

---

## Suche nach rentierenden Anlagen bei weiter sinkenden Zinssätzen<sup>1</sup>

Im Zeitraum von Mitte Juni bis Mitte September verlangsamte sich das Wachstum weltweit, und die Besorgnis über die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung im Euro-Raum und über die Zukunft der Währungsunion nahm erneut zu. Angesichts des schwächeren Wachstums lockerten zahlreiche Zentralbanken die Geldpolitik, indem sie die Zinsen senkten oder die unkonventionellen Massnahmen ausweiteten. Einige dieser geldpolitischen Massnahmen und Ankündigungen lösten starke Preisreaktionen bei Vermögenswerten aus.

Zusammen mit den Massnahmen der Zentralbanken liess die Kombination von schwachem Wachstum und Portfolioumschichtungen infolge der Besorgnis über die Staatsverschuldung im Euro-Raum die Renditen von Schuldtiteln einiger Staaten mit hoher Bonität auf nie dagewesene Tiefststände sinken. In mehreren Ländern Europas lagen die nominalen Renditen von kurzlaufenden Staatsanleihen sogar deutlich im negativen Bereich. Derart niedrige Renditen von Staatsanleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften veranlassten die Anleger, nach Anlagemöglichkeiten zu suchen, die einen etwas besseren Ertrag abwarfen. Die Folge war ein Kursanstieg bei Aktien und Unternehmensanleihen. Das Renditestreben könnte zum Teil auch die ausserordentlich geringe Volatilität an den Kredit-, Devisen- und Aktienmärkten in den letzten Monaten erklären.

### Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft verschlechtern sich weiter

Ausbreitung der  
Wachstums-  
schwäche ...

Da die veröffentlichten makroökonomischen Daten zumeist überraschend schlecht ausfielen, zeichnete sich immer klarer ab, dass das globale Wirtschaftswachstum ins Stocken geraten war. Vorläufigen Schätzungen zufolge ging das Wachstum im zweiten Quartal leicht zurück, und zwar auf 0,4% in den USA und auf 0,3% in Japan. Die Wirtschaft des Euro-Raums

---

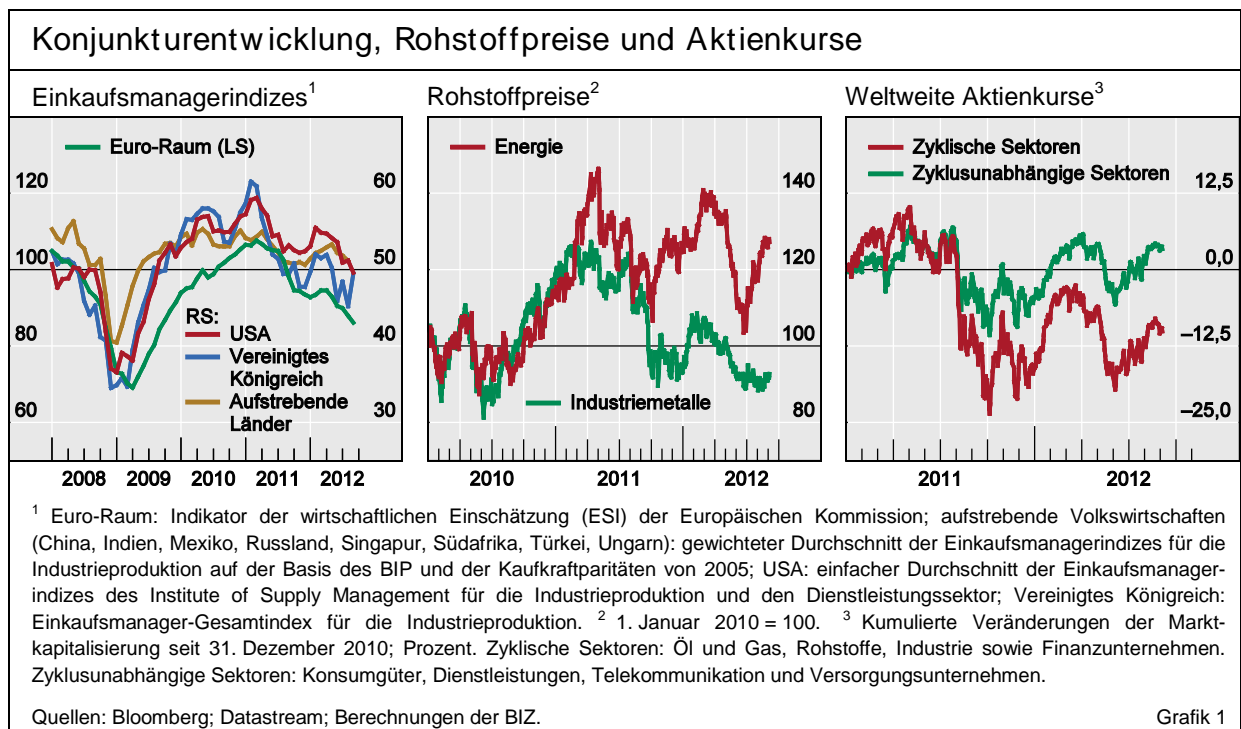
<sup>1</sup> Dieser Artikel wurde von der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ verfasst. Fragen zu diesem Artikel können an Andreas Schrimpf ([andreas.schrimpf@bis.org](mailto:andreas.schrimpf@bis.org)), Vladyslav Sushko ([vlad.sushko@bis.org](mailto:vlad.sushko@bis.org)) und Nicholas Vause ([nick.vause@bis.org](mailto:nick.vause@bis.org)) gerichtet werden, Fragen zu Daten und Grafiken an Jhuvesh Sobrun ([jhuvesh.sobrun@bis.org](mailto:jhuvesh.sobrun@bis.org)) und Agne Subelyte ([agne.subelyte@bis.org](mailto:agne.subelyte@bis.org)).

schrumpfte um 0,2%, diejenige des Vereinigten Königreichs um 0,7%. Die Umfragewerte von Einkaufsmanagern deuteten auf eine weitere Abkühlung der Konjunktur im dritten Quartal hin (Grafik 1 links). Auch Deutschland und mehrere aufstrebende Volkswirtschaften mit einem zuvor solideren Wachstum wurden von der Schwäche erfasst.

Für die USA fielen einige Konjunkturindikatoren wie beispielsweise die Beschäftigungszahlen ausserhalb der Landwirtschaft im Juli etwas besser aus als erwartet. Dennoch blieb die wirtschaftliche Lage instabil, da die umfangreichen fiskalpolitischen Straffungen, die für Anfang 2013 geplant waren, für Unsicherheit sorgten und die Wachstumsaussichten belasteten. In China sank die Wachstumsrate im zweiten Quartal auf den tiefsten Stand seit drei Jahren, und die enttäuschenden Umfragewerte von Einkaufsmanagern deuteten auf eine weitere Konjunkturertrübung hin.

