

## Geldpolitische Massnahmen und geringere kurzfristige Risiken beflügeln Märkte<sup>1</sup>

In den drei Monaten bis Anfang Dezember wurden die Prognosen für das globale Wirtschaftswachstum zwar nach unten korrigiert, doch die Preise der meisten konjunktursensitiven Vermögenswerte stiegen. Diese Vermögenswerte profitierten von weiteren geldpolitischen Lockerungen und der Einschätzung, dass einige bedeutende kurzfristige Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft geringer geworden seien. Positiv reagierten die Vermögenspreise insbesondere auf neue geldpolitische Massnahmen zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum. Hilfreich waren ferner Nachrichten, wonach ein erheblicher und länger anhaltender Rückgang des Wirtschaftswachstums in China weniger wahrscheinlich sei. Dennoch blieben Abwärtsrisiken bestehen. Die Unsicherheit in Bezug auf die Finanzpolitik in den USA, die schon bald beträchtlich gestrafft werden sollte, förderte das Horten von Barmitteln und drückte auf die Preise derjenigen Vermögenswerte, die von Haushaltskürzungen am stärksten betroffen wären.

## Steigende Preise von Vermögenswerten trotz trüberer Wachstumsaussichten

Die Preise der meisten risikoreichen Vermögenswerte stiegen im Zeitraum Anfang September bis Anfang Dezember. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sanken die Renditen von Unternehmensanleihen sowohl der Investment-Grade- als auch der Sub-Investment-Grade-Kategorie auf Niveaus, wie sie zuletzt vor dem Ausbruch der Finanzkrise 2008 beobachtet worden waren. Dasselbe Bild zeigte sich auch bei den Renditen von Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften, und zwar unabhängig davon, ob sie von Staaten oder Unternehmen begeben wurden bzw. auf lokale oder internationale Währungen lauteten. Die Renditen von mit Hypotheken und anderen Sicherheiten unterlegten Anleihen fielen auf den tiefsten je verzeichneten Stand. Gleichzeitig legten die Aktienkurse zu Beginn des Berichtszeitraums mehrheitlich zu, gaben dann später aber wieder etwas nach.

<sup>1</sup> Dieser Artikel wurde von der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ verfasst. Fragen zu diesem Artikel können an Masazumi Hattori ([masazumi.hattori@bis.org](mailto:masazumi.hattori@bis.org)) und Nicholas Vause ([nick.vause@bis.org](mailto:nick.vause@bis.org)) gerichtet werden, Fragen zu Daten und Grafiken an Magdalena Erdem ([magdalena.erdem@bis.org](mailto:magdalena.erdem@bis.org)) und Agne Subelyte ([agne.subelyte@bis.org](mailto:agne.subelyte@bis.org)).

## Anleiherenditen und Prognosen für das Wirtschaftswachstum

Prozent

Grafik 1



Anleiherenditen = Renditen auf die globalen Anleiheindizes von Bank of America Merrill Lynch. Der besicherte Index umfasst Anleihen, die mit Wohnimmobilienkrediten, Gewerbeimmobilienkrediten, Kreditkartenforderungen und sonstigen Forderungen unterlegt sind. Die Wachstumsprognosen sind ungefähre, auf das Jahr hochgerechnete Prognosen für die kommenden drei Jahre, aufbauend auf Projektionen für das laufende und die drei folgenden Kalenderjahre.

<sup>1</sup> Für fortgeschrittene Volkswirtschaften. <sup>2</sup> Für aufstrebende Volkswirtschaften.

Quellen: IWF, *World Economic Outlook*; Datastream; Berechnungen der BIZ.

Ungewöhnlicherweise zogen die Kurse von Aktien und festverzinslichen Papieren gerade zu einem Zeitpunkt an, als sich die globalen Wachstumsaussichten eintrübten. Die Prognosen für das globale Wirtschaftswachstum 2012 und 2013 wurden nach unten korrigiert, besonders deutlich in Europa für Griechenland, Italien und Spanien sowie – unter den aufstrebenden Volkswirtschaften – für Brasilien, China und Indien, ohne dass wesentliche ausgleichende Aufwärtskorrekturen erfolgten. In der Vergangenheit waren rückläufige Wachstumsprognosen in der Regel mit steigenden erwarteten Ausfallraten und höheren Anleiherenditen einhergegangen. Doch diesmal fielen die Anleiherenditen (Grafik 1). Ebenso beendeten die meisten Aktienkurse den Berichtszeitraum etwas über ihrem zu Beginn der Berichtsperiode verzeichneten Niveau – trotz eines Rückgangs der Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensgewinne (Grafik 2). Die Gewinnprognosen für US-Unternehmen im Index S&P 500 sanken besonders stark, nachdem die ausgewiesenen Gewinne zum ersten Mal seit elf Quartalen gesunken waren und eine ausserordentlich hohe Anzahl von Unternehmen gewarnt hatte, dass künftige Gewinne hinter den Prognosen der Analysten zurückbleiben könnten.

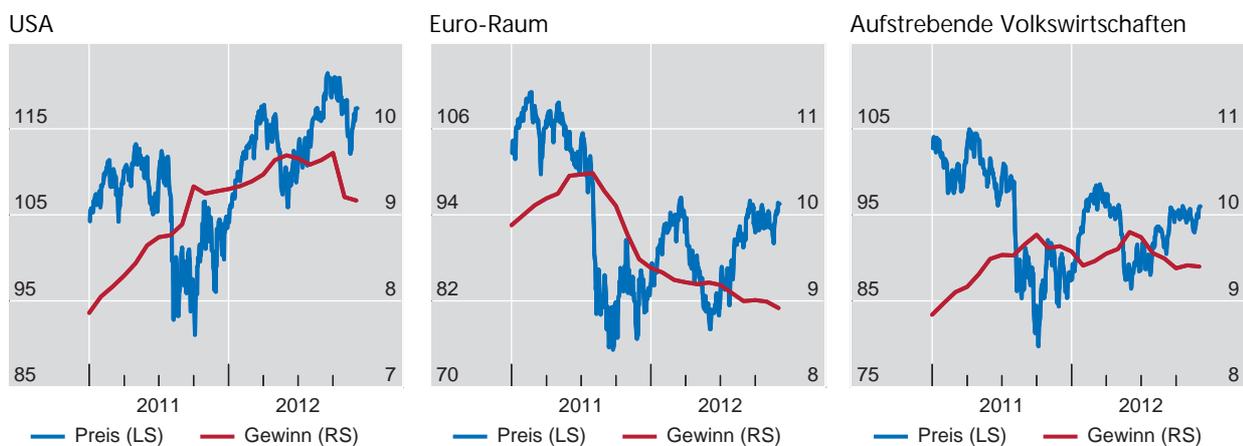
## Lockerere Geldpolitik stützt Preise von Vermögenswerten

