

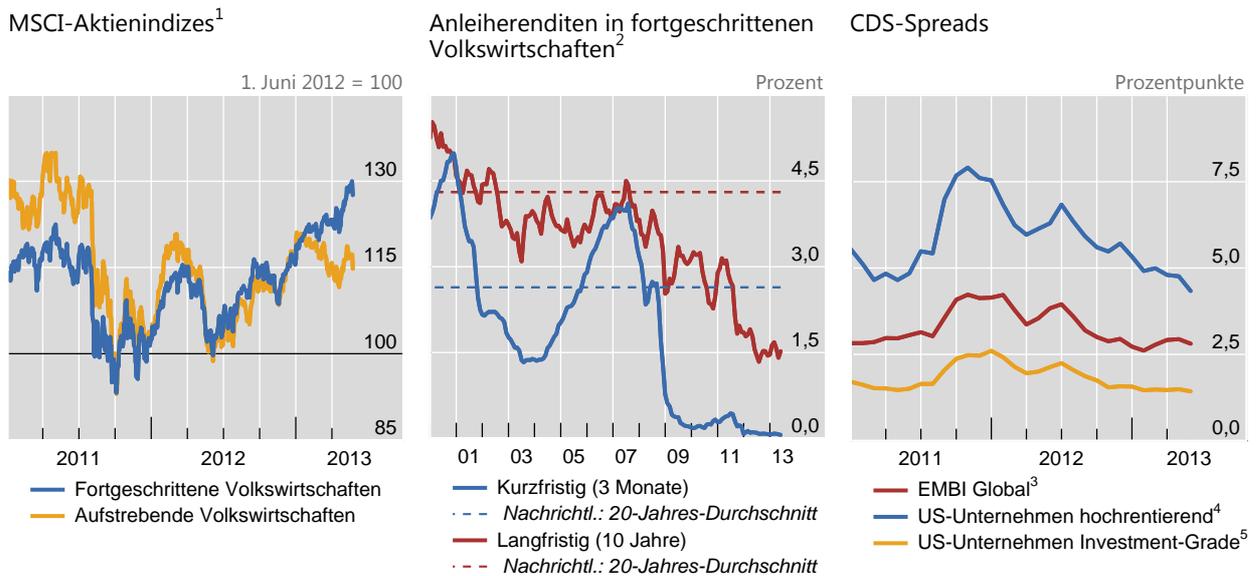
## Märkte im Bann der geldpolitischen Lockerung<sup>1</sup>

Risikobehaftete Vermögenswerte setzten ihre Rally fort, da die nach wie vor expansive Geldpolitik dazu beitrug, dass die Marktteilnehmer Anzeichen einer weltweiten Konjunkturabkühlung ausblendeten. Die Welle negativer Wirtschaftsnachrichten von Mitte März bis Mitte April vermochte den Aufwärtstrend der Aktienkurse in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nicht zu brechen. Hingegen belastete die Unsicherheit in Bezug auf das Wirtschaftswachstum die Rohstoffpreise, und die Aktien aufstrebender Volkswirtschaften entwickelten sich weiterhin unterdurchschnittlich (Grafik 1 links). Eine weitere geldpolitische Lockerung, auf die Anfang Mai sogleich bessere Aussichten für die US-Wirtschaft folgten, hellte die Marktstimmung auf und trieb die bedeutendsten Aktienindizes auf neue Höchststände.

Die wichtigsten Zentralbanken lockerten ihre bereits akkommodierende Geldpolitik, durch welche die nominalen Renditen auf ein Rekordtief gefallen waren, weiter (Grafik 1 Mitte). Anfang Mai senkte die EZB ihren Leitzins, und die Federal Reserve machte Ankündigungen im Rahmen der zukunftsgerichteten Zinsorientierung („forward guidance“), während sie gleichzeitig ihre Entschlossenheit zu weiteren Ankäufen von Vermögenswerten bekräftigte. Im Monat davor hatte die Bank of Japan die Märkte mit einem ehrgeizigen neuen Rahmenprogramm zur geldpolitischen Lockerung überrascht. Die Ankündigung führte zu starken Kursbewegungen am Markt für japanische Staatsanleihen, da die Anleger die Auswirkungen staatlicher Ankäufe auf die Renditen gegen die Inflationsaussichten abwogen.

Diese neue Phase akkommodierender Geldpolitik in den wichtigsten Währungsräumen wirkte sich auf die Finanzmärkte auf der ganzen Welt aus. Die Aussicht auf niedrige Renditen an den wichtigsten Anleihemärkten trug dazu bei, dass die Anleger auf ihrer Suche nach Rendite in europäische Anleihen geringerer Bonität, Papiere aufstrebender Volkswirtschaften und Unternehmensanleihen investierten. Dadurch sanken die Spreads sogar noch weiter, während der Absatz in riskanteren Segmenten des Kreditmarkts zunahm (Grafik 1 rechts). Reichlich vorhandene Liquidität und niedrige Volatilität sorgten für ein Umfeld, welches das Eingehen von Risiken und Carry-Trades begünstigte.

<sup>1</sup> Dieser Artikel wurde von der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ verfasst. Fragen zu diesem Artikel können an Andreas Schimpf ([andreas.schimpf@bis.org](mailto:andreas.schimpf@bis.org)), Masazumi Hattori ([masazumi.hattori@bis.org](mailto:masazumi.hattori@bis.org)) und Goetz von Peter ([goetz.von.peter@bis.org](mailto:goetz.von.peter@bis.org)) gerichtet werden, Fragen zu Daten und Grafiken an Agne Subelyte ([agne.subelyte@bis.org](mailto:agne.subelyte@bis.org)) und Jhuvesh Sobrun ([jhuvesh.sobrun@bis.org](mailto:jhuvesh.sobrun@bis.org)).



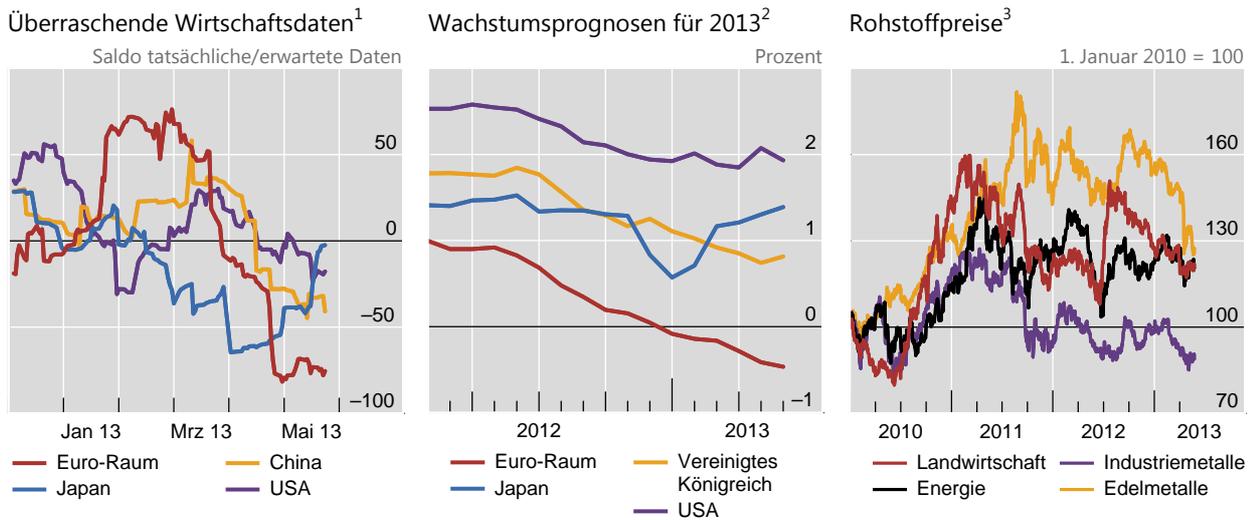
<sup>1</sup> Aggregierte Daten berechnet von MSCI. <sup>2</sup> Basierend auf Monatsdurchschnitten der täglichen Nominalzinssätze; gewichteter Durchschnitt des Euro-Raums, Japans, der USA und des Vereinigten Königreichs auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von 2005. <sup>3</sup> Bereinigte Spreads gemäss dem EMBI Global Composite Index von JPMorgan Chase. <sup>4</sup> Optionsbereinigte Spreads gemäss dem US High Yield Master II Index von Bank of America Merrill Lynch. <sup>5</sup> Optionsbereinigte Spreads gemäss dem US Corporate Master Index von Bank of America Merrill Lynch.