Diese negativen Nachrichten wirkten sich überraschend wenig auf die Preise konjunktursensitiver Vermögenswerte aus. Zwar sanken die Preise von Industriemetallen wie Kupfer (Grafik 1 Mitte), doch die Energiepreise zogen aufgrund des knappen Ölangebots und der auf internationaler Ebene wachsenden politischen Spannungen mit dem Iran an. Die weltweiten Aktienkurse stiegen ebenfalls, und zwar auch in den zyklischen Sektoren (Grafik 1 rechts). Zum Anstieg der Aktienkurse trugen die Unternehmensgewinne bei, die die Erwartungen übertrafen. In den USA und in Deutschland beispielsweise fielen die Gewinne der im S&P 500 bzw. im DAX notierten Unternehmen in der jüngsten Berichtssaison um rund 5% bzw. 16% höher aus, als von den Analysten vorhergesagt. Die Aktienkurse reagierten zudem stark auf Ankündigungen zusätzlicher Zentralbankmassnahmen zur Stützung der Wirtschaft (s. unten) und wurden von der Erwartung weiterer Konjunkturpakete im Falle einer erneuten Verschlechterung der Wirtschaftsaussichten beeinflusst. Dies

... aber Rally an den Aktienmärkten



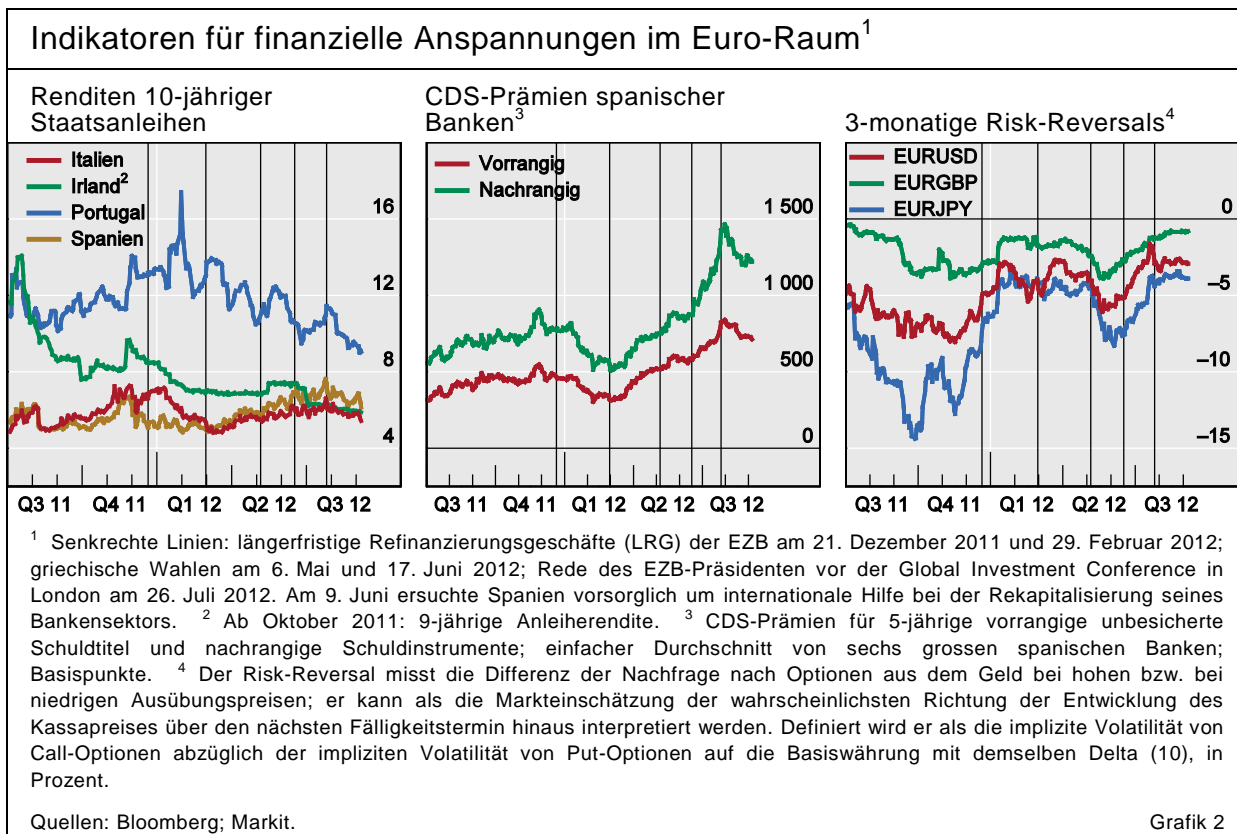
lässt darauf schliessen, dass der jüngste Anstieg der Aktienkurse auch darauf zurückzuführen war, dass mit niedrigeren Diskontierungsraten gerechnet wurde.

## Staatsschuldenkrise im Euro-Raum belastet Märkte nach wie vor

Die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum blieb für die Anleger weltweit Anlass zu grosser Sorge. In Griechenland führten die Wahlen Mitte Juni zur Bildung einer proeuropäischen Koalitionsregierung und zerstreuten die Bedenken über eine unmittelbar bevorstehenden Aufgabe der Einheitswährung. Die Renditen griechischer Staatsanleihen sanken in der Folge gegenüber ihren Spitzenwerten, die sie nach der Umschuldung erreicht hatten. Dennoch erwarteten die Anleger gespannt das Ergebnis des für den späteren Jahresverlauf geplanten Troika-Berichts, der Aufschluss darüber geben sollte, ob Griechenland die Auflagen für die internationalen Hilfsgelder erfüllte.

Starker Anstieg der Finanzierungskosten Spaniens

Unterdessen stiegen die Finanzierungskosten Spaniens beträchtlich an, als die Regierung Anfang Juni um ein internationales Darlehen für die Rekapitalisierung der Banken des Landes bat. Da die Anleger befürchteten, dass ihre Forderungen den neuen Krediten im Rang weiter untergeordnet würden, führte der Antrag auf internationale Finanzhilfe im Juni und Juli fast durchweg zu einem starken Anstieg der Renditen spanischer Staatsanleihen (Grafik 2 links). Obwohl die EU-Finanzminister Ende Juli bestätigten, dass die neuen Kredite nicht vorrangig zu den bestehenden Forderungen bedient würden, sahen die Bedingungen für die Rekapitalisierung dennoch einige Abschreibungen auf nachrangigen Bankschuldtiteln vor. Die Prämien von



Credit-Default-Swaps (CDS) auf nachrangige Schuldtitel mehrerer spanischer Banken zogen an, nachdem diese Nachricht am 11. Juli vorzeitig durchgesickert war. Auch die Prämien auf vorrangige Schuldtitel stiegen, als sich die Anleger des Risikos bewusst wurden, dass es diesen Papieren künftig ähnlich ergehen könnte (Grafik 2 Mitte). Die Spreads für gedeckte Schuldverschreibungen spanischer Banken weiteten sich ebenfalls aus. Darin spiegelten sich teilweise die Auswirkungen der schwachen Wirtschaft auf die Qualität der weitgehend aus immobilienbezogenen Krediten bestehenden Sicherheitenpools wider.