Die Marktteilnehmer schrieben die Hausse bei den Preisen von Vermögenswerten zu einem beträchtlichen Teil der weiteren geldpolitischen Lockerung der Zentralbanken, insbesondere der Federal Reserve, zu. Am 13. September gab die Federal Reserve bekannt, dass sie umgehend beginnen werde, ihre Bilanz durch monatliche

## Aktienpreise und Gewinne<sup>1</sup>

Je Aktie, in Prozent der Preise vom Dezember 2010

Grafik 2



<sup>1</sup> Preise der Aktien gemäss dem jeweiligen Index von Morgan Stanley Capital International und durchschnittliche Gewinnprognosen für die kommenden 12 Monate.

Quelle: Datastream.

Ankäufe hypothekenbesicherter Wertpapiere im Wert von \$ 40 Mrd. auszuweiten. Im Gegensatz zu früheren Runden von Ankäufen von Vermögenswerten wurde der Umfang des Programms diesmal nicht festgelegt; stattdessen wurde erklärt, dass das Programm so lange fortgesetzt werde, bis sich die Aussichten für den Arbeitsmarkt deutlich gebessert hätten. Gleichzeitig dehnte die Federal Reserve den Zeithorizont für ihre Prognosen um einige Monate aus, indem sie ankündigte, dass sie die Leitzinsen voraussichtlich bis mindestens Mitte 2015 auf dem ausserordentlich tiefen Niveau belassen werde, selbst wenn sich die Wirtschaftserholung in den USA bis dahin gefestigt haben sollte. Auch die Bank of Japan stockte ihr Programm zum Ankauf von Aktiva sowohl im September als auch im Oktober auf, indem sie die bis Ende 2013 geplanten Ankäufe von japanischen Staatsanleihen und anderen Vermögenswerten um ¥ 21 Bio. erhöhte. In Australien, Brasilien, Israel, Kolumbien, Korea, den Philippinen, Schweden, Thailand, der Tschechischen Republik und Ungarn wurden die Leitzinssätze gesenkt.

Die Auswirkungen der Massnahmen der Federal Reserve auf die US-Finanzmärkte waren beträchtlich – wenn auch nur von kurzer Dauer. In unmittelbarer Konsequenz führten sie zu einem Rückgang der Renditen hypothekenbesicherter Wertpapiere, wodurch die Hypothekarzinsen sanken (Grafik 3 links). Als sich die Differenz zwischen diesen beiden Messgrössen ausweitete, legten die Kurse von US-Bankaktien im Vergleich zum Gesamtaktienmarkt zu. Darüber hinaus trieb die neue Zusage der Federal Reserve, die Bilanz möglicherweise unbeschränkt auszuweiten, sowohl die marktbasieren Indikatoren für die erwartete Inflation als auch die Preise von Edelmetallen, die als Absicherung gegen Inflation dienen, in die Höhe (Grafik 3 Mitte und rechts). Mit diesem Anstieg der erwarteten Inflation wertete der US-Dollar leicht ab. Innerhalb einiger Wochen kehrten jedoch sowohl die erwartete Inflation als auch der Wert des Dollars zu ihrem Niveau vor der Ankündigung vom 13. September zurück – möglicherweise, weil neue Wirtschaftsdaten darauf hindeuteten, dass die Lockerung der Geldpolitik weniger stark ausfallen würde als ursprünglich angenommen.

---

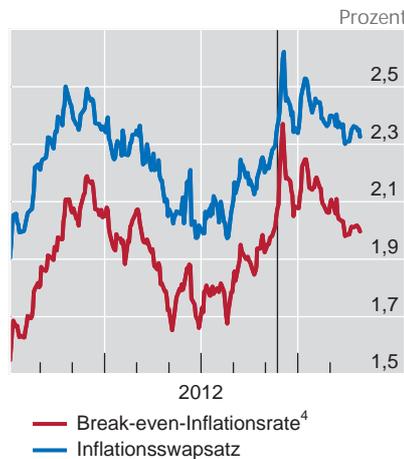
## Reaktion auf Bekanntgabe der dritten Runde der Wertpapierankäufe durch die Federal Reserve

Grafik 3

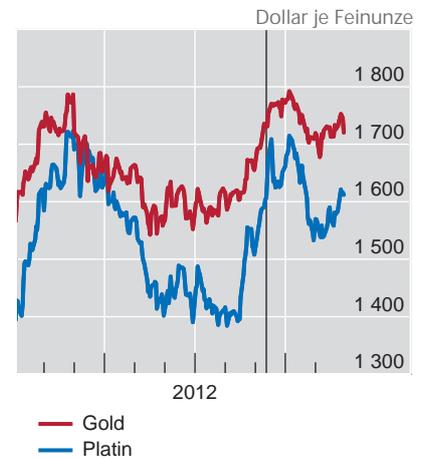
MBS-Renditen und Hypothekarzinsätze in den USA



Inflationserwartungen in den USA<sup>1</sup>



Edelmetallpreise



Vertikale Linien: 12. September 2012, das Datum der letzten Schlusspreise vor der Bekanntgabe der Wertpapierankäufe durch die Federal Reserve.