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

## Erholung der Aktienmärkte trotz Unsicherheit über das Wachstum weltweit

Nach Monaten des Optimismus veranlasste eine Reihe negativer Überraschungen im März die Marktteilnehmer, die Aussichten für die globale Wirtschaft neu zu beurteilen (Grafik 2 links). Die US-Beschäftigungszahlen (ohne Agrarsektor) und andere Indikatoren deuteten auf eine allgemeine Verlangsamung des Wachstums in der grössten Volkswirtschaft der Welt hin. Ähnliche Entwicklungen der US-Zahlen in den letzten Jahren hatten die Märkte selbst für kleinste Hinweise auf eine Verlangsamung sensibilisiert. Aufgrund schwächerer Einkaufsmanagerindexdaten rechneten die Marktteilnehmer mit einer anhaltenden Konjunkturabkühlung in Europa (Grafik 2 Mitte). Die Anzeichen einer Wachstumsverlangsamung in China, zu denen noch eine Ratingherabstufung hinzukam, verstärkten die Wachstumssorgen noch. Anfang Mai wurde diese Besorgnis von Korrekturen der US-Daten und einer Reihe positiver Nachrichten verdrängt; gegen Ende Mai folgten weitere uneinheitliche Signale hinsichtlich des globalen Wirtschaftswachstums.

In dieser Phase wurden die Aktien aufstrebender Volkswirtschaften und die Rohstoffmärkte von den weltweit unsicheren Wachstumsaussichten belastet. Die Rohstoffpreise fielen, da die makroökonomischen Daten in den meisten Fällen unerwartet schlecht ausfielen (Grafik 2 rechts). Der alle Rohstoffe umfassende Index verlor im April 7%, und die Erdölpreise sanken zum ersten Mal seit einem Jahr unter die Marke von \$ 100 pro Barrel. Bei den Industriemetallen gab Kupfer am



<sup>1</sup> Die „Economic Surprise“-Indizes der Citigroup werden definiert als die gewichtete Summe der Datenüberraschungen (tatsächlich publizierte Daten gegenüber Medianwert der erwarteten Daten gemäss Bloomberg-Erhebung). Ein positiver Wert gibt an, dass die publizierten Wirtschaftsdaten per saldo über den Erwartungen liegen. Die Indizes werden täglich, mithilfe eines gleitenden Drei-Monats-Fensters, neu berechnet. <sup>2</sup> Prognosemittelwert für das Wachstum des realen BIP im Jahr 2013, gewonnen aus Prognosen verschiedenen Datums in den auf der horizontalen Achse aufgeführten Jahren. <sup>3</sup> Rohstoffindizes S&P Goldman Sachs (GSCI).

Quellen: Bloomberg; Citigroup; Consensus Economics; Datastream.

deutlichsten nach, während bei den Edelmetallen der Goldpreis innerhalb von zwei Tagen so stark einbrach wie seit 30 Jahren nicht mehr. Die erneuten Wachstumssorgen führten auch in einigen Aktienmarktsegmenten zu einer vorübergehenden Korrektur. Von Mitte März bis Mitte April schnitten Aktien zyklischer Branchen, deren Gewinne in der Regel konjunktursensitiver sind, schlechter ab als diejenigen zyklusunabhängiger Sektoren (Grafik 3 links). Zyklusunabhängige Aktien werfen normalerweise solide Dividenden ab, was in einem Umfeld niedriger Renditen und unsicheren Wachstums von vielen Anlegern sehr geschätzt wird.

Doch die Aktienmärkte liessen sich nicht lange von der Unsicherheit beeinflussen und legten weiter zu, da die Anleger davon ausgingen, dass auf die schwachen Fundamentaldaten eine weitere Lockerung der Geldpolitik folgen würde. Der S&P 500 verzeichnete kurz nacheinander mehrere historische Höchststände – zum ersten Mal am 11. April, danach mehrmals im Mai. Auch die europäischen Börsen hielten sich angesichts der negativen Wirtschaftsnachrichten und der politischen Unsicherheit gut (Grafik 3 Mitte). Der japanische Aktienmarkt legte im gesamten Berichtszeitraum dank der Aussicht auf massive geldpolitische Stützungsmaßnahmen stetig zu. Der rasante Kursanstieg machte die Aktienbewertungen anfällig für Stimmungsumschwünge am Markt. Ein Beispiel dafür war der Einbruch von 7% am 23. Mai, der durch schwache Daten des chinesischen Einkaufsmangerindex für das verarbeitende Gewerbe und eine mögliche Verlangsamung der Ankäufe von Vermögenswerten durch die Federal Reserve ausgelöst wurde. Europäische Aktienindizes gaben am selben Tag um 2–3% nach. Vor diesem Hintergrund blieb die Volatilität – in Anbetracht der grossen Bandbreite möglicher Entwicklungen der Geldpolitik und der Fundamentaldaten in verschiedenen Teilen der Welt – an vielen Märkten gedämpft (Grafik 3 rechts).



<sup>1</sup> Kumulierte Veränderung der Marktkapitalisierung seit 1. Juni 2012. Zyklische Sektoren: Öl und Gas, Rohstoffe, Industrie, Finanzunternehmen. Zyklusunabhängige Sektoren: Konsumgüter, Dienstleistungen, Telekommunikation, Versorgungsunternehmen.

Quelle: Bloomberg.

