

Märkte beschleunigen Ende der Lockerung¹

Als die Federal Reserve im Mai ankündigte, dass sie in Betracht ziehe, die quantitative Lockerung schrittweise aufzugeben, löste dies weltweit ein Beben an den Finanzmärkten aus. Die Ankündigungen liessen die Renditen von Referenzanleihen hochschnellen, und dieser Anstieg griff auf andere Vermögenswertklassen und Regionen über in einer Form, die in Marktkommentaren als Verkaufswelle bezeichnet wurde. In diesem Zeitraum verzeichneten Aktien sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften abrupte Verluste beträchtlichen Ausmasses. Zudem führte der Rückzug der Anleger aus den aufstrebenden Volkswirtschaften zu einer starken Währungsabwertung in mehreren dieser Länder. Die Verkaufswelle ebte Anfang Juli ab, als die Federal Reserve, die EZB und die Bank of England den Märkten versicherten, die Geldpolitik würde akkommodierend bleiben, bis die Erholung der jeweiligen nationalen Wirtschaft wirklich Tritt gefasst habe. Da die langfristigen Zinsen jedoch weiter stiegen, beschleunigten die Märkte gewissermassen eine Verschärfung der Finanzierungsbedingungen weltweit.

Die geldpolitischen Ankündigungen erfolgten nach einer langen Phase ausserordentlich akkommodierender Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, und zwar gerade zu einem Zeitpunkt, als sich dort die Wirtschaftsaussichten aufzuhellen begannen. Sie überraschten die Märkte und riefen ihnen in Erinnerung, dass negative Laufzeitprämien nicht unbegrenzt andauern können. Obwohl dies zu einer vorübergehend höheren Volatilität an den Märkten führte, erholten sich die Aktien schliesslich von den Verlusten während der Verkaufswelle. Ausserdem blieben die Renditen trotz ihres Anstiegs im langjährigen Vergleich tief, sodass die höher rentierenden Anlagekategorien vergleichsweise attraktiv blieben. Dies schlug sich in einer weiteren Verengung der Kreditspreads nieder und steuerte zum starken Absatz von Anleihen und Krediten im risikoreicheren Teil des Kreditpektrums bei – ein Phänomen, das Erinnerungen an den Überschwang vor der globalen Finanzkrise weckte.

Die vom Markt angeführte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen löste in den aufstrebenden Volkswirtschaften, die bereits konjunkturelle Ermüdungserscheinungen zeigten, erhebliche Erschütterungen aus. Die Aussichten für diese Volkswirtschaften verschlechterten sich, als die aus einer Zeit raschen Kredit- und BIP-Wachstums stammenden Ungleichgewichte abgebaut wurden. Die importierte Verschärfung der Finanzierungsbedingungen verstärkte somit den Druck auf die

¹ Dieser Artikel wurde von der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ verfasst. Fragen zu diesem Artikel können an Nikola Tarashev (nikola.tarashev@bis.org) und Goetz von Peter (goetz.von.peter@bis.org) gerichtet werden, Fragen zu Daten und Grafiken an Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org) und Alan Villegas (alan.villegas@bis.org).

lokalen Märkte und rückte die Anfälligkeit der von flüchtigem ausländischem Kapital abhängigen Länder in den Vordergrund. Da sich eine Eskalation geopolitischer Spannungen zusätzlich negativ auswirkte, blieben die Währungen und Aktienkurse in einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften unter Druck, auch nachdem die Verkaufswelle in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften abgeebbt war.

Globale Märkte aufgrund geldpolitischer Erwartungen auf Talfahrt

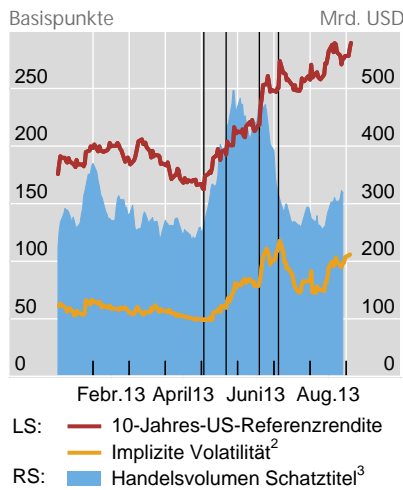
Die Marktteilnehmer begannen am 3. Mai, das Ende der quantitativen Lockerung einzupreisen, als erfreuliche Beschäftigungszahlen die positiven Aussichten für die US-Wirtschaft bestätigten. Dies führte zu einer Verkaufswelle am Anleihemarkt, die die Renditen von US-Schatztiteln in die Höhe trieb; damit wurde die Straffung der Geldpolitik gewissermassen zeitlich vorgezogen (Grafik 1 links). Und obwohl eine Erhöhung der Leitzinsen immer noch in relativ weiter Ferne lag, nahm die Volatilität zu. Das Handelsvolumen am Markt für US-Staatsanleihen erreichte aufgrund widersprüchlicher Ansichten darüber, wann und wie die verschiedenen geldpolitischen Instrumente auslaufen würden, eine Rekordhöhe.²

