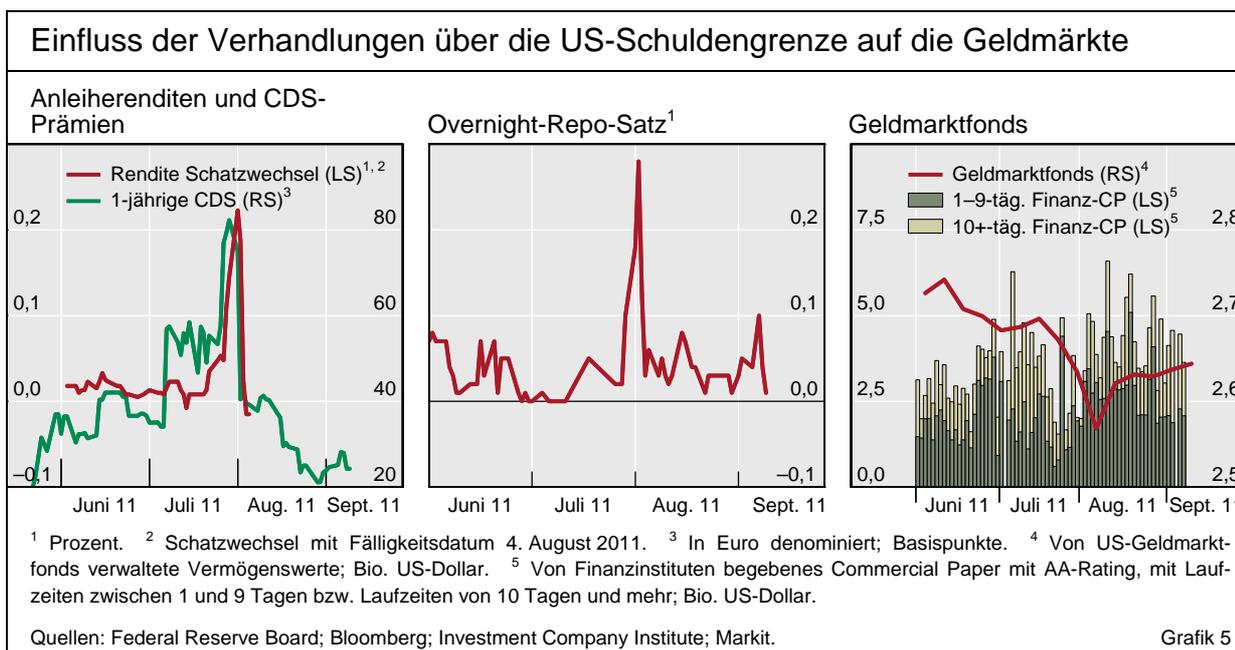
... als auch seitens  
der Fiskalpolitik

Die Marktteilnehmer waren zudem überzeugt, dass in nächster Zeit auch in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften kaum zusätzliche fiskalpolitische Ankurbelungsmassnahmen eingeleitet werden dürften. Obwohl die Verschuldung in mehreren Fällen tiefer ist als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, würden fiskalpolitische Impulse die Wechselkurse der Währungen, die in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften im Berichtszeitraum erneut aufgewertet haben, weiter nach oben treiben.

## Keine dauerhaften Auswirkungen der Verhandlungen über die US-Schuldengrenze und der Ratingherabstufung

Einige kurzzeitige Turbulenzen an Geldmärkten infolge der drohenden Überschreitung der US-Schuldengrenze ...

Die Verhandlungen über die Schuldengrenze in den USA führten zu einigen kurzzeitigen Turbulenzen an den Geldmärkten. Wäre die Schuldengrenze erreicht worden, wäre die US-Regierung gezwungen worden zu wählen, welche Schulden bedient werden sollten. Angesichts dieser politisch überaus unschönen Aussicht gingen die meisten Marktteilnehmer davon aus, dass eine Einigung gefunden und eine Anhebung der Schuldengrenze damit ermöglicht würde. Eine solche Vereinbarung wurde am 2. August unterzeichnet – an dem Tag, ab dem das US-Finanzministerium seinen Schätzungen zufolge ansonsten nicht mehr in der Lage gewesen wäre, Kredite aufzunehmen. In den Tagen der Verhandlungen vor Unterzeichnung der Vereinbarung begann die nicht mehr vernachlässigbar geringe Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls der USA in die Preise von Wertpapieren und Derivaten einzufliessen. Beispielsweise schnellte die Rendite von US-Schatzwechseln, die am 4. August fällig wurden, von nahezu null auf über 20 Basispunkte, während die Prämien auf Credit-Default-Swaps (CDS), die eine Versicherung gegen einen Zahlungsausfall der USA innerhalb eines Jahres boten, von rund 30 Basispunkten auf fast 80 Basispunkte stiegen (Grafik 5 links). Die Zinsen auf eintägige Repos, über welche Banken in der Regel einen erheblichen Teil ihrer Finanzmittel aufnehmen, schnellten von nahe null auf beinahe 30 Basispunkte hoch (Grafik 5 Mitte). US-Geldmarktfonds, die in grossem Umfang in US-Schatzpapiere investieren, verzeichneten Rücknahmen, obwohl sie sich vorbereitet hatten, indem sie weniger liquide Vermögenswerte wie Commercial Paper (CP) von Finanzunternehmen in ihren Portfolios gegen Barmittel eintauschten (Grafik 5 rechts). Sobald jedoch die Schuldengrenze angehoben war, verflüchtigten sich diese Effekte rasch.