## Geldpolitik rückt in den Mittelpunkt

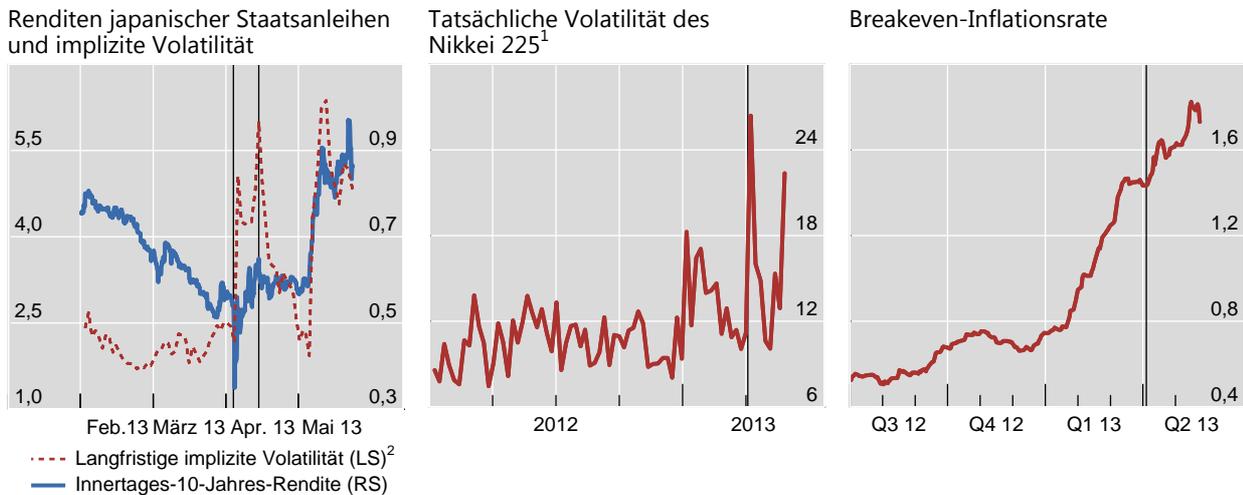
Die Zentralbanken lockerten ihre bereits akkommodierende Geldpolitik noch weiter. Im April stellte die Bank of Japan ihr neues Rahmenprogramm zur geldpolitischen Lockerung vor, und im Mai senkte die EZB ihren Leitzins auf 0,5%, während die Federal Reserve den Märkten versicherte, dass sie auch künftig Ankäufe von Vermögenswerten tätigen und den US-Tagesgeldsatz auf niedrigem Niveau belassen werde. Das Vereinigte Königreich und die Schweiz änderten ihren geldpolitischen Kurs nicht. In der Folge senkten einige Zentralbanken – teilweise als Reaktion auf die Lockerung der Geldpolitik in den wichtigsten Währungsräumen – ihre Leitzinsen, unter anderem die Zentralbanken von Australien, Dänemark, Indien, Israel, Korea, Mexiko, Polen und der Türkei.

Der Kurswechsel in der Geldpolitik Japans war im Berichtszeitraum das dominierende Thema an den Finanzmärkten. Am 4. April gab die Bank of Japan ein neues Rahmenprogramm bekannt, um das Inflationsziel von 2% in rund zwei Jahren zu erreichen (Kasten 1). Unmittelbar nach der Ankündigung legten die Aktienkurse zu, und der Yen wertete ab. Gleichzeitig wurden die Kurse japanischer Staatsanleihen extrem volatil, da die Anleger die Auswirkungen des unerwarteten Umfangs künftiger Ankäufe japanischer Staatsanleihen auf die gesamte Renditenstrukturkurve verarbeiten mussten. Am 5. April fiel die Rendite der 10-jährigen Referenzanleihe auf einen Tiefstand von 32 Basispunkten, bevor sie innerhalb eines einzigen Handelstages wieder auf ein doppelt so hohes Niveau anstieg. Dieser Volatilitätsschub japanischer Staatsanleihen spiegelte die beträchtliche Unsicherheit bezüglich der künftigen Auswirkungen des geldpolitischen Kurswechsels auf den Markt wider und wurde durch einen Rückgang der Marktliquidität noch verstärkt. Daraufhin führte die Bank of Japan

## Auswirkungen der Ankündigung der Bank of Japan auf die Märkte

Prozent

Grafik 4



Vertikale Linien: Ankündigung durch die Bank of Japan des neuen geldpolitischen Rahmenprogramms (4. April 2013, alle Felder) sowie des revidierten Ankaufprogramms für japanische Staatsanleihen als Reaktion auf Gespräche mit Marktteilnehmern (18. April 2013, linkes Feld).

<sup>1</sup> Wochendurchschnitt; tatsächliche Volatilität (p.a.), geschätzt mithilfe von in Fünf-Minuten-Intervallen aktualisierten Kursen. <sup>2</sup> Implizite Volatilität für Optionskontrakte auf Futures auf langfristige japanische Staatsanleihen.

Quellen: Bloomberg; Oxford-Man Institute; Berechnungen der BIZ.

einjährige Refinanzierungsgeschäfte durch, um für die Risikoübernahme der Marktteilnehmer eine stabile Finanzierungsquelle bereitzustellen. Zudem verbesserte sie die Kommunikation mit den Marktteilnehmern und überprüfte die Modalitäten ihrer Ankäufe japanischer Staatsanleihen. Dadurch ging die Volatilität am Markt für japanische Staatsanleihen zurück – zumindest vorübergehend (Grafik 4 links).

Der geldpolitische Kurswechsel beflügelte die japanischen Aktienkurse und führte zu einem sprunghaften Anstieg der Volatilität des Nikkei 225 (Grafik 4 Mitte). Die Aktienkursgewinne nach der Ankündigung waren veröffentlichten Daten der Tokioter Börse zufolge vorwiegend auf den Kaufdruck aus dem Ausland zurückzuführen. Dieselben Daten deuteten darauf hin, dass die inländischen Anleger Nettoverkäufer waren, wobei Gewinnmitnahmen und Verlustbegrenzung als Gründe genannt wurden. Bereits bei früheren Abwertungen des Yen war es am japanischen Aktienmarkt zu Nettokapitalzuflüssen gekommen. Deren Einfluss auf den Wert des Yen dürfte dadurch, dass die Anleger ihre Fremdwährungspositionen absicherten oder an den Derivatmärkten Positionen auf eine bestimmte Entwicklung eingingen, mehr als wettgemacht worden sein.

Ab Mitte Mai war an den Märkten für japanische Staatsanleihen eine weitere Phase hoher Volatilität zu beobachten. Die Renditen zogen kräftig an, als erneuter Verkaufsdruck von Privatanlegern auf ein geringes Handelsvolumen traf (Grafik 4 links). Nach dem geldpolitischen Kurswechsel begann die aus Anleihekursen abgeleitete erwartete Inflation – berechnet als die Differenz zwischen den nominalen Renditen und den Renditen inflationsindexierter japanischer Staatsanleihen mit ähnlicher Restlaufzeit – zu steigen (Grafik 4 rechts). Die Vorsicht der Anleger gegenüber dem potenziellen Inflationsrisiko und der Volatilität hatte zu einem Rückgang der Umsätze an den Märkten für japanische Staatsanleihen

geführt. Nachdem der Wechselkurs des Yen unter die psychologisch wichtige Marke von 100 Yen pro US-Dollar gefallen war, zogen die inländischen Aktienkurse vor diesem Hintergrund an und bestärkten die Erwartungen weiterer Umschichtungen vom Markt für japanische Staatsanleihen in die Aktienmärkte.