Die Unsicherheit in Bezug auf die Auswirkungen des internationalen Darlehens auf die Staatsverschuldung war ein weiterer Schlüsselfaktor für den starken Anstieg der Finanzierungskosten Spaniens. Verstärkend kam hinzu, dass das Land weiter in die Rezession abglitt und einige spanische Regionen bei der Zentralregierung neue Anträge auf Notkredite stellten. All dies führte dazu, dass die Renditen 10-jähriger spanischer Staatsanleihen um rund 70 Basispunkte anzogen und am 24. Juli mit 7,6% einen neuen Höchststand erreichten. Die angespannte Lage zeigte sich noch deutlicher bei den Anleihen mit kürzerer Laufzeit: Die 2-jährigen Renditen stiegen bis Ende Juli um mehr als 170 Basispunkte auf 6,8%.

Auch andere Anleihemärkte im Euro-Raum sahen sich in diesem Zeitraum mit Verkaufsdruck konfrontiert. Insbesondere die Renditen 10-jähriger italienischer Staatsanleihen tendierten im Juli über weite Strecken höher und erreichten am 24. Juli mit 6,6% einen Rekordstand. Die von Spanien ausgehenden Ansteckungseffekte könnten für einen Teil dieses Anstiegs verantwortlich gewesen sein, aber auch inländische Faktoren spielten eine Rolle. So gewährte die italienische Zentralregierung Sizilien einen Notkredit, und am 13. Juli setzte Moody's das Rating für italienische Staatsanleihen um zwei Stufen herab. An den Devisenmärkten ging der nominale effektive Wechselkurs des Euro bis Ende Juli zurück, da Kapital aus dem Euro-Raum abfloss.

Nachdem der Präsident der EZB in einer Rede am 26. Juli versichert hatte, dass die EZB im Rahmen ihres Mandats alles („whatever it takes“) tun werde, um den Euro zu erhalten, fielen die Renditen italienischer und spanischer Anleihen deutlich. Die Renditen von Papieren mit kürzeren Laufzeiten gaben am stärksten nach. Die Erwartung der Marktteilnehmer, dass der Schwerpunkt etwaiger künftiger geldpolitischer Massnahmen der EZB auf Ankäufen von Anleihen mit kürzeren Laufzeiten liegen würde, könnte mit ein Grund für diesen Rückgang gewesen sein. Einzelheiten zu den neuen geldpolitischen Outright-Geschäften der EZB („Outright Monetary Transactions“, OMT) wurden schliesslich am 6. September bekannt gegeben. Das Programm sieht vor, dass die EZB unter bestimmten Bedingungen unlimitierte sterilisierte Ankäufe kurzfristiger Staatsanleihen tätigen kann, wenn die Regierung des entsprechenden Landes die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) bzw. den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zuvor um internationale Hilfe ersucht hat.

Die Nachrichten über eine aktivere Rolle der EZB hatten weitreichende Auswirkungen auf die Marktstimmung. Weltweit legten die Aktienkurse fast während des ganzen Monats August kräftig zu. Die Renditen deutscher

Stimmungs-  
umschwung ...

... aufgrund von  
Nachrichten über  
geldpolitische  
Massnahmen

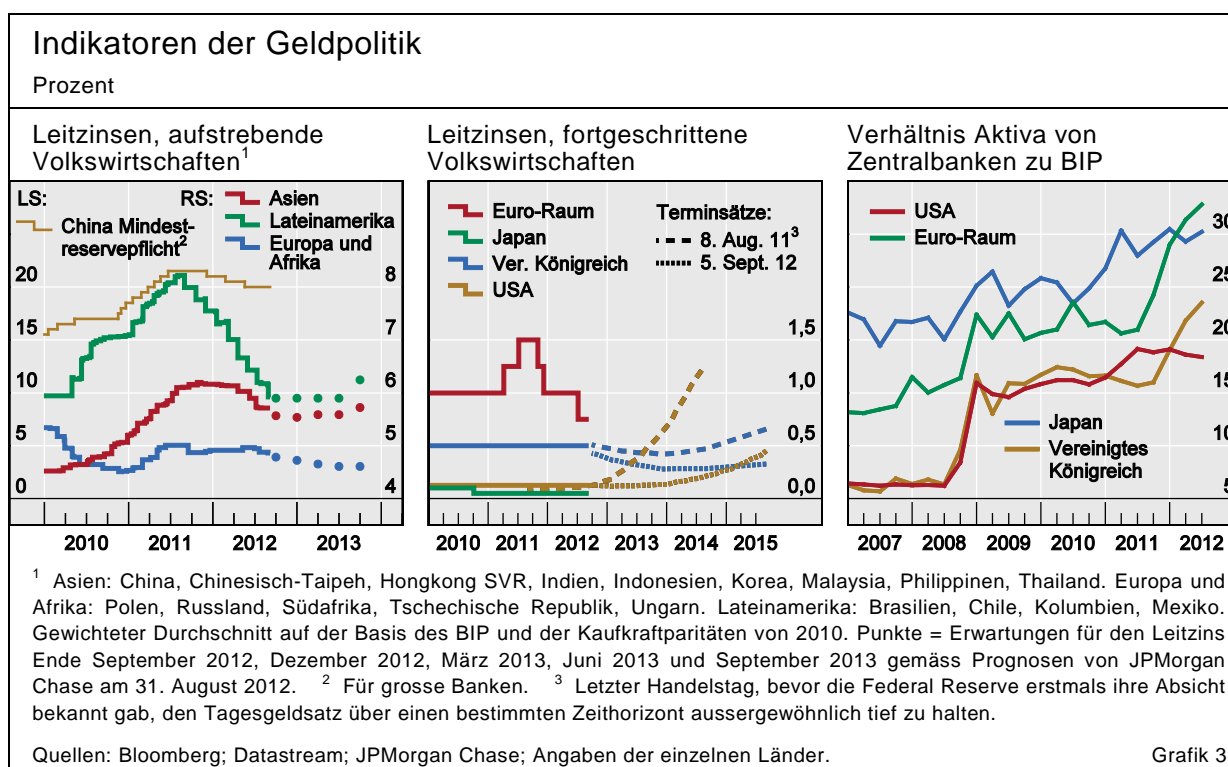
Bundesanleihen und anderer Euro-Raum-Staatsanleihen mit höherem Rating zogen an. Ungefähr zur selben Zeit erhielt auch die irische Regierung erneut Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten, indem sie längerfristige Staatsanleihen mit Renditen ausgab, die unter denjenigen Spaniens lagen. Der Euro gewann im August über weite Strecken gegenüber den anderen wichtigen Währungen an Boden. Dennoch deuteten die Risk-Reversals der Wechselkurse darauf hin, dass die Anleger nach wie vor eine Prämie für die Absicherung gegen künftige starke Wertverluste des Euro zahlten (Grafik 2 rechts).

## Schlechte Wachstumsaussichten führen zu Unterstützung durch Zentralbanken

Erneute  
Zinssenkungen ...