<sup>1</sup> Über einen 5-Jahres-Horizont. <sup>2</sup> Durchschnittlicher Satz für neue 30-jährige Festhypotheken gemäss Bankrate.com. <sup>3</sup> Rendite auf dem Barclays-Capital-Index von 30-jährigen Mortgage-Backed Securities (MBS) der Federal National Mortgage Association. <sup>4</sup> Differenz zwischen Renditen auf konventionellen und auf inflationsindexierten US-Schatzanleihen.

Quellen: Bloomberg; Datastream.

---

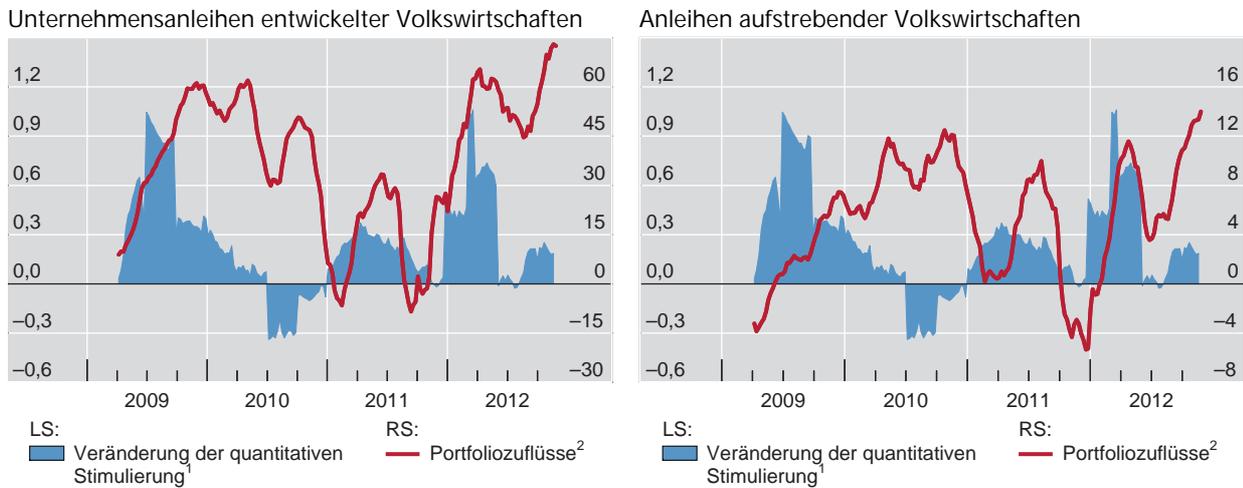
Generell schienen die weiteren quantitativen Stimulierungsmassnahmen der wichtigsten Zentralbanken die Anleger zu veranlassen, mehr Risiken einzugehen. Insbesondere Fonds für Unternehmensanleihen entwickelter Volkswirtschaften sowie Fonds für Staats- und Unternehmensanleihen aufstrebender Volkswirtschaften verzeichneten Nettozuflüsse (Grafik 4).

Angesichts der steigenden Nachfrage der Anleger nach risikobehafteten Vermögenswerten konnten Anleiheemittenten mehr Schuldtitel absetzen als in den Vormonaten, einschliesslich einiger relativ riskanter Anleihetypen. So stieg der Anleiheabsatz von Nichtfinanzunternehmen auf den höchsten Stand seit Jahresbeginn und verharrte im September, Oktober und November nahe diesem Niveau. Dabei nahm der Absatz von Anleihen unterhalb Investment-Grade unverhältnismässig stark zu. In diesen drei Monaten war zudem der Absatz von Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften höher als im Vorjahr. In dieser Kategorie nahmen die Platzierungen von Unternehmensanleihen stärker zu als diejenigen von Staatsanleihen. Ausserdem war der Absatz europäischer nachrangiger Anleihen im selben Zeitraum deutlich höher als zu Beginn des Jahres, und zwar nicht nur für Schuldner aus dem Finanzbereich, die einige für 2013 geplante Emissionen aufgrund bevorstehender regulatorischer Änderungen vorzogen, sondern auch für Schuldner aus dem Nichtfinanzsektor.

## Zuflüsse in Anleihen und Massnahmen bedeutender Zentralbanken

Bio. US-Dollar

Grafik 4



<sup>1</sup> 3-Monats-Veränderung der Summe der mittels Reservenschöpfung der Bank of England, der Bank of Japan und der Federal Reserve sowie mittels der ausstehenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB erworbenen Wertpapierbestände. <sup>2</sup> Nettostrome in Anleihefonds über 3 Monate.

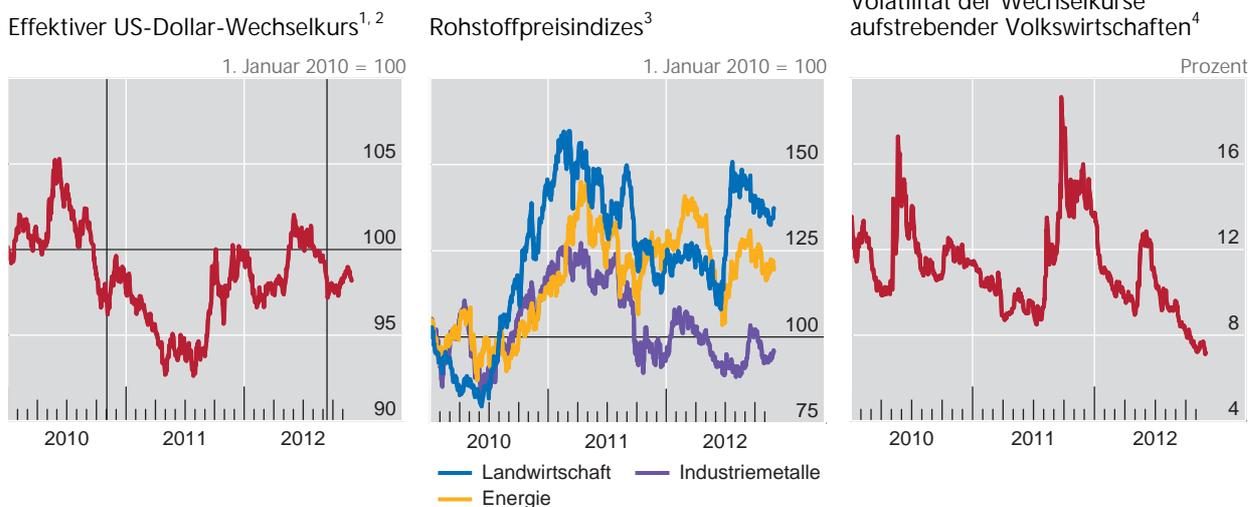
Quellen: EZB; Bank of Japan; Datastream; EPFR; Berechnungen der BIZ.