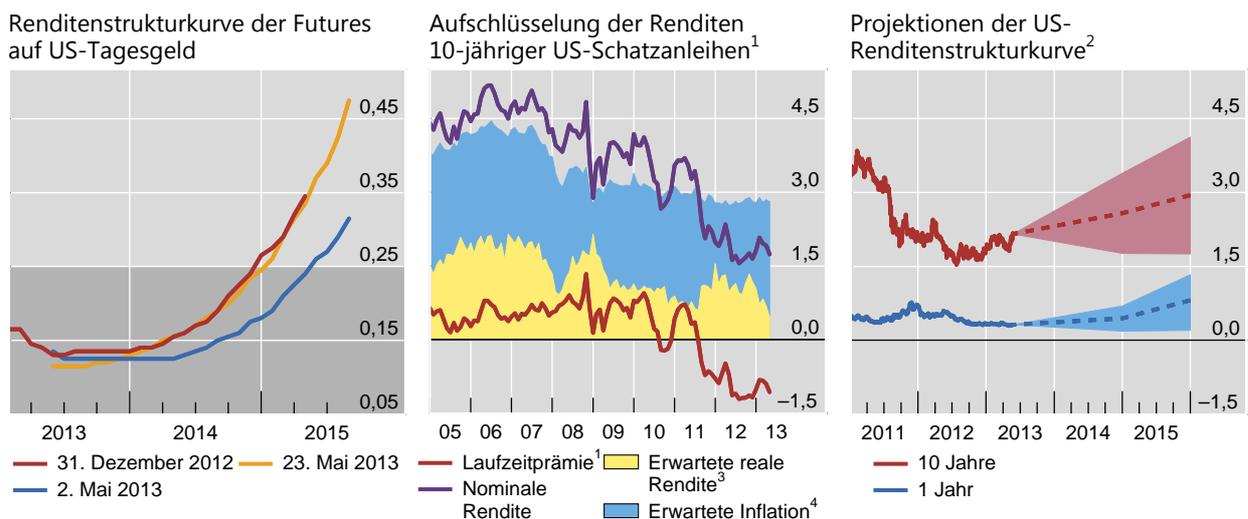
Die Märkte verfolgten auch die US-Geldpolitik sehr genau. Sie konzentrierten sich dabei auf die Ankäufe von Vermögenswerten und darauf, wie lange der Leitzins nahe null bleiben würde. Öffentliche Verlautbarungen von Vertretern der Federal Reserve, die über den Zeitplan eines Auslaufenlassens der Wertpapierankäufe nachdachten, führten wiederholt zu Marktturbulenzen. Dies verdeutlicht, in welchem Masse die Stimmung von der akkommodierenden Geldpolitik abhängt. Am 1. Mai bekräftigte der Offenmarktausschuss der Federal Reserve (FOMC) erneut, dass er beabsichtigte, die Ankäufe von Staatsanleihen und hypothekarisch unterlegten Schuldtiteln staatsnaher US-Körperschaften fortzusetzen und den US-Tagesgeldsatz bis zu einer deutlichen Verbesserung der Arbeitsmarktaussichten bei 0–0,25% zu belassen. Zwar waren bei den Ausgaben der privaten Haushalte, den Unternehmensinvestitionen und an den Wohnimmobilienmärkten Verbesserungen zu beobachten, doch war der FOMC der Meinung, die Fiskalpolitik bremse das Wirtschaftswachstum. Nach der Ankündigung flachte sich die Renditenstrukturkurve für US-Tagesgeld-Futures weiter ab. Gleichzeitig deuteten die Preise von Derivaten darauf hin, dass mit einem Ausbrechen des Tagesgeldsatzes aus der aktuellen Bandbreite bis spätestens Mai 2015 gerechnet wird (Grafik 5 links). Aufgrund neuer, besserer Arbeitsmarktzahlen hatte sich dieser Trend gegen Ende Mai wieder umgekehrt.

Die zukunftsgerichtete Zinsorientierung und die Ankäufe von Staatsanleihen trugen weiterhin zu ausserordentlich niedrigen langfristigen US-Zinssätzen bei. Eine

## Geldpolitische Erwartungen und Anleiherenditen

Prozent

Grafik 5



<sup>1</sup> Die Aufschlüsselung beruht auf einem kombinierten makroökonomischen und Fristenstrukturmodell. Siehe P. Hördahl, O. Tristani und D. Vestin, „A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics“, *Journal of Econometrics*, Vol. 131, 2006, S. 405–444, sowie P. Hördahl und O. Tristani, „Inflation risk premia in the term structure of interest rates“, *BIS Working Papers*, Nr. 228, Mai 2007. <sup>2</sup> Der Mittelwert der Projektionen beruht auf Terminalsätzen, die Projektionen oben und unten sind abgeleitet aus durch Swaptions implizierten Volatilitäten. <sup>3</sup> Durchschnittliche erwartete reale Rendite über die Laufzeit der Anleihe. <sup>4</sup> Durchschnittliche erwartete Inflation über die Laufzeit der Anleihe.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

Aufschlüsselung der 10-jährigen nominalen Renditen zeigt, dass der Rückgang der langfristigen Zinssätze weitgehend auf einen Rückgang der Laufzeitprämie – der Entschädigung für das Risiko, Vermögenswerte mit einer langen Laufzeit zu halten – zurückgeführt werden kann (Grafik 5 Mitte). Die Inflationserwartungen und die erwarteten kurzfristigen Realzinsen für den Zeithorizont von 10 Jahren blieben stabil. Aufgrund der unkonventionellen Massnahmen und der Flucht in Qualität ist die Laufzeitprämie seit Mitte 2011 von etwa +60 Basispunkten auf –90 Basispunkte gefallen. Künftig könnte eine negative Laufzeitprämie die Auswirkungen eines Zinsanstiegs auf die Anleihepreise genau dann verstärken, wenn die staatlichen Bestände an marktgängigen US-Schatztiteln so gross sind wie nie zuvor.