Angesichts der schlechteren Wachstumsaussichten haben Zentralbanken sowohl in den aufstrebenden als auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weitere Massnahmen zur Lockerung der Geldpolitik ergriffen. Die Zentralbanken von Brasilien, China, Israel, Kolumbien, Korea, den Philippinen, Südafrika und der Tschechischen Republik senkten die Leitzinsen (Grafik 3 links). In China waren in den Monaten vor diesem Zinsschritt bereits mehrere Male die Mindestreservanforderungen gesenkt worden. Prognosen für die künftige Leitzinsentwicklung in den aufstrebenden Volkswirtschaften implizieren jedoch nur wenige weitere Zinssenkungen (Punkte in Grafik 3 links).

Auch die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften lockerten die Geldpolitik erneut. Anfang Juli reduzierte die EZB ihren Hauptrefinanzierungssatz um 25 Basispunkte auf 75 Basispunkte und senkte den Zinssatz für ihre Einlagefazilität auf null (Grafik 3 Mitte). Dadurch wurde die Vergütung der Guthaben in der Einlagefazilität an diejenige der Kontokorrentkonten der Banken angeglichen, und es bestand weniger Anreiz, Überschuss-



reserven am Ende jedes Geschäftstags in die Einlagefazilität zu übertragen. Dennoch belassen die Banken die Reserven insgesamt unverändert. Ausserdem nahmen einige Geldmarktfonds keine neuen Anlagen mehr an, da sie aufgrund der negativen Nominalzinssätze Schwierigkeiten hatten, ihren Anlegern positive Renditen zu bieten.

Weil die Leitzinsen bereits nahe null lagen und damit gerechnet wurde, dass sie noch einige Zeit in etwa auf diesem Niveau verharren würden, weiteten die Zentralbanken in den grossen fortgeschrittenen Volkswirtschaften die unkonventionellen, auf hochwertige langfristige Vermögenswerte abzielenden Massnahmen aus oder erneuerten sie (Grafik 3 Mitte und rechts). Am 5. Juli gab die Bank of England bekannt, dass sie die Asset Purchase Facility um £ 50 Mrd. auf insgesamt £ 375 Mrd. aufstocken und diese Erhöhung über eine Ausweitung der Zentralbankreserven finanzieren werde. Am 20. Juni kündigte die Federal Reserve ein zweites Programm zur Verlängerung der Laufzeit der in ihrem Portfolio gehaltenen US-Schatztitel an. Das Programm sieht vor, dass für \$ 267 Mrd. US-Schatzpapiere mit einer Restlaufzeit von 6 bis 30 Jahren angekauft werden und dafür im selben Umfang US-Schatzpapiere mit Laufzeiten von bis zu 3 Jahren verkauft oder getilgt werden. Die Bank of Japan setzte ihre regulären Ankäufe im Rahmen ihres Anleiheankaufprogramms fort.

... und Ausweitung  
unkonventioneller  
Massnahmen

Die Diskussionen über die Ankäufe von Aktiva durch die Zentralbanken nahmen im Berichtszeitraum einen wichtigen Platz in den Finanzkommentaren ein. Wie sich dann aber herausstellte, beeinflussten die effektiven Ankündigungen die Preise von Vermögenswerten überraschend wenig (s. Kasten). Dagegen reagierten die Renditen von Staatsanleihen stark auf Nachrichten über die künftige Entwicklung kurzfristiger Zinsen. So fielen beispielsweise die Renditen 2-jähriger US-Schatzanweisungen am 22. August um 10 Basispunkte, nachdem das Protokoll der letzten Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve (FOMC) veröffentlicht worden war. Beobachter deuteten das Protokoll in dem Sinne, dass der Tagesgeldzielsatz sogar noch länger als ursprünglich angenommen tief bleiben könnte. Die Renditen fielen auch am 31. August deutlich, als der Vorsitzende der Federal Reserve, Bernanke, in seiner Rede an der Konferenz in Jackson Hole Bedenken über die Lage am US-Arbeitsmarkt äusserte und auf die Kosten und Vorteile weiterer unkonventioneller Massnahmen anspielte (Grafik A). Dies liess erkennen, dass die Marktteilnehmer nach wie vor höchst empfindlich auf Nachrichten zur künftigen Ausrichtung der Geldpolitik reagierten.

Neben der Ausweitung oder Erneuerung früherer Programme ergriffen einige Zentralbanken Massnahmen, mit denen ganz gezielt der Kreditfluss in die Wirtschaft wiederhergestellt werden sollte. In seiner Mansion-House-Ansprache vom 14. Juni in London kündigte der Gouverneur der Bank of England ein neuartiges Funding for Lending Scheme (FLS) an. Die technischen Details wurden am 13. Juli bekannt gegeben. Im Rahmen des FLS werden Banken Finanzmittel zu Bedingungen bereitgestellt, die davon abhängen, inwieweit es den Banken gelingt, ihre Kreditvergabe an britische Privathaushalte und Nichtfinanzunternehmen aufrechtzuerhalten oder auszuweiten. Die Renditen von Unternehmensanleihen fielen am folgenden Handelstag um

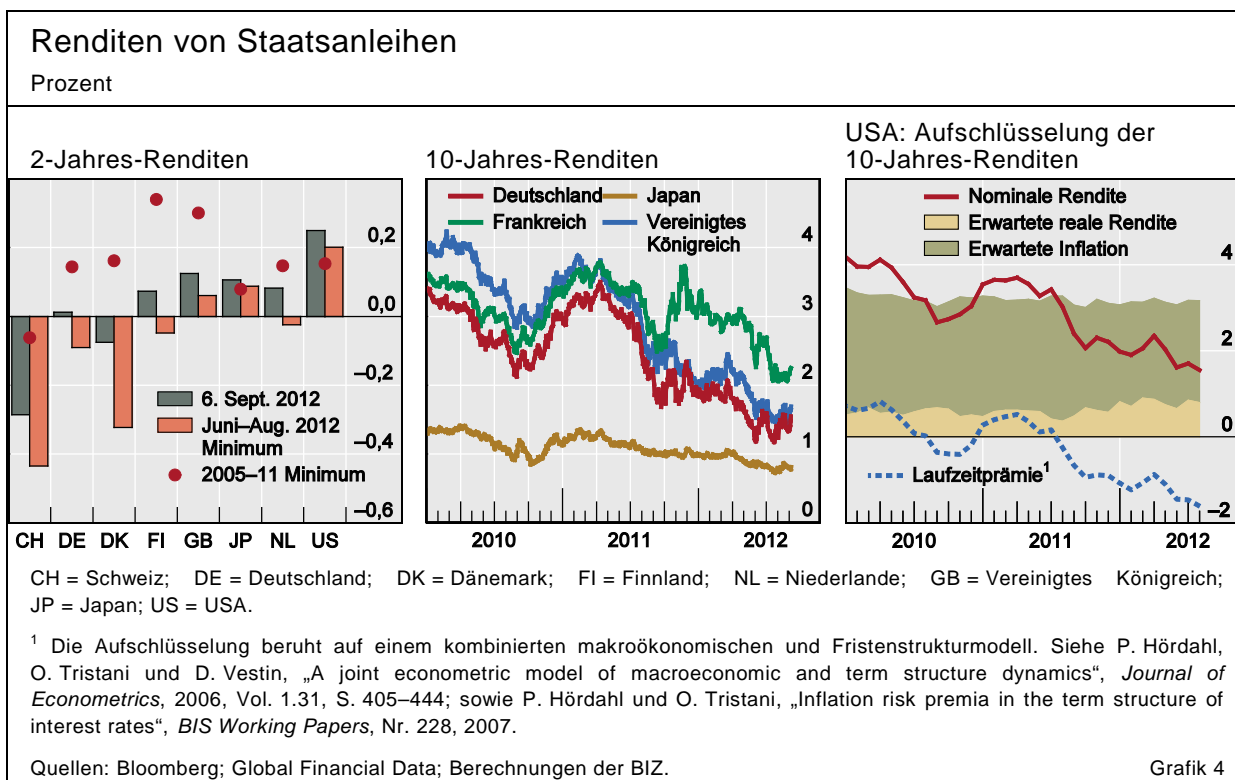
6 Basispunkte, und die Renditen britischer Staatsanleihen gaben um 5 bis 10 Basispunkte nach. Der Rückgang der Renditen britischer Staatsanleihen spiegelte möglicherweise die Erwartung der Marktteilnehmer wider, dass das Wachstum schwach und die Geldpolitik länger als ursprünglich angenommen expansiv bleiben würde. Gleichzeitig gab die Bank of Japan bekannt, dass sie im Rahmen eines bereits bestehenden ähnlichen Programms Kredite in US-Dollar anbieten wolle. Seit der Einführung dieses Programms im Jahre 2010 wurden Finanzinstituten auf der Grundlage ihrer tatsächlichen Kreditvergabe diskontierte langfristige Mittel bereitgestellt.