Die Verkaufswelle am US-Anleihemarkt löste ein weltweites Beben aus; sowohl in den fortgeschrittenen als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften wurden

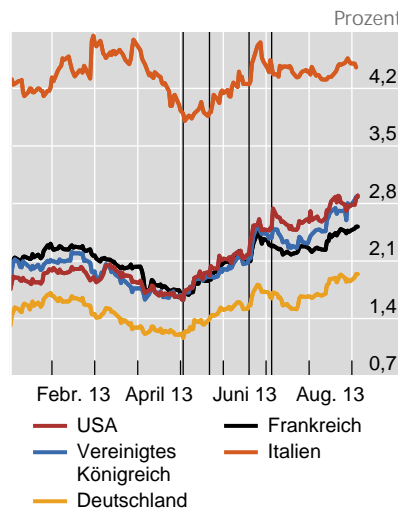
Staatsanleihe- und Devisenmärkte

Grafik 1

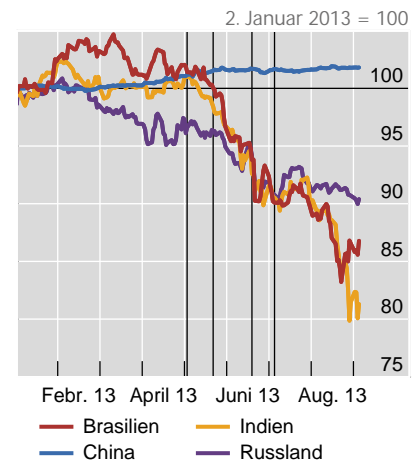
US-Schatzpapiere



Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar¹



Schwarze vertikale Linien = 3. Mai, 22. Mai, 19. Juni bzw. 5. Juli 2013.

¹ US-Dollar je Einheit Landeswährung. Abnahme = Abwertung der Landeswährung. ² Der Index Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE) ist ein Index für die Volatilität der Renditen von US-Schatzanleihen über einen einmonatigen Zeithorizont, basierend auf einem gewichteten Durchschnitt von Optionen auf US-Schatztitel mit Laufzeiten von 2, 5, 10 und 30 Jahren. ³ Tagesumsätze von US-Schatzanleihen, -anweisungen und -wechseln, gemeldet von ICAP; zentrierter gleitender 10-Tage-Durchschnitt.

Quellen: Bloomberg; Datastream; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

² Ausländische Gebietsansässige reduzierten ihre Positionen in langfristigen US-Papieren im Juni um \$ 77,8 Mrd. Dabei beliefen sich die Nettoverkäufe von US-Schatzanleihen auf \$ 40,8 Mrd.

verschiedenste Anlagekategorien in Mitleidenschaft gezogen. So begannen am 3. Mai auch die Renditen langfristiger europäischer Staatsanleihen zu steigen (Grafik 1 Mitte), und die Renditen entsprechender japanischer Titel zogen leicht an. Kurz darauf folgten mit Hypotheken unterlegte Wertpapiere, da durch die weniger attraktiven Refinanzierungsaussichten die Duration dieser Instrumente verlängert und somit die Zinssensitivität erhöht wurde. Gleichzeitig lösten die steigenden Renditen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine anhaltende Abwertung der wichtigsten Währungen aufstrebender Volkswirtschaften gegenüber dem US-Dollar aus (Grafik 1 rechts).