## Geldpolitische Lockerung durch wichtige Zentralbanken bewirkt keine Aufwertung der Währungen aufstrebender Volkswirtschaften

Die geldpolitische Lockerung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weckte Erwartungen, dass Kapital in die aufstrebenden Volkswirtschaften fließen werde, wodurch sich deren Währungen aufwerten würden. Als dies im November 2010 und im Juni 2011 der Fall gewesen war, hatte der US-Dollar mehr als 5% eingebüsst. Dieses Mal jedoch wertete der US-Dollar im Drei-Monats-Zeitraum ab Anfang September sowohl gegenüber einer Reihe einzelner Währungen aufstrebender Volkswirtschaften als auch auf effektiver Basis auf (Grafik 5 links).

Die schwächeren Wachstumsaussichten für die aufstrebenden Volkswirtschaften erklären zum Teil, weshalb ihre Währungen und Kapitalflüsse anders auf die Lockerung der Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften reagierten. Die schwächeren Wachstumsaussichten drückten zudem auf die Rohstoffpreise (Grafik 5 Mitte).

Mehrere aufstrebende Volkswirtschaften versuchten im Berichtszeitraum, mittels geldpolitischer Massnahmen eine Aufwertung ihrer Währungen zu verhindern. Die brasilianische Zentralbank intervenierte an den Devisenmärkten, und Devisenhändler hatten den Eindruck, dass auch andere Zentralbanken in Lateinamerika und Ostasien aktiv waren. Ausserdem hielt die tschechische Zentralbank fest, dass sie je nach Entwicklung ihrer Währung Interventionen in Betracht ziehen könnte. In Korea leiteten die Behörden eine Untersuchung über die Einhaltung der



<sup>1</sup> Geometrischer gewichteter Durchschnitt von 60 bilateralen nominalen Wechselkursen; Gewichte basierend auf Aussenhandel 2008–10.  
<sup>2</sup> Vertikale Linien: Beginn der zweiten (3. November 2010) bzw. dritten (13. September 2012) Runde der Wertpapierankäufe durch die Federal Reserve. <sup>3</sup> Von S&P Goldman Sachs. <sup>4</sup> Index der von 3-monatigen Optionen am Geld implizierten Volatilität, gewichtet nach Marktumsätzen.

Quellen: Bloomberg; Datastream; JP Morgan Chase.

Beschränkungen der Devisenpositionen von Banken ein, die bei einer Aufwertung der Landeswährung profitieren würden. Darüber hinaus verschärfen sie die Limits auf die Positionen der Banken in Währungsderivaten. All diese Massnahmen gingen in der Regel mit stabileren Währungen einher, wie die durch Optionen implizierte Volatilität zeigte (Grafik 5 rechts).

## Rückgang einiger bedeutender Abwärtsrisiken stützt Vermögenspreise ebenfalls

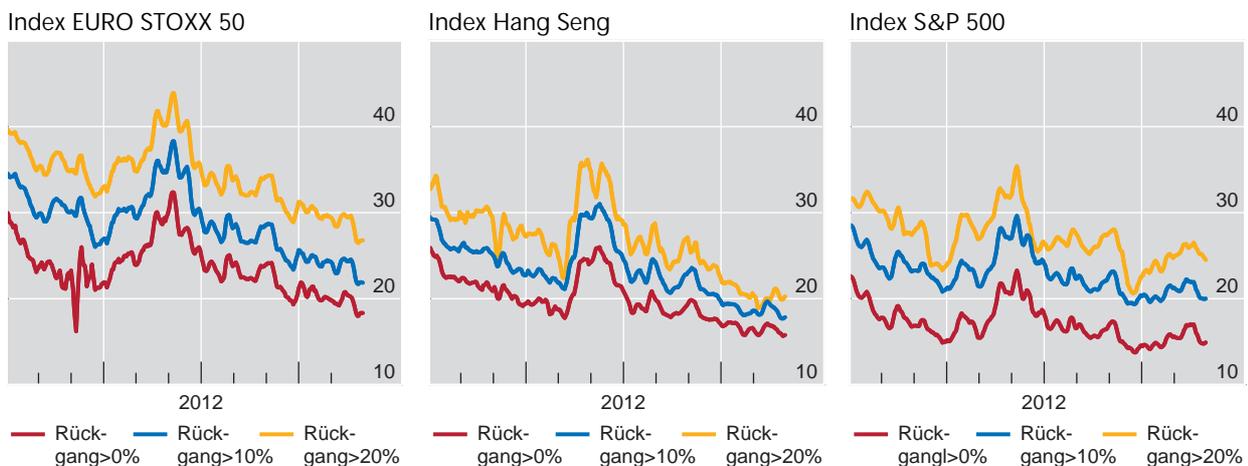
Die Preise für Vermögenswerte wurden im Berichtszeitraum auch durch die Einschätzung gestützt, dass einige bedeutende Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft abgenommen hätten. Insbesondere die Aussicht auf eine Verschärfung der Krise im Euro-Raum in naher Zukunft schien nach der Ankündigung neuer Massnahmen geringer. Auch die Gefahr eines erheblichen und länger anhaltenden Wachstums- einbruchs in China schien zu schwinden, nachdem im Oktober unerwartet positive Wirtschaftsdaten veröffentlicht worden waren. Das Risiko einer abrupten Straffung der US-Finanzpolitik ab Beginn des Jahres 2013 blieb indes bestehen und erhöhte sich einigen Beobachtern zufolge sogar, als nach den Wahlen auf Bundesebene erneut politische Machtverhältnisse bestanden, die für Pattsituationen anfällig sind.