## Extrem niedrige Renditen

Die Kombination von schwachem Wachstum, Massnahmen der Zentralbanken und Portfolioumschichtungen infolge der Besorgnis über die Staatsverschuldung im Euro-Raum liess die Renditen auf nie dagewesene Tiefstände sinken. Die Renditen kurzfristiger Schuldtitel einiger Länder mit hoher Bonität, insbesondere der Schweiz und Deutschlands, hatten bereits in früheren Phasen der Anspannung im Euro-Raum nahe null gelegen bzw. waren negativ gewesen. Diese Dynamik verstärkte sich noch, als die EZB die auf ihre Einlagefazilität gezahlten Zinsen am 5. Juli auf null senkte.

Renditen auf historischem Tief ...

In den Tagen nach der Ankündigung fielen die Renditen kurzfristiger europäischer Staatsanleihen mit einem höheren Rating auf nie zuvor verzeichnete Tiefstände (Grafik 4 links). Die Renditen kurzfristiger Staatsanleihen der Niederlande, Finnlands und Österreichs beispielsweise gingen stark zurück und rutschten vorübergehend ins Minus. Ihr Abstand gegenüber deutschen Bundesanleihen verengte sich beträchtlich. Am deutlichsten war der Rückgang



der Renditen 2-jähriger schweizerischer und dänischer Staatsanleihen, die unter –40 bzw. –30 Basispunkte fielen. Beide Länder koppeln ihre Währung (effektiv) an den Euro. Im Bestreben, den Druck auf die Krone zu verringern, betrat die dänische Zentralbank Neuland, indem sie den Zinssatz auf ihre Einlagefazilität auf –20 Basispunkte senkte. Am Primärmarkt verkaufte Deutschland Mitte Juli 2-jährige Bundesschatzanweisungen im Wert von über € 4 Mrd. mit einer durchschnittlichen Rendite von –6 Basispunkten. Frankreich, Belgien und die Niederlande hielten ebenfalls Auktionen ab, an denen den Anlegern kurzfristige Staatspapiere mit negativen Renditen verkauft wurden.

Auch die Renditen langfristiger Staatsanleihen sanken in mehreren Ländern auf ein Rekordtief (Grafik 4 Mitte). Im Juli fielen die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen auf das tiefste Niveau seit über 200 Jahren. Im rechten Feld von Grafik 4 wird die ungefähre Aufgliederung dieser Renditen in Kompensation für künftige Inflation, reale kurzfristige Zinssätze (bereinigt um die erwartete Inflation und verfügbar über die Laufzeit der Anleihen) sowie Laufzeitprämie veranschaulicht. Die Laufzeitprämie ist in der Regel positiv, da sie die Anleger für das Zinsänderungsrisiko entschädigt, das mit dem Halten von langfristigen Anlagen verbunden ist. Die geschätzte Laufzeitprämie sank zuletzt auf rund –150 Basispunkte. Darin spiegelte sich das Zusammenwirken der Anleiheankäufe durch die Zentralbanken und der Nachfrage nach als sicherer Hafen geltenden langfristigen US-Schatzpapieren wider.

## Suche nach Renditen in einem Umfeld extrem tiefer Zinsen

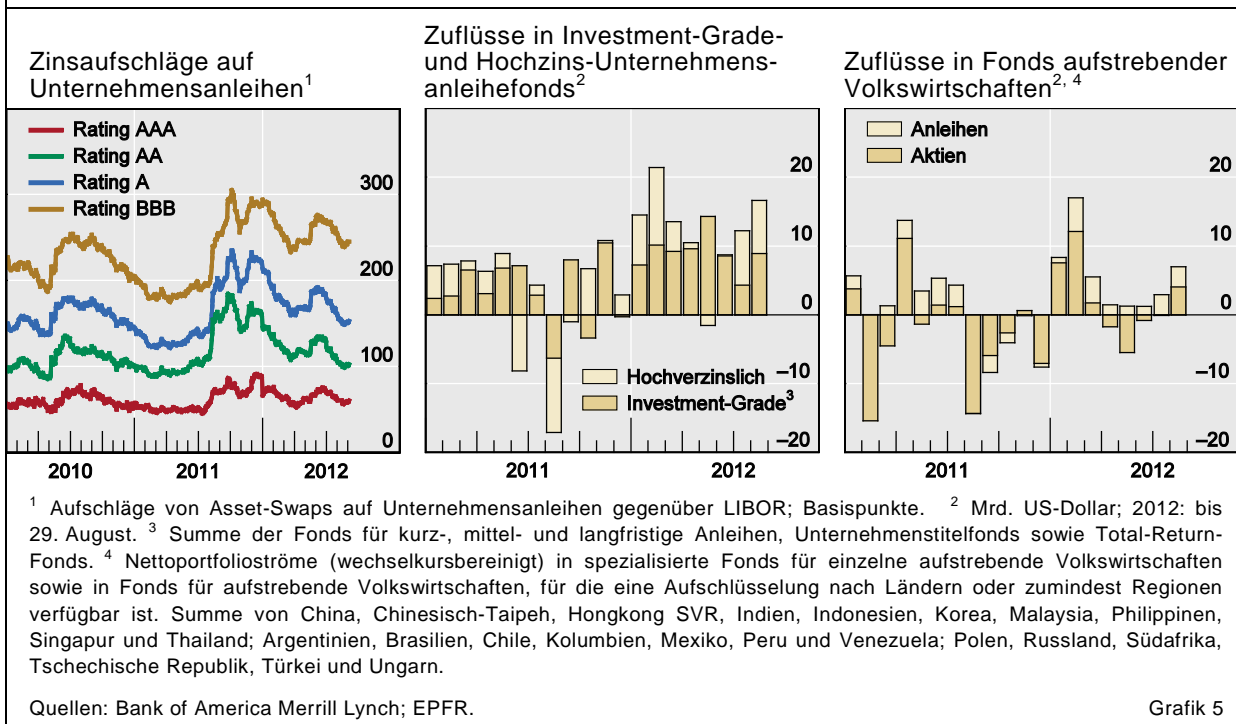
Da die Renditen von Staatsanleihen auf historische Tiefststände sanken, liessen die Anleger bei ihrer Suche nach relativ sicheren Anlagen, die einen etwas besseren Ertrag abwarfen, Referenzstaatsanleihen vermehrt ausser Acht. Solche Portfolioumschichtungen sind eines der wichtigsten Ziele der unkonventionellen Massnahmen (wie im Kasten erörtert). Sie sollen den Anleger nämlich dazu bewegen, Risiken einzugehen, indem die Attraktivität von Staatspapieren gegenüber risikobehafteten Anlagen verringert wird.