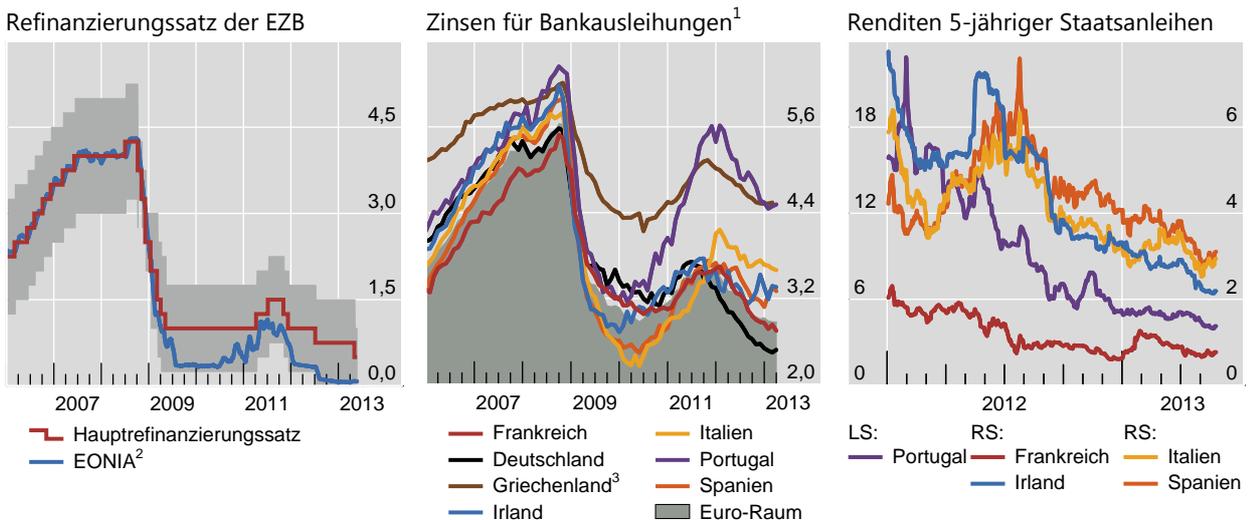
Langfristige US-Schatztitel wurden angesichts besserer US-Arbeitsmarktzahlen Anfang Mai abermals neu bewertet. Die Renditen 10-jähriger US-Schatztitel schnellten in der Zeit vom 2. bis zum 22. Mai um etwa 40 Basispunkte empor, wodurch den Anleihegläubigern ein Marktbewertungsverlust von rund 3,5% entstand. Nach den Terminzinssätzen von Mitte Mai zu urteilen, sollte die Rendite 10-jähriger US-Schatztitel bis Ende 2015 auf nahezu 3% steigen, wohingegen das kurze Ende der Kurve aufgrund der zukunftsgerichteten Zinsorientierung fest verankert blieb (Grafik 5 rechts). Folglich wurde damit gerechnet, dass die Renditenstrukturkurve in naher Zukunft noch steiler werden würde.

Am 2. Mai, dem Tag nach der Ankündigung der Federal Reserve, senkte die EZB ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 0,50%, nachdem sie ihn zehn Monate lang unverändert belassen hatte (Grafik 6 links). Dieser Schritt der EZB war angesichts des schwachen Wachstums und der verhaltenen Inflation bereits zuvor nahezu voll eingepreist worden. Da die Wirtschaftsleistung im Euro-Raum das fünfte Quartal in Folge rückläufig war, verlangsamte sich die jährliche Verbraucherpreisinflation im April auf 1,2%. Der EZB-Rat versprach zudem, die Refinanzierungsgeschäfte in Form

## Finanzierungsbedingungen in Europa

Prozent

Grafik 6



<sup>1</sup> Aggregierte Sätze für neu vergebene Kredite aller Laufzeiten und Beträge an private Haushalte für den Erwerb von Wohneigentum und an Nichtfinanzunternehmen; ungewichteter Durchschnitt. <sup>2</sup> Gleitender 30-Tage-Durchschnitt. <sup>3</sup> Griechenland: aggregierter Satz für ausstehende Kredite aller Laufzeiten und Beträge an private Haushalte für den Erwerb von Wohneigentum und an Nichtfinanzunternehmen; ungewichteter Durchschnitt.

Quellen: EZB; Markt; Berechnungen der BIZ.

von Mengentendern mit vollständiger Zuteilung so lange wie nötig – zumindest bis Mitte 2014 – fortzusetzen, um sicherzustellen, dass das Kreditwachstum nicht durch einen Mangel an Liquidität behindert wird.

Die Fragmentierung der Kreditmärkte in den Ländern des Euro-Raums war ein wichtiger Grund für die geldpolitischen Massnahmen der EZB. Zwar hatten sich die Differenzen bei den Finanzierungskonditionen von Banken im Euro-Raum seit 2012 verkleinert, doch war die EZB der Meinung, dass die Weitergabe der Leitzinsen an die Kreditzinsen von Banken in einigen Ländern nach wie vor schlecht funktionierte. Die Preise für Hypotheken privater Haushalte und für Kredite an Nichtfinanzunternehmen in Italien, Spanien und den kleineren Peripherieländern lagen nämlich weiterhin deutlich über denen, die von Banken in Deutschland und in Frankreich verrechnet wurden (Grafik 6 Mitte). Die jüngsten Erhebungen zum Kreditgeschäft deuteten zudem darauf hin, dass sich die Kreditvergabebedingungen in den Peripherieländern des Euro-Raums weiter verschärften, wenn auch langsamer. Ferner signalisierte die Umfrage bei kleinen und mittleren Unternehmen eine hohe Ablehnungsrate bei Kreditanträgen. Diese Entwicklungen veranlassten die EZB, sich mit der Europäischen Investitionsbank über mögliche Ansätze zur Förderung eines Marktes für forderungsunterlegte Wertpapiere zu beraten, die durch Kredite an Nichtfinanzunternehmen besichert sind.

## Auswirkungen auf Anleihe- und Devisenmärkte weltweit

Die neue Phase akkommodierender Geldpolitik in den wichtigsten Währungsräumen wirkte sich auf die Finanzmärkte rund um den Globus aus.

Von der Unterstützung durch die Zentralbanken profitierten die Finanzmärkte im gesamten Euro-Raum. Die Preise von Vermögenswerten vermochten sich gegen die negativen Nachrichten, wonach die Wirtschaftserholung weiter in die Ferne zu rücken schien, zu behaupten. Im Euro-Raum stiegen die Aktienkurse erneut auf ihren Rekordwert vom Januar, den höchsten Stand seit August 2011. Die Renditen von Staatsanleihen sanken weiter. Die Renditen 5-jähriger spanischer und italienischer Papiere fielen vor dem Hintergrund erfolgreicher Anleiheauctionen unter 3% (Grafik 6 rechts). Die CDS-Spreads auf europäische Unternehmensanleihen gingen ebenfalls zurück, selbst dann noch, als die makroökonomischen Daten negativ überraschten. In diesem günstigen Umfeld griff die Finanzkrise in Zypern in bemerkenswert geringem Mass auf andere Märkte über (Kasten 2).

Die europäischen Anleihemärkte profitierten zudem von der Lockerung der Geldpolitik im Ausland. Die Aussicht auf niedrige Renditen unter der neuen Geldpolitik Japans bestärkte die Markterwartungen, dass japanische Gelder auf der Suche nach Rendite schliesslich in ausländische Papiere fliessen würden, die japanischen Staatsanleihen sehr ähnlich sind. Europäische Staatsanleihen hoher Bonität, die gegenüber deutschen Bundesanleihen eine Zusatzrendite boten, legten am meisten zu. Insbesondere die 10-jährigen französischen und belgischen Staatsanleihen verzeichneten eine Rally: Innerhalb weniger Tage nach der Ankündigung der Bank of Japan verengten sich die Renditenspreads um etwa 20 Basispunkte.