Die Veränderungen der Preise von Optionen, die als Absicherung gegen Einbrüche von Aktienkursen dienen, stützten die Einschätzung der Entwicklung dieser Risiken (Grafik 6). Die Kosten für die Absicherung gegen Einbrüche des Index EURO STOXX 50 von 20% oder mehr, ein möglicher Hinweis auf eine grosse Wirtschaftskrise im Euro-Raum, gingen in den drei Monaten ab Anfang September

## Kosten einer Absicherung gegen sinkende Aktienindizes<sup>1</sup>

Implizite Volatilität; Prozent

Grafik 6



<sup>1</sup> Prämie für eine Absicherung gegen einen Rückgang von Aktienindizes im Verlauf von drei Monaten gegenüber den 3-monatigen Terminpreisen, angegeben als die implizite Volatilität, die diesen Prämien gemäss Black-Scholes-Optionspreisformel entspricht. Eine höhere implizite Volatilität entspricht einer höheren Prämie.

Quelle: Bloomberg.

zurück, wobei allerdings der Preis für die Absicherung gegen kleinere Preisrückgänge in vergleichbarem Umfang fiel. Die Kosten einer Absicherung gegen einen starken Einbruch des Hang-Seng-Index – zu dem es kommen könnte, wenn sich das chinesische Wirtschaftswachstum drastisch verlangsamen würde – sanken ebenfalls. Der Preis für die Absicherung gegen kleinere Preisrückgänge ging weniger stark zurück. Demgegenüber war ein gewisser Anstieg der Kosten für die Absicherung gegen einen Einbruch des S&P 500 von 20% oder mehr, der mit einer abrupten Straffung der US-Finanzpolitik einhergehen könnte, zu verzeichnen. Dieser Anstieg war etwas stärker als derjenige der Kosten für eine Absicherung gegen kleinere Preisrückgänge.

Im Euro-Raum verliehen die Pläne der EZB, Staatsanleihen anzukaufen, den Märkten für Schuldtitel beträchtlichen Auftrieb und stützten generell die Finanzmärkte. Nachdem EZB-Präsident Mario Draghi bereits am 26. Juli in einer Rede in London auf solche Pläne angespielt hatte, gab der EZB-Rat am 6. September Einzelheiten bekannt. Die EZB würde von Staaten des Euro-Raums begebene Anleihen mit Restlaufzeiten von 1–3 Jahren ankaufen und dabei eine gleichrangige Behandlung wie andere Gläubiger akzeptieren, sofern sich diese Staaten vorweg bereit erklärten, sich einem wirtschaftlichen Anpassungsprogramm zu unterziehen. Die Renditen auf Anleihen finanziell angeschlagener Staaten des Euro-Raums gingen in der Folge zurück, nachdem sie bereits nach Draghis Rede beträchtlich gefallen waren, insbesondere die Renditen von Anleihen mit Laufzeiten, die für einen Ankauf in Frage kamen (Grafik 7).

Die spanischen Anleiherenditen zogen jedoch bald wieder an, und zwar im Zusammenhang mit Aufwärtskorrekturen des Haushaltsdefizits 2011 und des erwarteten Haushaltsdefizits 2012, mit der Klarstellung, dass europäische Gelder für die Finanzierung bisheriger Hilfsprogramme für Banken nicht zur Verfügung stehen würden, und mit Unabhängigkeitsplänen des Präsidenten Kataloniens. Im Gegensatz dazu verharrten die Renditen italienischer Anleihen auf einem viel tieferen Niveau,

und die Regierung setzte im Oktober Schuldtitel im höchsten je für eine einzelne europäische Emission verzeichneten Umfang ab.

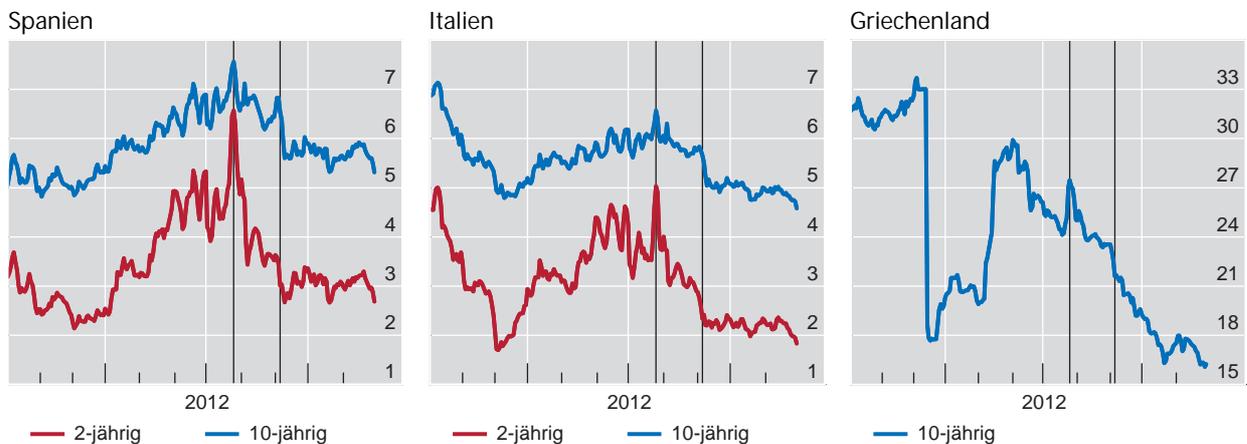
In Griechenland, wo die Regierung schliesslich weitere Kreditzahlungen aus dem IWF-/EU-Hilfsprogramm erhielt, legten die Preise von Vermögenswerten besonders stark zu. Diese Zahlungen waren eigentlich im September fällig gewesen, doch Griechenland geriet mit der Erfüllung einiger wirtschaftlicher Zielvorgaben des Programms in Rückstand. Die Regierung handelte daraufhin ein angepasstes Programm aus, das u.a. tiefere und spätere Zahlungen für die Staatsschulden Griechenlands, die Überweisung der vom Eurosystem aus seinen Positionen in griechischen Staatsanleihen erzielten Gewinne an Athen und Pläne für einen Rückkauf von Staatsanleihen privater Gläubiger vorsah. Presseberichten zufolge hatten viele Hedge-Fonds mit diesem Ergebnis gerechnet und daher im Voraus griechische Anleihen gekauft. Dies trug dazu bei, dass die Renditen in den drei Monaten bis Anfang Dezember sanken (Grafik 7 rechts). Im selben Zeitraum legte der Aktienindex der Athener Börse um nahezu ein Drittel zu.