Im Gegensatz dazu schien die Entscheidung von Standard & Poor's, das Rating langfristiger Schulden der USA herabzustufen, keine Mechanismen auszulösen, die zu deutlichen Rückgängen der Preise von US-Schatzpapieren und anderen Vermögenswerten hätten führen können. Beispielsweise haben sich die Abschläge auf US-Schatzpapiere, die bei Repo-Geschäften akzeptiert werden, nicht so stark erhöht, dass die Kreditnehmer gezwungen gewesen wären, Vermögenswerte, die sie nicht mehr finanzieren konnten, zu verkaufen. Die Depository Trust & Clearing Corporation hat die Abschläge auf die von ihr abgewickelten Repo-Geschäfte gar nicht geändert. Auch waren US-Banken nicht gezwungen, Vermögenswerte zu veräussern, da die Regulierungsinstanzen auf Bundesebene das für die Eigenkapitalquote massgebliche Risikogewicht für vom Finanzministerium, von seinen Agencies oder von staatsnahen Körperschaften begebene oder garantierte Wertpapiere konstant hielt. Vermögensverwaltungsgesellschaften waren ebenfalls kaum zu Verkäufen gezwungen, da Mandate, die ausschliesslich Wertpapiere mit einem AAA-Rating zulassen, sehr selten sind. Nur wenige Institute mussten schliesslich alternative Sicherheiten für Positionen in anderen Wertpapieren oder Derivaten suchen.

... aber kaum Zwangsverkäufe aufgrund der Herabstufung der Bonität des Landes

## Staatsschuldenkrise im Euro-Raum verschärft sich

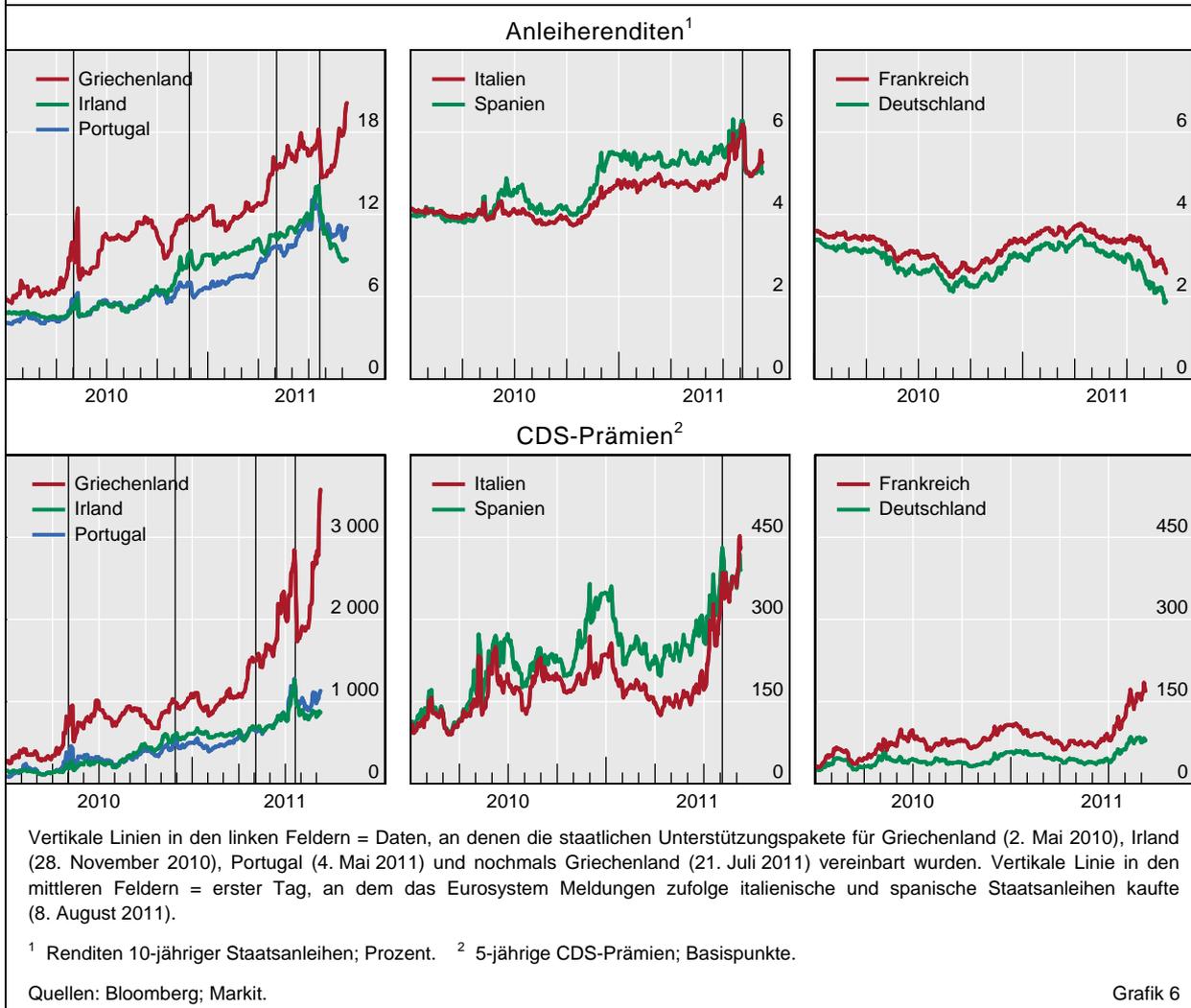
Die Bedenken über eine weltweite Wachstumsverlangsamung liessen die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum auflodern. Eine globale Erholung auf breiter Basis war als wichtige Voraussetzung für den Abbau der hohen Staatsverschuldung erachtet worden. Nach der Veröffentlichung enttäuschender Konjunkturdaten rund um die Welt rückte die Frage in den Vordergrund, woher das erforderliche Wachstum denn kommen könnte, da die öffentlichen Entscheidungsträger zu diesem Zeitpunkt ihr Pulver doch nahezu verschossen hatten. Angesichts der Konjunkturabkühlung in den USA, des stockenden Wachstums in Deutschland und Frankreich und der nachlassenden Dynamik in den aufstrebenden Volkswirtschaften verfolgten die Marktteilnehmer in einem von politischer Unsicherheit geprägten Umfeld die Entwicklungen im Euro-Raum mit zunehmender Besorgnis.