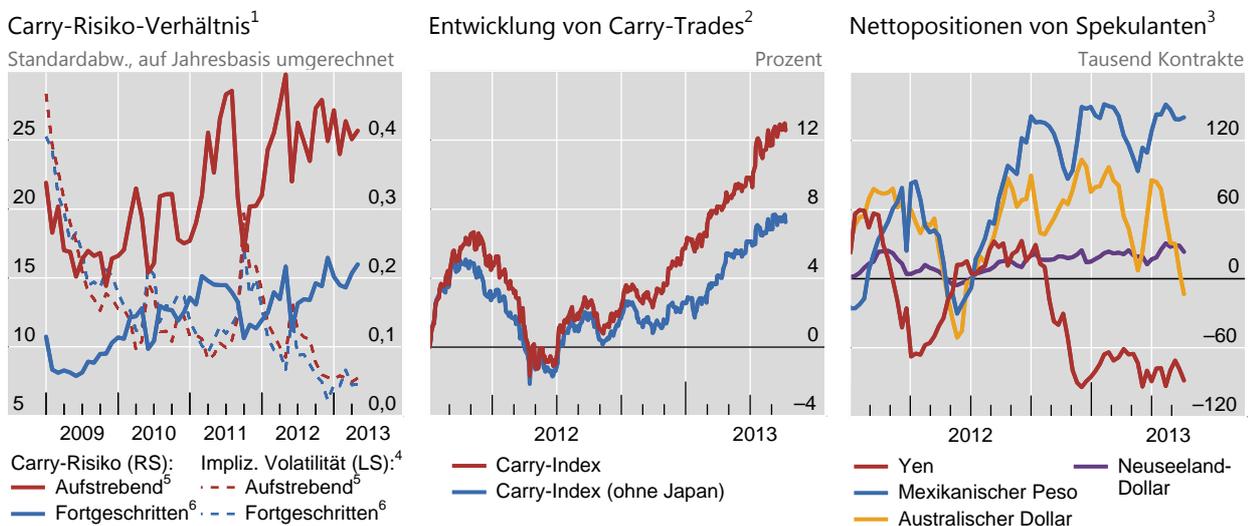
Die neuen geldpolitischen Stützungsmaßnahmen und reichlich vorhandene Liquidität in Reservewährungen trugen auch zu einer Zunahme des Spekulationsgeschäfts an den Devisenmärkten bei. Eine beliebte Strategie war der Carry-Trade,

bei dem Positionen in höher rentierenden Währungen mit Positionen in tiefer rentierenden Währungen finanziert werden. Das Carry-Risiko-Verhältnis, ein Mass für die risikobereinigten Ex-ante-Erträge aus Fremdwährungsanlagen, war in den letzten Monaten hoch, insbesondere bei den Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften (Grafik 7 links). Obwohl sich die Zinsdifferenzen („Carry“) weltweit gegenüber dem Zeitraum von 2003–07 verkleinert haben, sind sie nach wie vor relativ gross. Dieses Umfeld anhaltender Zinsdifferenzen und die gleichzeitig geringe Volatilität an den Devisenmärkten machten Carry-Trades seit Mitte 2012 interessanter, insbesondere für fremdfinanzierte Anleger (Grafik 7 Mitte).

Angesichts seines jüngsten Abwärtstrends wurde der Yen erneut zu einer attraktiven Finanzierungswährung. Der fallende Aussenwert des Yen war – teilweise in Erwartung geldpolitischer Massnahmen – bereits Ende des letzten Jahres zum zentralen Thema an den Devisenmärkten geworden. Vom Tag der Bekanntgabe des neuen geldpolitischen Rahmenprogramms durch die Bank of Japan bis Ende Mai wertete der Yen gegenüber dem US-Dollar weiter ab und büsste rund 10% ein (Grafik 8 links). Im Gegensatz dazu gerieten die Währungen einiger aufstrebender Volkswirtschaften, die als geeignete Zielwährungen erachtet wurden, wie beispielsweise der mexikanische Peso, gegenüber dem US-Dollar unter deutlichen Aufwertungsdruck (Grafik 8 rechts). In Übereinstimmung mit diesen Anreizen zeigten Positionsdaten von Terminbörsen einen beträchtlichen Aufbau spekulativer Short-Positionen in Yen und umfangreiche Long-Positionen in liquiden höher rentierenden Währungen (Grafik 7 rechts). Ausserdem wurden Long-Positionen in

## Carry-Trade-Renditen und von Anlegern eingegangene Positionen

Grafik 7



<sup>1</sup> Mit dem Carry-Risiko-Verhältnis wird die Ex-ante-Attraktivität von Währungs-Carry-Trades geschätzt; es wird definiert als die Zinsdifferenz (abgeleitet aus dem Terminabschlag) dividiert durch die implizite Devisenmarkt-Volatilität. Die Grafik zeigt die mit ausgewählten Währungspaaren fortgeschrittener und aufstrebender Volkswirtschaften berechneten durchschnittlichen Carry-Risiko-Verhältnisse. <sup>2</sup> Kumulierte Veränderung seit 1. Januar 2012. Performance eines mehrere Währungen einbeziehenden Carry-Trade-Index; dabei werden Long-Positionen in höher rentierenden Währungen durch Short-Positionen in niedriger rentierenden Währungen finanziert. Der Index wird mithilfe von Portfolio-Betrachtungen konstruiert, wie in J. Gyntelberg und A. Schrimpf, „FX strategies in periods of distress“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2011, beschrieben. Das Anlageuniversum besteht aus 30 Währungen von fortgeschrittenen und aufstrebenden Volkswirtschaften (rote Linie) sowie der gleichen Währungspalette ohne den Yen (blaue Linie). <sup>3</sup> Ein positives (negatives) Vorzeichen zeigt Netto-Long-Positionen (Netto-Short-Positionen) an. <sup>4</sup> Implizite Volatilität von einmonatigen Devisenoptionen. <sup>5</sup> Einfacher Durchschnitt der Carry-Risiko-Verhältnisse für Brasilien, Chile, Israel, Korea, Mexiko, die Philippinen, Polen, Südafrika, Thailand und die Türkei. <sup>6</sup> Einfacher Durchschnitt der Carry-Risiko-Verhältnisse für Australien, Kanada, Neuseeland, Norwegen und das Vereinigte Königreich.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Commodity Futures Trading Commission der USA; Berechnungen der BIZ.

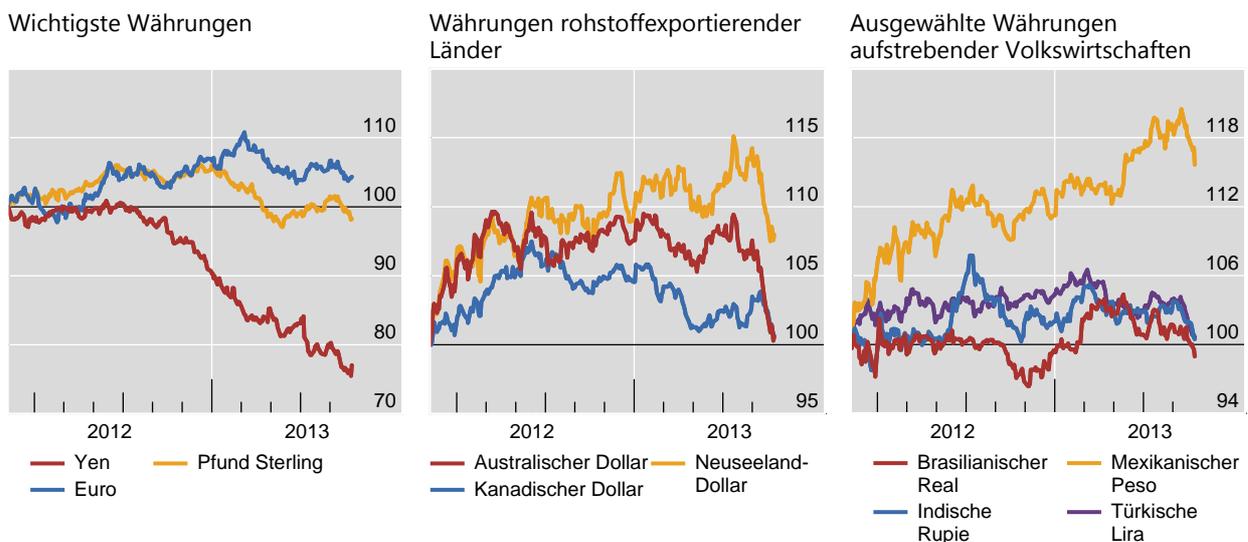
australischen und in Neuseeland-Dollar aufgebaut. Diese Währungen waren in den letzten Monaten jedoch nicht demselben Aufwertungsdruck ausgesetzt. Zudem wurden die Long-Positionen in australischen Dollar vor Kurzem aufgelöst, nachdem die Reserve Bank of Australia Anfang Mai die Zinsen gesenkt hatte.