Auch in den Kapitalflüssen schien sich die Einschätzung widerzuspiegeln, dass eine Verschärfung der Krise im Euro-Raum weniger wahrscheinlich war. Da die Anleger das Risiko einer Währungsumstellung als geringer erachteten<sup>2</sup>, verzeichneten Spanien und Italien im September Nettozuflüsse bei den Portfolioinvestitionen. Gleichzeitig verlangsamten oder stabilisierten sich die Abflüsse von

## Renditen von Staatsanleihen des Euro-Raums

Prozent

Grafik 7



Vertikale Linien: 25. Juli bzw. 5. September. Das erste dieser Daten lieferte die letzten Schlussrenditen, bevor EZB-Präsident Draghi erklärte, die EZB werde alles tun, um den Euro zu erhalten; am zweiten Datum gab die EZB Einzelheiten zu ihren Plänen für geldpolitische Outright-Geschäfte bekannt.

Quelle: Bloomberg.

<sup>2</sup> Ein Anzeichen dafür war beispielsweise die Verengung des Abstands zwischen den Renditen von mehreren in Euro denominierten Anleihen, die von italienischen Staatsunternehmen nach internationalem Recht begeben wurden, und den Renditen von Anleihen mit ähnlichen Laufzeiten, die von der italienischen Regierung nach nationalem Recht begeben wurden (s. Kasten 2 des Features „Verbesserungen der BIZ-Statistiken über den Absatz von Schuldtiteln“ in diesem Quartalsbericht). Die Preise für Wettverträge auf [www.intrade.com](http://www.intrade.com) liessen dies ebenfalls vermuten: Bei diesen Verträgen käme es zu einer Auszahlung, wenn irgendein Land des Euro-Raums bis zu einem bestimmten Datum seine Absicht bekunden würde, aus dem Euro auszutreten.

Einlagen und anderen Finanzmitteln aus Banken in diesen Ländern (Grafik 8 links und Mitte). Separate Daten zeigen, dass die Einlagen in diesen Banken auch im Oktober stabil blieben. Ein Teil der Nettokapitalzuflüsse Spaniens und Italiens kam wahrscheinlich aus Deutschland, da die Forderungen der Deutschen Bundesbank gegenüber der EZB, die aus Nettozahlungen anderer Länder des Euro-Raums stammten, zurückgingen. Umgekehrt gingen auch die Verbindlichkeiten der spanischen und der italienischen Zentralbank gegenüber der EZB – entstanden durch Nettozahlungen an andere Länder des Euro-Raums – zurück. Diese Veränderungen standen im Widerspruch zum Trend des Vorjahres (Grafik 8 rechts).

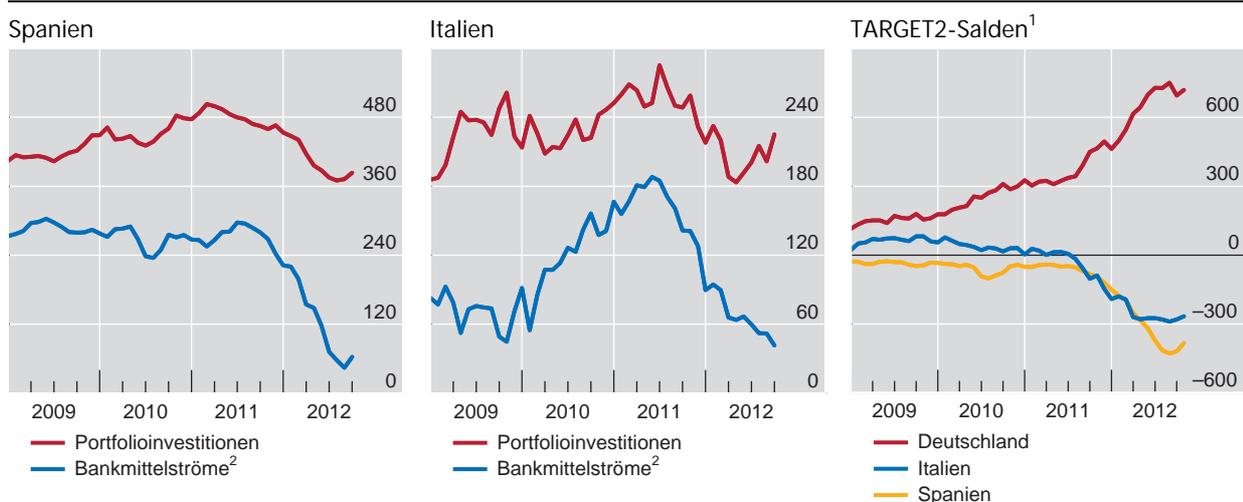
Trotz dieser erneuten Unterstützung für die finanziell angeschlagenen Länder des Euro-Raums blieben die Renditen der von den finanziell stärkeren Staaten begebenen Anleihen im Wesentlichen unverändert. Die Renditen der 2-jährigen Staatsanleihen von Deutschland, Frankreich und den Niederlanden blieben nahe null, während sich die Renditen der 10-jährigen Anleihen dieser Länder ebenfalls auf historisch sehr tiefem Niveau bewegten. Dass Moody's Frankreich das Bonitätsrating AAA entzog, wirkte sich kaum auf diese Renditen aus.