Die Spreads von Unternehmensanleihen gingen zurück, da die Anleger ihr Kreditrisikoengagement im Unternehmenssektor erhöhten, und diese Anlagekategorie verzeichnete beträchtliche Zuflüsse seitens der Anleger (Grafik 5 links und Mitte). Von Mitte Juni bis Ende August verengten sich die Spreads von Unternehmensanleihen mit einem AAA-Rating um 17 Basispunkte und diejenigen der anderen Investment-Grade-Unternehmensanleihen um mehr als 30 Basispunkte (Grafik 5 links). In Einklang mit dem Renditestreben und der höheren Risikoübernahme, die durch das Niedrigzinsumfeld ausgelöst worden waren, erholte sich der Absatz hochverzinslicher Anleihen an den Primärmärkten kräftig. Die Emittenten von Unternehmensanleihen mit niedrigerem Rating profitierten von den günstigen Marktbedingungen, um in grossem Umfang hochverzinsliche Anleihen an die Anleger zu bringen. Auf hochverzinsliche Anleihen spezialisierte Fonds verzeichneten ebenfalls umfangreiche Zuflüsse (Grafik 5 Mitte). Auch auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften spezialisierten Fonds floss Kapital von Anlegern zu, die bereit waren, Kreditrisiken einzugehen, um eine etwas bessere Rendite zu erzielen (Grafik 5

... stützen die  
Preise von  
Vermögenswerten



## Unternehmensanleihen und Portfolioströme

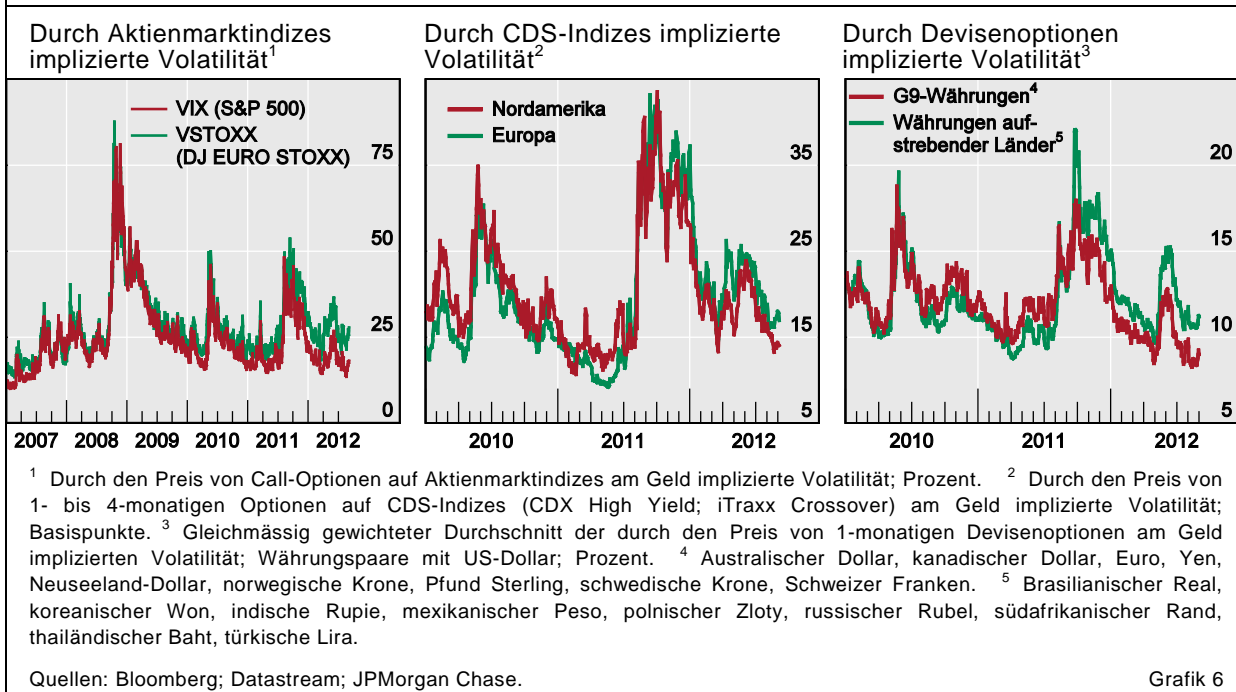


rechts). Dies zeigte sich auch an der Verengung der Spreads von Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften.

Sehr niedrige  
Volatilität trotz  
Unsicherheit

Die Volatilität risikobehafteter Anlagen blieb angesichts der Bedenken über die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum und der schlechten Wachstumsaussichten aussergewöhnlich gedämpft (Grafik 6). Die Volatilität an den Kredit-, Devisen- und Aktienmärkten war im Vergleich zur jüngeren

## Volatilität an den globalen Märkten



Vergangenheit niedrig. Am 13. August fiel der Index für die implizite Volatilität (VIX), der anhand der Preise von Optionen auf den US-Aktienmarkt berechnet wird, auf den tiefsten Wert seit Juni 2007. Da die realen Renditen von Staatsanleihen in vielen Ländern negativ waren, bedeutete dies, dass die Aktienbewertungen im Vergleich zu Anleihen attraktiver wurden, was wiederum einige Anleger veranlasst haben könnte, den Aktienanteil in ihren Portfolios zu erhöhen. Folglich dürften traditionell als risikobehaftet geltende Anlagen weniger stark von der Verschlechterung der Wachstumsaussichten und der Entwicklung im Euro-Raum betroffen gewesen sein als in früheren Phasen der Anspannung.