Die Währungsbehörden ausserhalb der USA, des Euro-Raums und Japans senkten die Leitzinsen aufgrund des schwächeren Wachstums und der niedrigeren Inflation sowie zur Milderung des Aufwertungsdrucks. Die wichtigste Ausnahme war Brasilien, wo eine Zunahme der Inflation die Zentralbank veranlasste, am 17. April den SELIC-Satz um 25 Basispunkte auf 7,5% anzuheben. Es war die erste Erhöhung seit zwei Jahren. In den meisten anderen Ländern lockerten die Zentralbanken ihre Geldpolitik. Am 7. Mai senkte die Reserve Bank of Australia ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 2,75% und begründete diesen Zinsschritt teilweise mit der Stärke der australischen Währung. Nach der Zinssenkung verlor der australische Dollar gegenüber dem US-Dollar erheblich an Wert (Grafik 8 Mitte). Die Reserve Bank of New Zealand intervenierte am Devisenmarkt, um dem Aufwertungsdruck auf den Neuseeland-Dollar entgegenzuwirken. Im März senkte die mexikanische Zentralbank ihren Leitzinssatz um 50 Basispunkte, im April nahm die koreanische Zentralbank eine Leitzinssenkung um 25 Basispunkte vor. Neben anderen Faktoren wurden die Entwicklungen am Devisenmarkt ausdrücklich als Gründe für die geldpolitischen Beschlüsse genannt. Im April und Mai verfolgte die türkische Zentralbank eine zweigleisige Strategie, die darin bestand, einerseits den Leitzins in zwei Schritten auf 4,5% zu senken, um die spekulativ motivierten Kapitalzuflüsse und den Aufwertungsdruck auf die türkische Währung abzuschwächen, und andererseits die Mindestreserveanforderungen anzuheben, um das Kreditwachstum im Inland zu bremsen. Die Reserve Bank of India senkte ihren Leitzinssatz auf 7,25%, die dritte Senkung um 25 Basispunkte in Folge. Der Zinsschritt wurde nicht mit einer stärkeren Währung, sondern mit einer schwächeren Wachstumsdynamik begründet.

### Nominale bilaterale Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar<sup>1</sup>

US-Dollar je Einheit Landeswährung; 1. Juni 2012 = 100

Grafik 8



<sup>1</sup> Anstieg = Aufwertung der Landeswährung.

Quelle: Bloomberg.

## Geldpolitische Lockerung in Japan

Am 4. April stellte die Bank of Japan ein neues geldpolitisches Rahmenprogramm vor, mit dem sie der Deflation ein Ende setzen will: die sog. quantitative und qualitative geldpolitische Lockerung (Quantitative and Qualitative Monetary Easing, QQE).

Mit dem neuen Rahmenprogramm wird die Geldbasissteuerung anstelle des Tagesgeldsatzes als operative Zielgröße eingeführt und mehr Gewicht auf die Kommunikation gelegt. Der Klarheit und Einfachheit halber liegt der Fokus auf der Zahl 2: Die Zielmarke für die Preisstabilität wird auf 2% festgesetzt; sie soll so schnell wie möglich, spätestens aber in rund 2 Jahren, erreicht werden. Darüber hinaus sollen innerhalb von 2 Jahren die Geldbasis sowie die Bestände der Zentralbank an japanischen Staatsanleihen und an börsengehandelten Fonds (ETF) verdoppelt werden, wobei sich auch die durchschnittliche Laufzeit des Staatsanleiheportfolios mehr als verdoppeln soll.

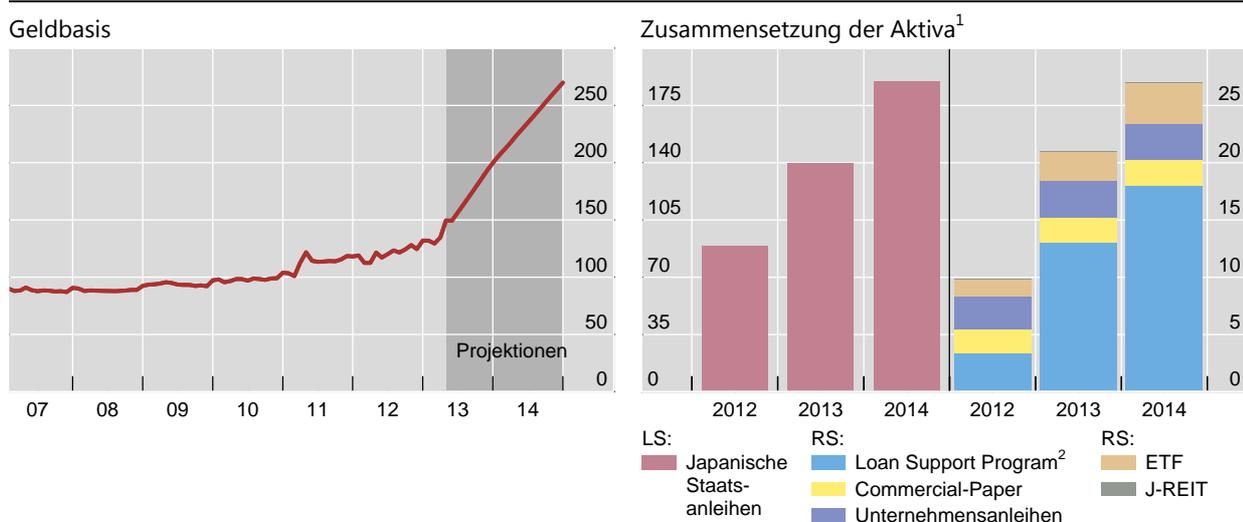
Die Bank of Japan beabsichtigt konkret, die Geldbasis jährlich um ¥ 60–70 Bio. auf insgesamt ¥ 270 Bio. Ende 2014 auszuweiten, was fast 60% des nominalen BIP entspräche. Sie will ausserdem die Zinssätze über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg drücken, indem sie jährlich ¥ 50 Bio. an Staatsanleihen ankauft und die durchschnittliche Restlaufzeit ihrer Anleihebestände von gegenwärtig knapp 3 auf rund 7 Jahre verlängert. Darüber hinaus ist geplant, die Bestände an risikoreichen Titeln durch den Erwerb von ETF im Wert von ¥ 1 Bio. und von Immobilien-treuhandfonds (Real Estate Investment Trusts, J-REIT) im Volumen von ¥ 30 Mrd. pro Jahr aufzustocken (Grafik A). Die „qualitativen“ Aspekte der geldpolitischen Lockerung beziehen sich nach Angaben der Zentralbank auf den Abwärtsdruck, den die Laufzeitverlängerung auf die gesamte Zinsstrukturkurve ausüben soll, und auf die erwartete Verringerung der Risikoprämien für risikoreiche Vermögenswerte.