In den Marktpreisen kam die Sorge zum Ausdruck, die Staatsschuldenkrise greife allmählich von den Peripherieländern auf die Kernstaaten des Euro-Raums über. Eine Neueinschätzung der Rückzahlungskapazität Griechenlands, Irlands und Portugals sowie wachsende Zweifel an ihrer Fähigkeit, innerhalb der in den offiziellen Unterstützungsprogrammen vorgesehenen Frist an die Anleihemärkte zurückzukehren, trieben die Preise von Staatsanleihen weiter in die Höhe (Grafik 6 links). Die Spreads von CDS auf Staatspapiere dieser drei Länder weiteten sich von April bis Juni aus, stiegen im Juli sprunghaft an und gingen erst nach dem Euro-Sondergipfel am 21. Juli gegenüber diesen Höchstständen zurück.

Erneute Anspannungen in den Peripherieländern des Euro-Raums ...

Die am Gipfel angekündigten Stützungsmaßnahmen lagen im oberen Bereich der Markterwartungen. Sie umfassten ein zweites Rettungspaket für Griechenland von der Europäischen Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) und vom IWF in Höhe von €109 Mrd. In einer Erholungsrally fielen die 2-jährigen

## Staatsanleihen und CDS des Euro-Raums



Anleiherenditen Griechenlands und der anderen am Programm beteiligten Länder um Hunderte von Basispunkten. Die Veränderungen bei längeren Laufzeiten waren weniger stark. Tiefere Zinsen und längere Laufzeiten für künftige EFSF-Kredite sowie ein Anleiheumtausch, an dem private Gläubiger beteiligt waren, verringerten die künftige Schuldendienstlast, obwohl das Ausmass der Beteiligung des privaten Sektors davon abhing, welche der verschiedenen Optionen letztlich gewählt wurden. Da der Umtausch auf freiwilliger Basis erfolgte, sollte es gemäss der International Swaps and Derivatives Association nach Abschluss des Umtauschs zu keinem Kreditereignis kommen. Dennoch werteten die Ratingagenturen den Umtausch als teilweisen Zahlungsausfall und stufen griechische Staatsanleihen weiter herab.

... greifen auf Italien und Spanien über ...

Von Juli bis August erfasste die Krise aufgrund der Bedenken über das Wachstum und den beschränkten Umfang der EFSF auch die grossen südeuropäischen Länder. Die Einschätzung, dass sich die geplanten EFSF-Reformen als unzureichend erweisen könnten, wenn weitere Länder den Zugang zu Kapitalmarktfinanzierungen verlieren sollten, führte zu einer Ausweitung der italienischen und spanischen Renditenaufschläge. Die steigenden Renditen und Kosten des Kreditschutzes für Staatsanleihen

(Grafik 6 Mitte) begannen die frühere Einschätzung zu untergraben, Italien und Spanien hätten sich von den Spannungen in den Peripherieländern des Euro-Raums abgekoppelt. Diese sich selbst tragende Dynamik verstärkte sich im Juli: Die Anleiheinhaber stiessen in Erwartung möglicher Verluste in ihren Portfolios ihre Papiere ab, wodurch die Volatilität und das wahrgenommene Risiko stiegen, was wiederum zu weiteren Verkäufen führte. Aus diesem Grund schnellten die Renditen von italienischen und spanischen Staatsanleihen am 4. August auf 6,2% hoch.