## Unkonventionelle geldpolitische Massnahmen: Auswirkungen auf die Märkte und Kompensationsfaktoren

*Torsten Ehlers und Vladyslav Sushko*

Wertpapierankäufe durch Zentralbanken können über ganz unterschiedliche Kanäle das Kreditwachstum und die Realwirtschaft beeinflussen.<sup>①</sup> Die Transmission der Geldpolitik beginnt mit der Reaktion der Märkte auf offizielle Bekanntmachungen bzw. mit deren Vorwegnahme durch die Marktteilnehmer. Allein schon die Ankündigung von Wertpapierankäufen kann ein Bekenntnis zu monetären Stimulierungsmassnahmen signalisieren und somit dazu führen, dass niedrigere kurzfristige Zinssätze erwartet werden (Signalisierungskanal). Darüber hinaus können die Zentralbanken die Duration am Markt reduzieren, indem sie längerfristige Papiere ankaufen. Dies bewirkt einen Rückgang der längerfristigen Renditen, der die Investoren veranlasst, ihre Anlagen zugunsten von risikoreicheren Vermögenswerten umzuschichten (Portfolioumschichtungskanal). Solche Portfolioanpassungen brauchen zwar ihre Zeit, doch an zukunftsorientierten Märkten kann bereits die Zusage der Zentralbank, solche Käufe zu tätigen, die Umschichtungen auslösen. Wenn Anleger Wertpapierankaufprogramme antizipieren, preisen sie sie zudem schon vor der Bekanntgabe von Einzelheiten ein. Dies hat zur Folge, dass sich Ankündigungen solcher Massnahmen nur dann auf die Renditen auswirken, wenn sie den Marktteilnehmern ein zusätzliches „Überraschungsmoment“ liefern.

Unkonventionelle Massnahmen in Form von Wertpapierankäufen wurden in der Regel erstmals während der Krisenbewältigungsphase ergriffen, als es um die Sicherung der Solvenz und Liquidität grosser Finanzinstitute ging.<sup>②</sup> Jetzt, da sich der Fokus – zumindest ausserhalb des Euro-Raums – auf die wirtschaftliche Erholung verschiebt, stellen sich allerdings Fragen im Zusammenhang mit der immer schwächeren Reaktion der Märkte auf Neuauflagen solcher Ankäufe.

Vergleicht man die Renditeveränderungen bei wichtigen Vermögenswerten zum Zeitpunkt früherer Bekanntmachungen von Wertpapierankaufprogrammen mit den Reaktionen auf jüngere Ankündigungen, wird deutlich, dass die Ankündigungseffekte solcher Massnahmen nachgelassen haben. In den USA zeigten die Renditen von Staatsanleihen, Mortgage-Backed Securities (MBS) und Unternehmensanleihen am 20. Juni 2012 kaum eine Reaktion, als die Federal Reserve ihre Absicht bekundete, die Fälligkeitsstruktur ihres Staatsanleihenportfolios zu verlängern (Grafik A). Nach der Ankündigung des ersten Laufzeitverlängerungsprogramms (Maturity Extension Program, MEP1) sowie weiterer MBS-Ankäufe im September 2011 waren die langfristigen Renditen von US-Staatsanleihen und MBS hingegen sofort gesunken. Auch auf die Bekanntgabe der ersten Runde grossvolumiger Anleihekäufe (Large-Scale Asset Purchases, LSAP1) im Jahr 2009 hatten die Staatsanleiherenditen über alle Laufzeitkategorien hinweg weit stärker reagiert, nämlich mit Rückgängen von 26 bis 51 Basispunkten. Eine ähnliche Entwicklung war im Vereinigten Königreich zu beobachten. Hier zeigten die Staatsanleiherenditen zwar im 5-jährigen und 10-jährigen Laufzeitbereich noch eine deutliche Reaktion auf die jüngste Ausweitung der Fazilität zum Ankauf von Wertpapieren (Asset Purchase Facility 2, APF2) durch die Bank of England, diese fiel jedoch erheblich gemässiger aus als nach der Einführung des Programms im März 2009.

Dieses Entwicklungsmuster dürfte eine Reihe von Ursachen haben. Erstens könnten die Neuartigkeit und das Überraschungsmoment der Ankaufprogramme nachgelassen haben. Wenn dies der Fall ist, dann spiegelt die Vermögenspreisentwicklung an den Ankündigungstagen möglicherweise nur einen Teil der gesamten Marktwirkung wider, da die Anleger gelernt haben, solche Programme zu antizipieren. Folglich dürften Massnahmen, die in geringerem Masse erwartet und vorweggenommen werden, sowie neuartige Instrumente wie das von der Bank of England angekündigte Kreditvergabeprogramm (Funding for Lending Scheme) nun einen stärkeren Ankündigungseffekt erzielen.

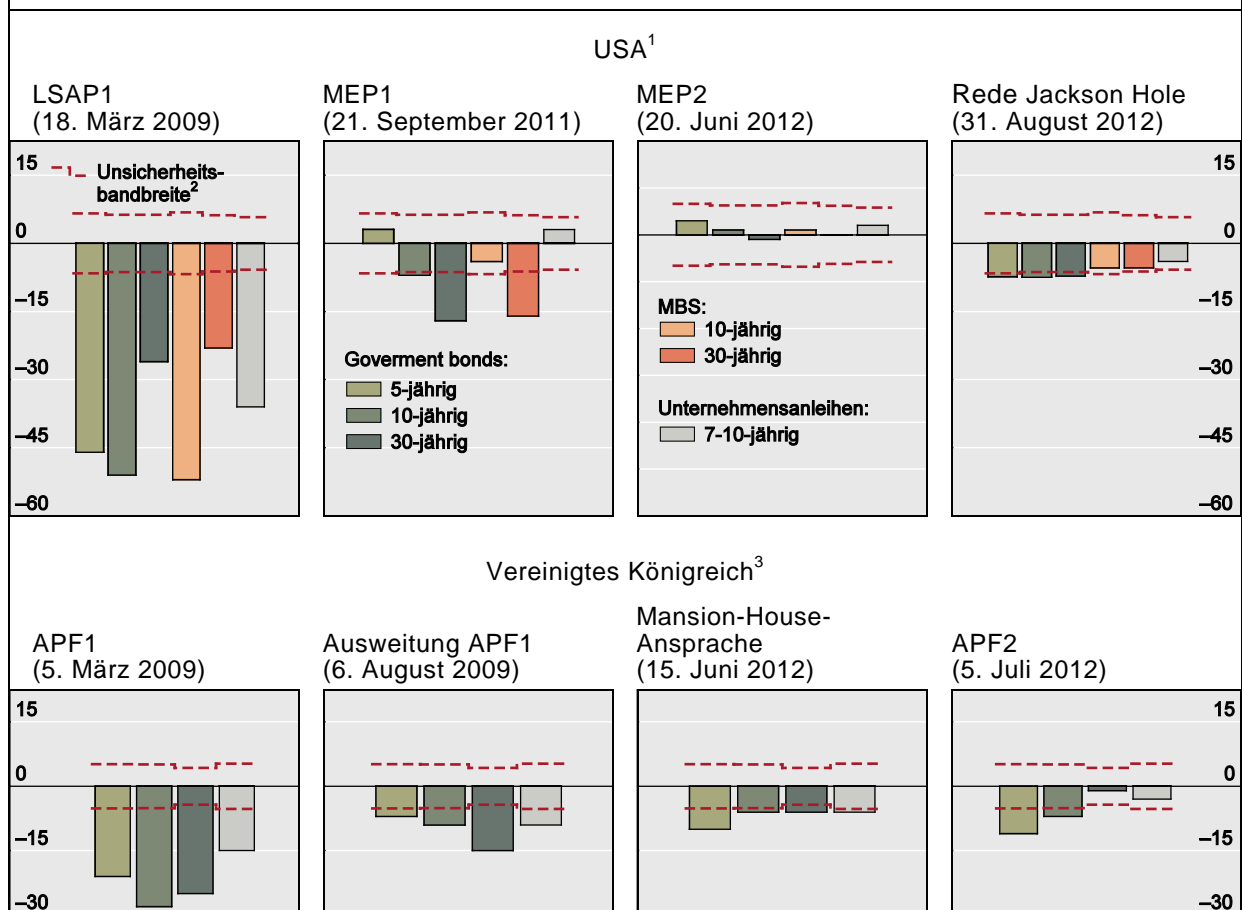
Zweitens ist angesichts von Leitzinsniveaus nahe der Nullmarke nicht davon auszugehen, dass die Anleiheankaufprogramme Signalwirkung in Bezug auf den künftigen geldpolitischen Kurs entwickeln und dazu führen, dass noch niedrigere Zinssätze erwartet werden. Dies gilt insbesondere für die Länder, in denen die Zentralbank ergänzend zu ihrem Wertpapierankaufprogramm explizit signalisiert hat, dass die kurzfristigen risikofreien Zinssätze noch einige Zeit niedrig bleiben werden. So könnten z.B. die Ankündigungen der Federal Reserve, dass sie die Leitzinsen noch für längere Zeit niedrig halten wird, die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der kurzfristigen Zinsen fest verankert haben.