Die Finanzmärkte wurden ferner durch Nachrichten gestützt, wonach ein erheblicher und länger anhaltender Rückgang des Wirtschaftswachstums in China weniger wahrscheinlich sei. Die Befürchtung, in China werde es eine „harte Landung“ geben, wurde insbesondere durch eine Erholung der Industrieproduktion und des Exportwachstums im Oktober sowie die Ergebnisse einer Umfrage bei Einkaufsmanagern beschwichtigt. Dadurch verringerte sich das wahrgenommene Ausfallrisiko für Vermögenswerte, die für eine starke Konjunkturabkühlung anfällig sind, wie beispielsweise Bankkredite. Folglich entwickelten sich die Kurse von chinesischen Bankaktien in den drei Monaten bis Anfang Dezember besser als die Aktienkurse von Nichtbanken.

## Grenzüberschreitende Kapitalströme und TARGET2-Salden von ausgewählten Ländern des Euro-Raums<sup>1</sup>

Mrd. Euro

Grafik 8



<sup>1</sup> Kumulierte Nettozuflüsse seit Beginn der Währungsunion sowie Nettoforderungen nationaler Zentralbanken an die EZB, die den kumulierten Nettokäufen von Gütern und Vermögenswerten durch Gebietsansässige des jeweiligen Landes entsprechen, die über das Echtzeit-Bruttoabwicklungssystem TARGET2 abgewickelt wurden. <sup>2</sup> Sämtliche Kapitalbewegungen im Finanzierungskonto der Zahlungsbilanz, die nicht Direktinvestitionen, Portfolioinvestitionen und Anlagen in Derivaten entsprechen, ohne Kapitalbewegungen der Zentralbank. Es handelt sich dabei vorwiegend um Einlagen, Kredite und Repo-Geschäfte.

Quellen: Deutsche Bundesbank; Banca d'Italia; Banco de España; Datastream; Berechnungen der BIZ.

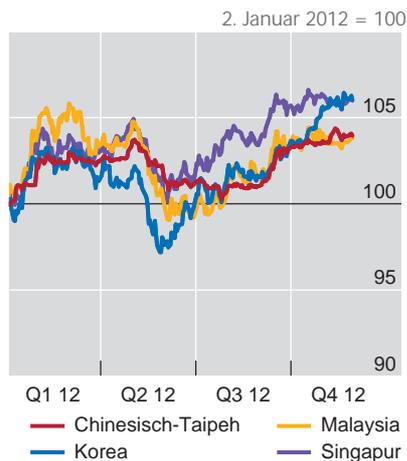
Obwohl bedeutende Abwärtsrisiken als weniger hoch eingeschätzt wurden, griffen die Effekte eines sich abschwächenden Wirtschaftswachstums in China dennoch auf andere – insbesondere asiatische – aufstrebende Volkswirtschaften über. In Asien hatte sich die Bedeutung von China für die Anleger in mehreren Volkswirtschaften der Region bereits an den Wechselkursschwankungen 2012 gezeigt. Vor allem die Wechselkurse der stark von Exporten nach China abhängigen Volkswirtschaften hatten sich praktisch im Gleichschritt entwickelt. Dies lässt darauf schließen, dass diese Wechselkurse weitgehend durch Nachrichten aus China beeinflusst werden. Die Wechselkurse der weniger stark von China abhängigen Volkswirtschaften hingegen hatten sich autonomer entwickelt (Grafik 9 links und Mitte). Darüber hinaus schnitten die Aktienindizes der aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, die stärker von den Exporten nach China abhängig sind, in den drei Monaten ab Anfang September schlechter ab als die Aktienindizes der weniger stark von China abhängigen Volkswirtschaften. Gleichzeitig schienen nicht asiatische Aktienindizes weniger stark unter dem Einfluss von Nachrichten aus China zu stehen (Grafik 9 rechts).

Doch nicht alle kurzfristigen wirtschaftlichen Risiken verringerten sich. Dies gilt insbesondere für die USA. Dort hielt die Regierung an ihrer Absicht fest, das Haushaltsdefizit ab Anfang 2013 um rund 4% des BIP zu senken, wodurch das Land nach Meinung der meisten Ökonomen in eine Rezession abgleiten würde. Die Unsicherheit darüber, ob und wie diese fiskalische Belastung abgefedert werden würde, drückte auf die Kurse bestimmter Aktien. Vor allem die Kurse von Aktien mit hohen Dividendenrenditen und Aktien der Rüstungsindustrie gaben gegenüber dem US-Gesamtmarkt nach. Solche Aktien leiden besonders unter höheren Dividendensteuern bzw. Ausgabenkürzungen (Grafik 10 links). Die finanzpolitische

Wechselkurse und Aktienindizes aufstrebender Volkswirtschaften Asiens

Grafik 9

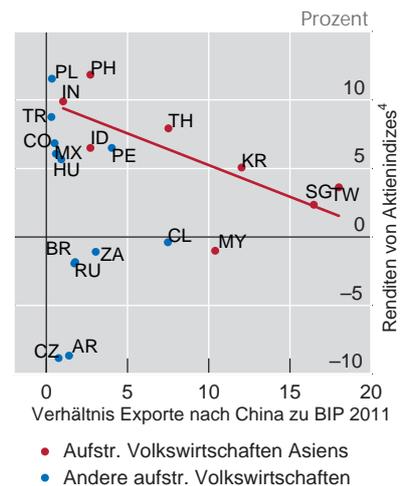
Wechselkurse – starke Abhängigkeit von China<sup>1,2</sup>