Angesichts der zunehmenden Ansteckung reaktivierte das Eurosystem sein „Securities Market Programme“. Besondere Bedeutung hatten für die Marktteilnehmer Berichte, wonach bei der Intervention vom 8. August zum ersten Mal italienische und spanische Staatsanleihen angekauft wurden. Die Ankäufe, die sich in der Woche bis zum 12. August auf € 22 Mrd. beliefen, waren die bisher grösste Intervention; im Verhältnis zu den ausstehenden Beständen an italienischen und spanischen Staatsanleihen sowie an Papieren der Peripherieländer ist der Betrag aber gering. Die Marktteilnehmer deuteten die Intervention jedoch als wichtiges Signal dafür, dass das Eurosystem, das viele zu diesem Zeitpunkt für den glaubwürdigsten Käufer hielten, einspringen würde, bis der EFSF im Herbst die Befugnis erteilt wird, Anleihen am Sekundärmarkt anzukaufen. In den folgenden Tagen gingen die 10-jährigen italienischen und spanischen Referenzrenditen um mehr als 100 Basispunkte zurück und pendelten sich unter 5% ein. Als Italien am 30. August 10-jährige Anleihen begab, beliefen sich die tatsächlichen Finanzierungskosten auf 5,22%, nachdem das Land bei geplanten Haushaltskonsolidierungsmassnahmen einen Rückzieher gemacht hatte. Spanien konnte zwei Tage später 5-jährige Anleihen mit einer Rendite von 4,49% emittieren, also zu einem um 38 Basispunkte tieferen Zinssatz als bei der vorherigen Auktion, nachdem sich die wichtigsten politischen Parteien in der Vorwoche darauf geeinigt hatten, eine Schuldengrenze in der Verfassung zu verankern.

Angesichts der sich eintrübenden gesamtwirtschaftlichen Aussichten wirkten sich die Ansteckungsängste auch auf die Staatsanleihemärkte der Kernstaaten des Euro-Raums aus. Seit Juli sind die Kosten für Kreditschutz für französische und deutsche Staatsanleihen markant gestiegen (Grafik 6 rechts). Der 10-jährige Renditenaufschlag von französischen gegenüber deutschen Anleihen stieg von 35 Basispunkten Ende Mai auf 89 Basispunkte am 8. August, bevor er dann wieder auf rund 65 Basispunkte sank. Das AAA-Rating Frankreichs geriet nach der Herabstufung der Bonität der USA durch diese Schwankungen unter Druck, da die Anleger besorgt waren über das strukturelle Defizit, das schwache Wachstum und mögliche Eventualverbindlichkeiten Frankreichs gegenüber der EFSF im Falle der Insolvenz eines bedeutenderen Landes. Auch an deutschen Märkten wurde eine höhere Volatilität beobachtet. Am 25. August brach der deutsche Aktienmarktindex aufgrund von Gerüchten über das AAA-Rating Deutschlands und über eine mögliche Ausdehnung der Leerverkaufsverbote auf die deutschen Märkte innerhalb von 15 Minuten um 4% ein.

... und wirken sich auf Kernmärkte aus

Angesichts enttäuschender Wachstumskorrekturen in den Kernstaaten stiess die gemeinsamen Erklärung des französischen Präsidenten und der

deutschen Bundeskanzlerin zur Stützung des Euro am 16. August auf Skepsis. In den folgenden Tagen stiegen die CDS-Spreads rasch wieder auf ihr vorheriges Niveau. Die Aktienindizes DAX und CAC verloren aufgrund von Wachstumsbedenken 7%. Die Marktteilnehmer erachteten die vorgeschlagenen Massnahmen – u.a. eine engere Zusammenarbeit in der Wirtschaftspolitik, eine Finanztransaktionssteuer und in der Verfassung verankerte Defizitvorgaben – als zu vage und als unzureichend für die Bewältigung der zugrundeliegenden Schuldenprobleme. Die Anleger waren zudem enttäuscht, dass eine Erhöhung der EFSF-Garantien über die Marke von € 440 Mrd. hinaus und die Einführung von kollektiv garantierten Euro-Anleihen in der gemeinsamen Erklärung ausgeschlossen worden waren. Nachdem sich die Marktstimmung bis zum 6. September weiter verschlechtert hatte, kam es am 7. und 8. September zu einer kurzlebigen Erholung. Die Anleiherenditen und CDS-Spreads fielen, und die wichtigsten europäischen Aktienindizes legten um 4% zu, als sich einerseits Frankreich, Italien und Spanien erneut entschlossen zeigten, Sparmassnahmen umzusetzen, und andererseits das deutsche Bundesverfassungsgericht Beschwerden gegen das Griechenland-Rettungspaket und die Einrichtung der EFSF abwies.