Wirken soll das neue Rahmenprogramm über drei Kanäle. Erstens geht die Bank of Japan davon aus, dass ihre Ankäufe von finanziellen Vermögenswerten über das gesamte Zinsspektrum hinweg zinsdämpfend wirken und auch die in den Vermögenspreisen enthaltenen Risikoprämien nach unten drücken werden (Zinskanal). Zweitens sollen Finanzinstitute und institutionelle Anleger durch diese Veränderungen angespornt werden, ihre Portfolios verstärkt auf Kredite und/oder risikobehaftete Anlagen auszurichten (Portfolioumschichtungskanal). Drittens schliesslich betont die Bank of Japan die Bedeutung des neuen Rahmenprogramms als klare Verpflichtung zum schnellstmöglichen Erreichen des Preisstabilitätsziels und zur Fortführung der umfangreichen Wertpapierankäufe, die dieses Ziel stützen. Dies soll helfen, die Erwartungen der Wirtschaftsteilnehmer radikal zu verändern (Erwartungskanal), sodass die Inflationserwartungen ansteigen und die Realzinsen entsprechend sinken werden.

## Bilanz der Bank of Japan

Bio. Yen

Grafik A



<sup>1</sup> Zahlen für 2013 und 2014: Hochrechnungen. <sup>2</sup> Ein Programm, mit dem Kredite gegen einen Pool von Sicherheiten vergeben werden; das Ziel ist, die Bemühungen privater Finanzinstitute um eine Stärkung des Wirtschaftswachstums zu unterstützen und die Bankkreditvergabe anzukurbeln.

Quellen: Bank of Japan; Bloomberg.

## Reaktion der Märkte auf die Bankenkrise in Zypern

Die Verhandlungen zwischen Zypern und den europäischen Behörden über offizielle Finanzhilfen erhielten im März durch die Insolvenz der zwei grössten Banken des Landes Aufwind. Die zwei Kreditinstitute hatten grosse Verluste auf ihre Bestände an griechischen Staatsanleihen sowie auf Gewerbe- und Wohnimmobilienhypothekendarlehen an Kreditnehmer in Griechenland und Zypern erlitten. Gleichzeitig waren sie in hohem Masse von Offshore-Einlagen abhängig. Insgesamt beliefen sich die Einlagen bei der Bank of Cyprus und der Cyprus Popular Bank (Laiki) auf € 45,5 Mrd. Hinzu kamen € 0,1 Mrd. an vorrangigen Verbindlichkeiten und € 0,5 Mrd. an nachrangigen Wandschuldverschreibungen. Das endgültige Rettungspaket sah die Umstrukturierung der Bank of Cyprus sowie die Abwicklung der Laiki-Bank mit Verlusten in Höhe von 100% für Aktionäre und Anleihehaber und unter Einbeziehung aller nicht versicherten Einlagen über € 100 000 vor. Die Massnahmen gingen mit einer 10-tägigen Schliessung aller zyprischen Banken einher, gefolgt von Beschränkungen für die Geldabhebung sowie Kapitalkontrollen.

Der verworrene Prozess der Festlegung der Bedingungen des Rettungspakets liess bei den Marktteilnehmern die Befürchtung aufkommen, dass die Abwicklung von Banken im Euro-Raum womöglich eine stärkere Lastenteilung erfordern werde, als dies bisher der Fall war. Das ursprünglich vorgesehene Rettungspaket vom 16. März und die Bereitschaft der öffentlichen Entscheidungsträger zur Durchsetzung einer „einmaligen Stabilitätsabgabe“ in Höhe von 6,75% auf versicherte Einlagen riefen erhebliche Spannungen hervor. Diese liessen nach, als am 25. März ein modifiziertes Rettungspaket vereinbart wurde, in dem kleine Einlagen unangetastet blieben. In den Tagen zwischen diesen beiden Terminen gab der Bankenindex STOXX Europe 600 um 7,6% nach. Durch die Bankenschliessung wurde die Einlagenflucht aus zyprischen Banken gestoppt – seit Januar waren Einlagen in Höhe von € 3,9 Mrd. (8%) abgezogen worden.

Weiterreichende Ansteckungseffekte der Bankenrettung in Zypern waren allerdings kaum zu beobachten, und die Liquiditätsbedingungen blieben an sämtlichen Märkten stabil. Im März verzeichneten alle Banken des Euro-Raums mit Ausnahme Zyperns per saldo Zuflüsse (insgesamt € 85 Mrd.). Die Ereignisse in Zypern hatten eine moderate Neubewertung von Bankschuldtiteln zur Folge, wobei die Renditen sowohl nachrangiger als auch vorrangiger Bankanleihen des Euro-Raums leicht zulegten. Die entsprechenden CDS-Spreads weiteten sich allerdings stärker aus, was darauf hindeutet, dass die Akteure an den Derivatmärkten risikosensibler auf die jüngsten Entwicklungen reagiert haben könnten. Selbst als die Rendite 10-jähriger slowenischer Staatsanleihen durch die Jagd der Händler nach potenziell anfälligen Staatstiteln auf fast 7% hochgetrieben wurde, blieb der Marktdruck in anderen peripheren Ländern des Euro-Raums gering.

Diese relativ verhaltene Reaktion der Märkte könnte mehrere Ursachen gehabt haben. Zunächst empfanden die Marktteilnehmer die Krise in Zypern sowie die Ausgestaltung der Bankenrettung womöglich als einmalig und ihr Ausmass als gering. Zugleich wurde das wahrgenommene „Tail-Risiko“ weiterhin durch die anhaltend akkommodierende Geldpolitik und die ergriffenen Auffangmassnahmen begrenzt, u.a. die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB und ihre Bereitschaft, erforderlichenfalls über die Fazilität der geldpolitischen Outright-Geschäfte Staatsanleihen anzukaufen. Die Widerstandsfähigkeit von Bankschuldtiteln am Kassamarkt hing auch damit zusammen, dass ein beachtlicher Anteil dieser Papiere von institutionellen Anlegern gehalten wurde, die ihre Portfolios in der Regel schrittweise umschichten. Dieser Unterschied bei der Zusammensetzung und dem Verhalten der Marktteilnehmer könnte – zusammen mit dem negativen Nettoabsatz von Bankanleihen in vielen Ländern des Euro-Raums in den vergangenen zwei Quartalen – dazu beigetragen haben, dass die Preise am Kassamarkt verhaltener reagierten als an den entsprechenden CDS-Märkten.