Wechselkurse – geringe Abhängigkeit von China<sup>1,3</sup>



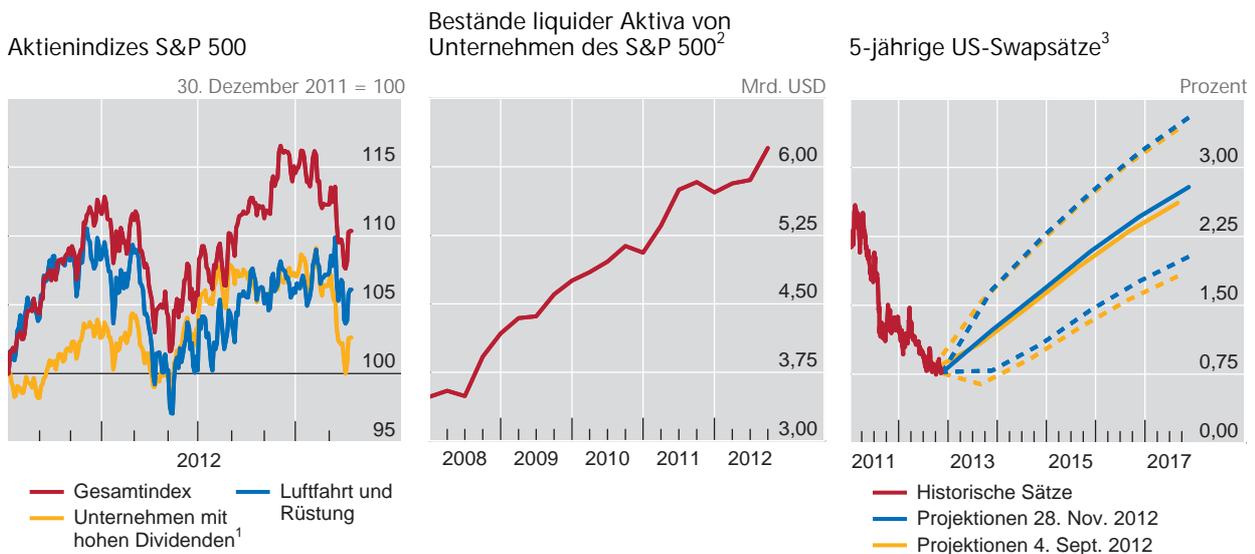
Renditen von Aktienindizes



AR = Argentinien; BR = Brasilien; CL = Chile; CO = Kolumbien; CZ = Tschechische Republik; HU = Ungarn; ID = Indonesien; IN = Indien; KR = Korea; MX = Mexiko; MY = Malaysia; PE = Peru; PH = Philippinen; PL = Polen; RU = Russland; SG = Singapur; TH = Thailand; TW = Chinesisch-Taipeh; TR = Türkei; ZA = Südafrika.

<sup>1</sup> US-Dollar pro Einheit der Landeswährung; ein Anstieg zeigt eine Aufwertung gegenüber dem US-Dollar an. <sup>2</sup> Länder, die 2011 gegenüber China Exportquoten gemessen am BIP von über 10% aufwiesen. <sup>3</sup> Länder, die 2011 gegenüber China Exportquoten gemessen am BIP von weniger als 10% aufwiesen. <sup>4</sup> In US-Dollar gerechnet; Zeitraum Ende August bis Anfang Dezember 2012.

Quellen: IWF, *Direction of Trade Statistics*, *World Economic Outlook*; Bloomberg; Datastream.



<sup>1</sup> Index der 50 Unternehmen, die die höchsten Dividendenrenditen zahlen. <sup>2</sup> Durchschnitt der Bestände aller Unternehmen an Barmitteln und marktfähigen Wertpapieren. <sup>3</sup> Die Projektionen in der Mitte (durchgezogene Linien) sind Terminpreise, die Projektionen oben und unten (gestrichelte Linien), die rund 70% sämtlicher Zinsmöglichkeiten umfassen, werden aus der Volatilität von Swaptions abgeleitet.

Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Unsicherheit veranlasste US-Unternehmen zudem, mehr Liquidität vorzuhalten, u.a. in Form von Bankeinlagen und marktfähigen Wertpapieren (Grafik 10 Mitte). Dies erhöhte den Abwärtsdruck auf die Renditen dieser Anlagen noch. Dennoch hatte diese kurzfristige Unsicherheit in der Zeit von Anfang September bis Ende November praktisch keine Auswirkungen auf die künftige Entwicklung der durch die Preise von Derivaten implizierten mittelfristigen US-Zinsen (Grafik 10 rechts). Dies lässt vermuten, dass die Anleger zuversichtlich blieben, dass die Regierung ihre Verschuldung letztlich erfolgreich abbauen würde.

## Zusammenfassung

Die Preise von Vermögenswerten stiegen im Allgemeinen von Anfang September bis Anfang Dezember, u.a. dank weiterer geldpolitischer Lockerungen und der Einschätzung, einige bedeutende kurzfristige Abwärtsrisiken hätten sich verringert. Dennoch blieben erhebliche längerfristige Risiken für künftige Bewertungen von Vermögenswerten bestehen. Dazu zählen Risiken im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum, mit der Finanzpolitik in den USA und mit den verhaltenen Aussichten für das globale Wirtschaftswachstum. Doch die durch Aktienoptionen implizierte Volatilität – auch diejenige mit einem längeren Zeithorizont – fiel beinahe wieder auf die historischen Tiefstände Mitte der 2000er Jahre. Ebenso erschienen die Preise einiger Vermögenswerte im historischen Vergleich allmählich hoch, gemessen an Indikatoren ihres Risikograds. Beispielsweise fielen die Spreads auf hochrentierende Unternehmensanleihen weltweit auf das Niveau von Ende 2007. Allerdings lag die Ausfallrate für diese Anleihen bei rund 3%, während sie Ende 2007 näher bei 1% gelegen hatte. Dasselbe traf auch auf die

Spreads auf Investment-Grade-Unternehmensanleihen zu. In diesem Fall betrug die Ausfallrate aber etwas mehr als 1%, nachdem sie Ende 2007 bei rund 0,5% gelegen hatte. Zahlreiche Anleiheanleger sagen denn auch aus, dass sie sich weniger gut für Risiken entschädigt fühlten als früher. Sie hätten jedoch kaum Alternativen, da die Verzinsung von Bankeinlagen vielfach nahe null liege und das Angebot sonstiger risikoarmer Anlagen rückläufig sei.