### Finanzierungskonditionen für Banken verschlechtern sich

Die Verschlechterung der Kreditwürdigkeit staatlicher Schuldner wirkte sich weiterhin negativ auf die Finanzierungskosten und den Marktzugang von Banken aus. Die Staatsverschuldung kann sich auf verschiedene Art und Weise auf Banken auswirken – von direkten Verlusten aus Staatsanleihepositionen und tieferen Besicherungswerten für Kapitalmarkt- und Zentralbankfinanzierungen bis zu geringeren Vorteilen, die Banken aus staatlichen Garantien ziehen, einschliesslich tieferer Bankenratings.<sup>2</sup> Die Marktteilnehmer machten sich weiter Sorgen über Positionen in Staatsschuldtiteln, nachdem die Europäische Bankenaufsicht (EBA) die Ergebnisse ihres zweiten Stresstests für Banken vorgelegt hatte. Die Marktreaktionen auf den Stresstest am 18. Juli waren verhalten – trotz einer im Vergleich zum letztjährigen Test besseren Qualität, rigoroseren Szenariodefinition und genaueren Nachprüfung. Die EBA stellte bei 8 von 90 grossen Banken Kapitallücken fest und empfahl 16 weiteren Banken, die den Test zwar bestanden hatten, deren hartes Kernkapital aber weniger als 1 Prozentpunkt über der erforderlichen Quote von 5% lag, Kapital aufzunehmen.<sup>3</sup> Die allgemeinen Auswirkungen der Veröffentlichung auf die Märkte hielten sich in Grenzen, deuteten aber auf eine etwas stärkere Differenzierung zwischen den Banken hin. Die CDS-Spreads für griechische und spanische Banken stiegen, diejenigen für irische und portugiesische Banken gingen zurück. Die Analysten konzentrierten sich auf die Zahlen zu den Staatsschuldenpositionen, die zusammen mit den offiziellen Ergebnissen

---

<sup>2</sup> Siehe das Feature von Michael Davies und Timothy Ng in dieser Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts*.

<sup>3</sup> Die meisten Banken, die den letztjährigen Stresstest für europäische Banken nur knapp bestanden hatten, haben sich seither um eine Rekapitalisierung bemüht.

bekannt gegeben wurden, um ihre eigenen Staatsbankrottszenarien durchzuspielen. In den meisten Fällen liessen die entsprechenden Ergebnisse vermuten, dass die vom Markt implizierten Abschläge auf Staatsanleihen europäischer Peripherieländer die Eigenkapitalquoten zwar sinken lassen würden, aber noch vertretbar wären.

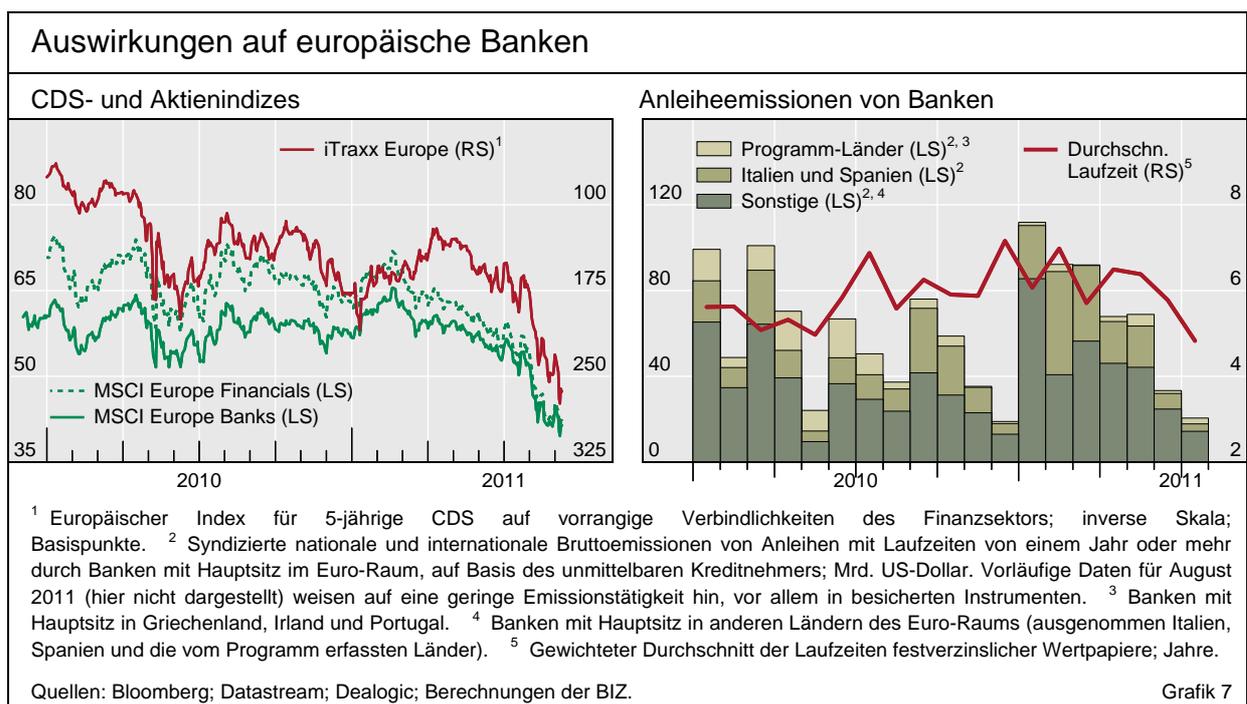
Dennoch führte die Sorge, die gravierenden Schuldenprobleme könnten auf Italien und Spanien übergreifen, zu einer allgemeinen Verkaufswelle von Bankaktien und -anleihen. Der Verkaufsdruck betraf zunächst Banken in Italien und Spanien, erfasste dann Banken in Belgien und Frankreich und dehnte sich schliesslich auf ganz Europa aus, auch auf Banken mit Hauptsitz in den nordischen Ländern. Die Bewertungen von Bankaktien brachen ein, als Vermögensverwalter Meldungen zufolge ihre Allokationen in Bankaktien als Anlagekategorie insgesamt reduzierten. Dies führte dazu, dass Bankaktien deutlich schlechter abschnitten als der bereits rückläufige Gesamtmarkt, und trieb die CDS-Spreads im gesamten Bankensektor in die Höhe (Grafik 7 links).