Drittens hat sich trotz der Anleihekäufe der Zentralbanken die Laufzeit der ausstehenden öffentlichen Schuldtitel weiter verlängert. Beispielsweise sind ungeachtet der Schatzpapierankäufe der Federal Reserve die kumulierten öffentlichen Bestände (d.h. ohne die Bestände der Federal Reserve) an US-Schatztiteln mit Laufzeiten von 1 Jahr oder mehr seit Anfang 2009 um rund \$ 3 Bio. gestiegen, und ihre durchschnittliche Laufzeit hat sich von rund 50 auf 60 Monate verlängert. Um noch dieselbe Wirkung zu erzielen wie bisher, werden die Zentralbanken die Fälligkeitsstruktur ihrer Staatsanleihebestände künftig also möglicherweise noch stärker verlängern müssen. Wenn sich solche Käufe (pro Dollar an angekauften Wertpapieren) im weiteren Verlauf immer geringfügiger in der Fälligkeitsstruktur der ausstehenden Anleihen niederschlagen, könnte sich das auch in einer zunehmend schwachen Marktwirkung zum Zeitpunkt der Ankündigung widerspiegeln.

Viertens schliesslich deuten die negativen Laufzeitprämien darauf hin, dass die Anpassungsmarge der langfristigen Anleiherenditen weiter geschrumpft ist (Grafik 4). Dies würde eine

## Renditeveränderungen nach geldpolitischen Massnahmen und Bekanntmachungen von Zentralbanken

1-Tages-Veränderung gegenüber Schlussrendite des Vortages; Basispunkte



<sup>1</sup> Ankündigungsdaten betreffend Ankäufe der Federal Reserve: Erhöhung der Ankäufe von Schatztiteln und MBS auf insgesamt \$ 1,25 Bio. (18. März 2009), Laufzeitverlängerungsprogramm (Maturity Extension Program, MEP) und Wiederanlage von Agency-MBS und sonstigen Agency-Schuldtiteln in MBS (21. September 2011), weitere Laufzeitverlängerung via Ankauf (Verkauf) von langfristigen (kurzfristigen) Schatztiteln für \$ 267 Mrd. (20. Juni 2012), Rede des Vorsitzenden Bernanke in Jackson Hole, in der er Besorgnis über den US-Arbeitsmarkt äusserte und auf Kosten und Nutzen der geldpolitischen Lockerung anspielte (31. August 2012). <sup>2</sup> Unsicherheitsbandbreite basierend auf Konfidenzintervall von 97,5%, berechnet mithilfe der historischen Standardabweichung der Renditeveränderungen für jede Anlagekategorie. <sup>3</sup> Ankündigungsdaten betreffend Ankäufe der Bank of England: Ankündigung der Asset Purchase Facility in Höhe von £ 75 Mrd. und einer Leitzinssenkung von 1% auf 0,5% (5. März 2009), Erhöhung der Asset Purchase Facility auf £ 175 Mrd. (6. August 2009), Mansion-House-Ansprache mit Bekanntgabe des „Funding-for-Lending“-Programms (15. Juni 2012), Ankündigung weiterer Wertpapierankäufe in Höhe von £ 50 Mrd. (5. Juli 2012).

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Grafik A

Beeinträchtigung des Portfolioumschichtungskanals bedeuten, denn wenn Zentralbanken die Duration am Staatsanleihemarkt reduzieren, ergibt sich der Renditerückgang bei anderen Vermögenswerten in erster Linie aus einer Verringerung von deren Risikoprämien. Bei langfristigen Papieren beträfe dies in erster Linie die Laufzeitprämie. Als es 2009 um die Sicherung der Solvenz und Liquidität grosser Finanzinstitute ging, wären darüber hinaus auch die Kredit- und Liquiditätsrisikoprämien betroffen gewesen. Inzwischen hat sich jedoch der Spielraum zur Einflussnahme auf diese Komponenten der Risikoprämie und damit zur Senkung der Renditen in sämtlichen Vermögenskategorien verringert.

---

<sup>①</sup> Zu den Ankündigungseffekten von Wertpapierankäufen s. beispielsweise J. Meaning und F. Zhu, „Auswirkungen der Wertpapierankaufprogramme der Federal Reserve: eine Neuauflage der ‚Operation Twist‘ der 1960er Jahre“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, März 2012, und M. Bauer und G. Rudebusch, „The signaling channel for Federal Reserve bond purchases“, *FRBSF Working Paper Series*, Nr. 2011–21, Dezember 2011. Für Einzelheiten zum Portfolioumschichtungskanal s. J. Gagnon, M. Raskin, J. Remache und B. Sack, „The financial market effects of the Federal Reserve’s large-scale asset purchases“, *International Journal of Central Banking*, Vol. 7(1), März 2011, S. 3–43. Unabhängig vom Transmissionskanal gibt es deutliche Belege für die Wirksamkeit der seit 2009 durchgeführten Wertpapierkäufe; s. z.B. S. D’Amico und T. King, „Flow and stock effects of large-scale Treasury purchases: evidence on the importance of local supply“, *Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series*, Working Paper Nr. 2012–44, Februar 2012. <sup>②</sup> Darüber hinaus stützten die von den Zentralbanken im Gefolge der globalen Finanzkrise ergriffenen bilanzpolitischen Massnahmen vorübergehend die Konjunktur und die Verbraucherpreise. S. dazu L. Gambacorta, B. Hofmann und G. Peersman, „The effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: a cross-country analysis“, *BIS Working Papers*, Nr. 384, August 2012.