Infolge massiver Verkäufe von Banktiteln ...

Bis Anfang September hatten die Bewertungen von Banken auf beiden Seiten des Atlantiks neue Tiefstände erreicht. In den USA verstärkten neue Gerichtsverfahren im Zusammenhang mit Subprime-Hypotheken den Druck auf Bankaktien, der sich aufgrund negativer Wachstumskorrekturen aufgebaut hatte. Die Marktaussichten für den Bankensektor insgesamt wurden weiterhin von Wachstumsbedenken, dem Staatsschuldenrisiko, den tiefen Zinsen und den regulatorischen Änderungen überschattet. Diese Kombination sorgte bei den Anlegern für Verunsicherung bezüglich der künftigen Aussichten und Gewinnchancen der Branche.

Diese Entwicklungen wurden von Spannungen an den Refinanzierungsmärkten für Banken begleitet. Der Zugang zu langfristigen Finanzierungen über vorrangige unbesicherte Anleihen war bereits seit einiger Zeit schwierig gewesen, doch im Juli und im August gingen die Emissionen weiter zurück. Der

... grössere Schwierigkeiten bei der Bankenrefinanzierung



Absatz von Bankanleihen aus dem Euro-Raum fiel deutlich und belief sich im Juli auf \$ 20 Mrd.; gleichzeitig verkürzten sich die Laufzeiten (Grafik 7 rechts). Viele europäische Banken sahen sich in den vergangenen Monaten mit Schwierigkeiten bei der Aufnahme langfristiger Finanzmittel konfrontiert, und die Marktteilnehmer zeigten sich zunehmend über die prohibitiv hohen Kosten besorgt. US-Geldmarktfonds, die in der Vergangenheit eine wichtige Finanzierungsquelle darstellten, haben ihre Positionen im Bankensektor und insbesondere gegenüber europäischen Banken stark abgebaut. Gemäss Fitch Ratings haben die zehn grössten Geldmarktfonds von Ende Mai bis Ende Juli ihre Positionen gegenüber europäischen Banken um 20% (rund \$ 79 Mrd.) und gegenüber italienischen und spanischen Banken um 97% gesenkt, um sich vor Banken zu schützen, die womöglich Abschreibungen auf ihre Positionen in Staatsschuldtiteln ihres Herkunftslandes vornehmen müssen. Aufgrund ähnlicher Bedenken sahen sich einige grosse französische Banken mit starkem Druck und einer genauen Prüfung ihres kurzfristigen Finanzierungsprofils konfrontiert.

Mangels Kapitalmarktfinanzierung mussten Banken mit Hauptsitz in den Ländern mit Staatsschuldenproblemen weiterhin die Liquidität des Eurosystems in Anspruch nehmen, um einen grossen Teil ihrer Bilanz zu refinanzieren. Bei griechischen Banken machten Zentralbankfinanzierungen € 96 Mrd. aus (Ende Juli), wozu noch Liquiditätsbestand kam; bei irischen und bei portugiesischen Banken betragen die entsprechenden Zahlen € 98 Mrd. bzw. € 46 Mrd. (August).<sup>4</sup> Italienische Banken verdoppelten allein im Juli ihre Mittelaufnahme beim Eurosystem auf € 80 Mrd. (August: € 85 Mrd.). Untersuchungen in der Branche zeigen jedoch, dass die meisten grossen europäischen Banken bereits rund 90% ihrer Ziele für langfristige Finanzierungen für 2011 erreicht und sogar für 2012 vorfinanziert haben.<sup>5</sup>

Anstieg der Refinanzierungsspreads aus mehreren Gründen

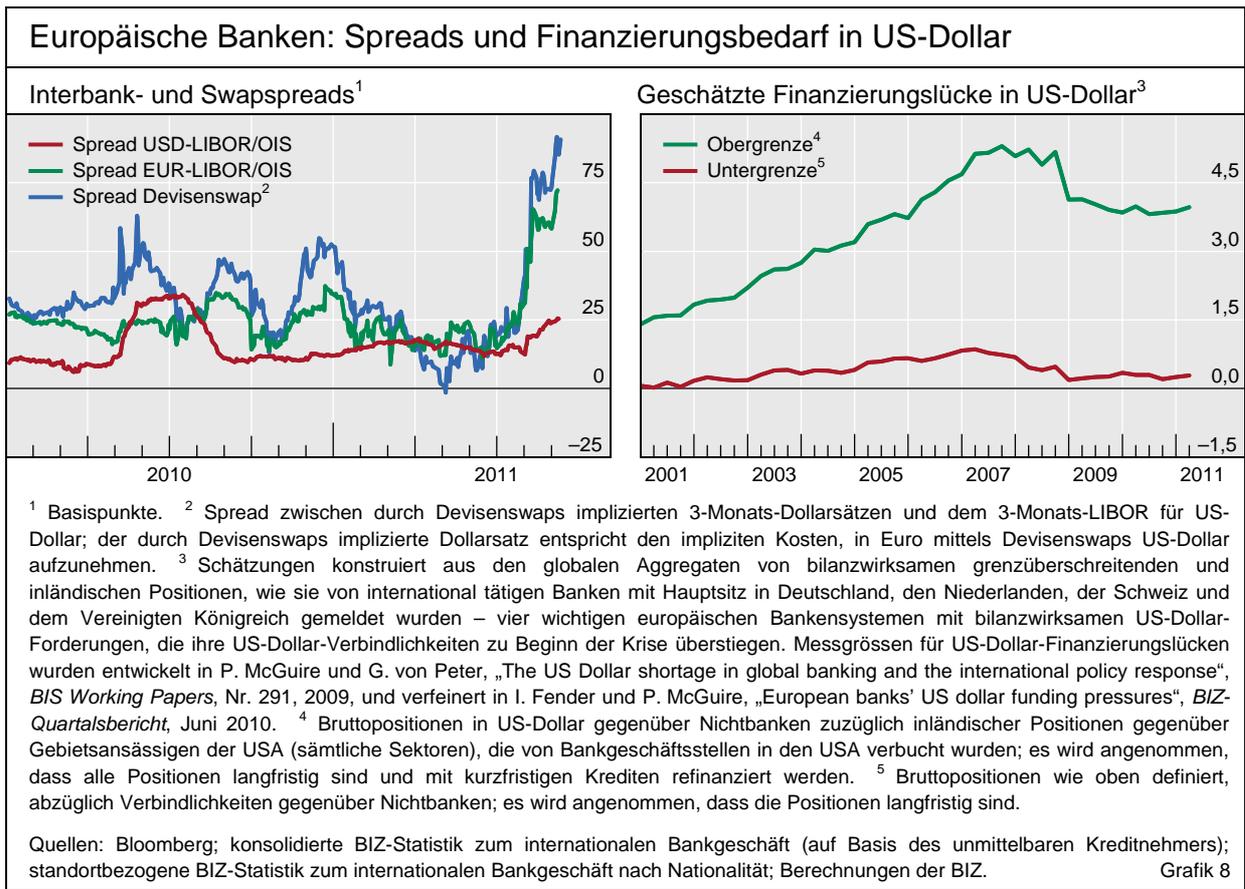
Die Refinanzierungsspreads für Banken stiegen im August deutlich, erreichten aber bei Weitem nicht das Niveau nach dem Konkurs von Lehman Brothers. Es gab einige Anzeichen dafür, dass die Banken bei der gegenseitigen Kreditvergabe zurückhaltender geworden waren und die Mittel stattdessen bei der Zentralbank angelegt hatten. Die Einlagefazilität der EZB wurde sehr stark genutzt. Sie erreichte am 8. August mit € 145 Mrd. den höchsten Stand seit 12 Monaten und am 8. September nahezu € 173 Mrd. Ab Anfang August stiegen die LIBOR/OIS-Spreads kräftig. Der 3-Monats-Spread für Euro weitete sich auf 72 Basispunkte aus und lag damit deutlich über demjenigen für US-Dollar (Grafik 8 links).

Gleichzeitig traten erneut Anzeichen einer Knappheit von US-Dollar-Refinanzierungen auf. Devisenswaps, die die von Finanzinstituten für den Umtausch von Euro in US-Dollar bezahlte Prämie darstellen, schnellten zum Zeitpunkt, als US-Geldmarktfonds ihre Positionen in europäischen

---

<sup>4</sup> Siehe auch Grafik 2 im Feature über das Ausfallrisiko von Staaten in dieser Ausgabe des *BIZ-Quartalsberichts*.

<sup>5</sup> Morgan Stanley Research, „European Banks: the stress in bank funding and policy options“, 15. August 2011.

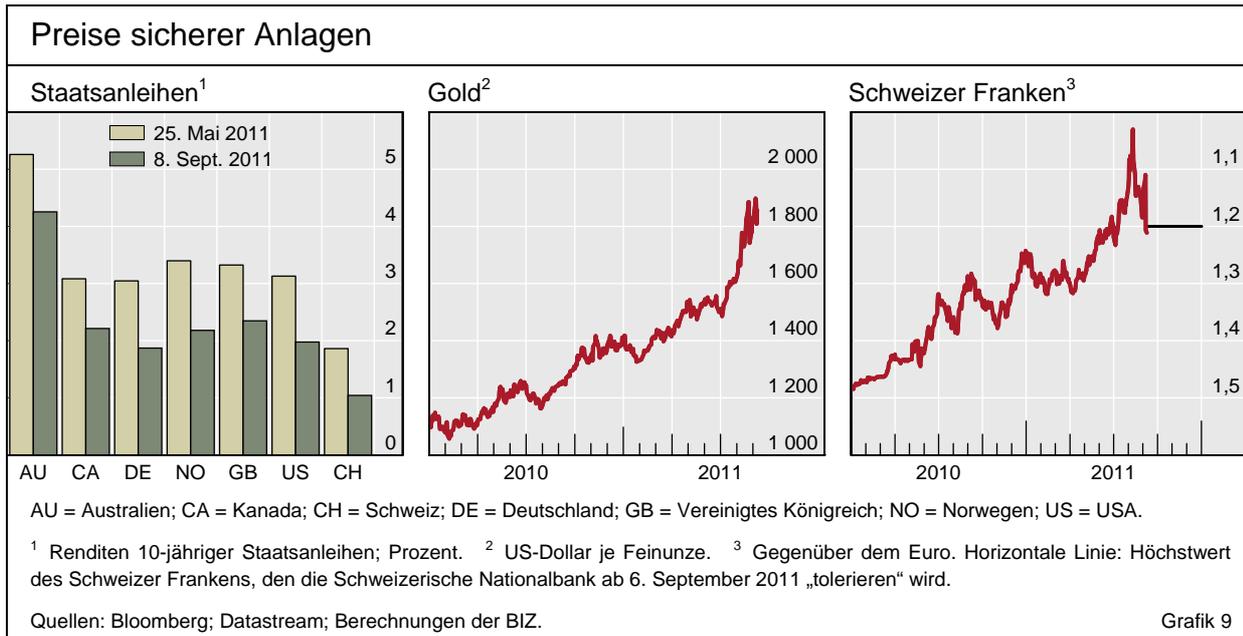


Bankenanleihen reduzierten, auf 92 Basispunkte hoch. Im Gegensatz dazu ist der US-Dollar-LIBOR seit Juli nur leicht gestiegen. Der LIBOR-Satz wird jedoch anhand von Notierungen und nicht anhand tatsächlicher Transaktionen berechnet. Daher gibt es keine Informationen zum Volumen der Kredite, die zu diesem Satz vergeben werden. Schätzungen der US-Dollar-Finanzierungslücken bei europäischen Banken lassen auf einen immer noch beträchtlichen Finanzierungsbedarf schliessen, der sich aber seit seinem Höchststand von 2007/08 deutlich verringert hat (Grafik 8 rechts). Erneuter US-Dollar-Mittelbedarf führte an den Dollar-Auktionen der Schweizerischen Nationalbank und der EZB am 11. bzw. 17. August zu den ersten Mittelaufnahmen seit sechs Monaten. Dennoch blieben die aktuellen Swapsreads und die sehr geringe Inanspruchnahme internationaler US-Dollar-Swaplinien weit unter den Extremwerten vom Herbst 2008.

### Grosse Nachfrage nach sicheren Vermögenswerten

Aufgrund der Ängste vor einer Rezession in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften und der grossen Anspannungen an den Staatsanleihemärkten des Euro-Raums stieg die Nachfrage nach traditionell sicheren Vermögenswerten. Entsprechend gingen die Renditen einiger der liquidesten Staatsanleihen mit höchstem Rating im Berichtszeitraum deutlich zurück (Grafik 9 links). Die 10-jährigen Renditen von Staatsanleihen der USA, Deutschlands und der Schweiz sanken auf unter 2%, während die realen Zinsen auf langfristige inflationsindexierte Anleihen der USA und des Vereinigten Königreichs in den

Anstieg der Preise sicherer Vermögenswerte wegen Risikoscheu der Anleger ...



negativen Bereich rutschten. Die nominalen Renditen einiger kurzfristiger US-Schatzwechsel sanken Anfang August sogar unter null. Dies fiel jedoch mit der Ankündigung der Bank of New York Mellon zusammen, dass sie beginnen werde, auf grosse Einlagen Gebühren zu erheben. Auch der Goldpreis erreichte neue Rekordwerte (Grafik 9 Mitte), und der Schweizer Franken wertete stark auf, da Anleger in schweizerische Vermögenswerte flüchteten (Grafik 9 rechts). Zu diesen gehörten auch schweizerische Staatsanleihen, die während fast des ganzen Monats August für Laufzeiten bis zu zwei Jahren negative Renditen aufwiesen.

... führt zur Aufwertung einiger Währungen und zu Interventionen von Währungsbehörden

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) reagierte massiv auf die Aufwertung des Schweizer Frankens. Sie kündigte am 3. August an, dass sie ihren Zielzinssatz auf „so nahe bei null wie möglich“ senken werde. Zudem erhöhte sie die Summen für Kredite am Interbankmarkt von CHF 30 Mrd. auf CHF 200 Mrd. und senkte die Interbankzinssätze für alle Laufzeiten. Dies trug dazu bei, dass der Schweizer Franken gegenüber dem Euro um mehr als 10% an Wert verlor. Anfang September begann er jedoch erneut aufzuwerten, was die SNB dazu veranlasste, am 6. September folgende Erklärung abzugeben: „Sie toleriert am Devisenmarkt ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter dem Mindestkurs von 1,20. Die Nationalbank wird den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen und ist bereit, unbeschränkt Devisen zu kaufen.“

Andere Länder führten ebenfalls Massnahmen ein, um dem Aufwertungsdruck ihrer Währungen entgegenzuwirken. In Japan beispielsweise verkauften die Währungsbehörden ab Anfang August Yen an den Devisenmärkten. Nach einer kurzzeitigen Abwertung um rund 2% stabilisierte sich der Wert des Yen gegenüber dem Dollar für den Rest des Augusts und in den September hinein. Die brasilianische Regierung wiederum führte am 27. Juli eine Transaktionssteuer von 1% auf inländische Devisenderivatgeschäfte ein, die zu US-Dollar-Short-Positionen von über \$ 10 Mio. führen. Seither hat sich der brasilianische Real gegenüber dem Dollar um rund 5% abgeschwächt.