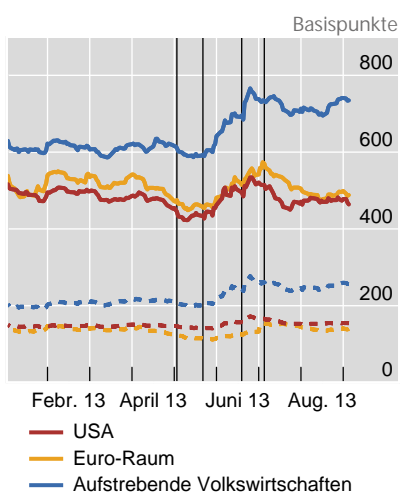
Die Verkaufswelle an den Märkten für hochverzinsliche Anleihen und für Aktien setzte drei Wochen später ein, und zwar nach dem 22. Mai, als der Vorsitzende der Federal Reserve erklärte, der Offenmarktausschuss könnte eine Drosselung des Tempos der Ankäufe von Aktiva ins Auge fassen, um sicherzustellen, dass der geldpolitische Kurs angesichts der sich wandelnden Arbeitsmarkt- oder Inflationsaussichten angemessen bleibt. Nach dieser Äusserung begannen die Indizes für hochverzinsliche Anleihen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften beiderseits des Atlantiks sowie in den aufstrebenden Volkswirtschaften deutlich nachzugeben (Grafik 2 links). Gleichzeitig fand die halbjährige Rally der Aktienindizes fortgeschrittener Volkswirtschaften bei erhöhter Volatilität ein Ende, da die Marktteilnehmer, die lange unter unterdurchschnittlichen Renditen zu leiden gehabt hatten, das sich rasch ändernde Finanzmarktumfeld neu bewerteten (Grafik 2 Mitte). Die Aktienindizes aufstrebender Volkswirtschaften brachen ein, nachdem sie bereits zuvor eine schwache Performance verzeichnet hatten (Grafik 2 rechts).

Danach entwickelten sich die globalen Märkte weitgehend parallel, bis der Vorsitzende der Federal Reserve am 19. Juni betonte, dass die geplante Verlangsamung der Ankäufe von Aktiva vom Rückgang der Arbeitslosenquote bis Mitte 2014 auf 7% abhängig zu machen sei. Als unmittelbare Reaktion darauf stiegen

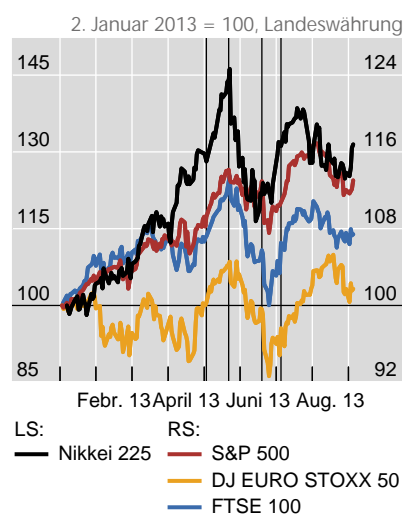
Unternehmensanleihe- und Aktienmärkte

Grafik 2

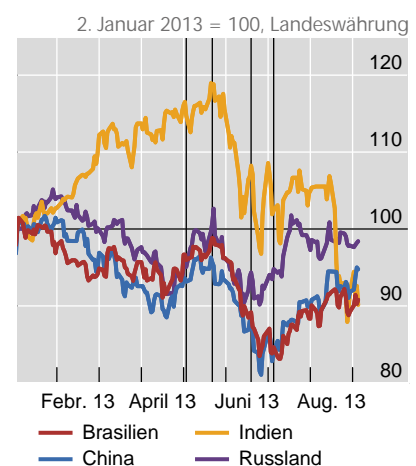
Unternehmensanleiheindizes¹



Aktien in fortgeschrittenen Volkswirtschaften



Aktien in aufstrebenden Volkswirtschaften²



Schwarze vertikale Linien = 3. Mai, 22. Mai, 19. Juni bzw. 5. Juli 2013.

¹ Optionsbereinigte Spreads für hochrentierende Titel (durchgezogene Linie) und Investment-Grade-Titel (gestrichelte Linie). ² Berechnet von MSCI.

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Bloomberg; Datastream.

Marktvolatilität und Anleiherenditen weiter an, und die Aktienkurse brachen ein. Innerhalb einer Woche schwand der Pessimismus an den Aktienmärkten jedoch, und die wichtigsten Indizes legten zu. Kurze Zeit später ging auch der Aufwärtsdruck auf die Spreads von Unternehmensanleihen in den USA und den aufstrebenden Volkswirtschaften sowie auf die Renditen von Staatsanleihen aus dem Euro-Raum deutlich zurück. Die Verkaufswelle am Markt für US-Schatztitel und am Markt für Unternehmensanleihen des Euro-Raums hingegen dauerte bis Anfang Juli an, als die wichtigsten Zentralbanken den Märkten gemeinsam versicherten, dass die Geldpolitik den Erholungskurs weiterhin stützen werde.

Zur Milderung der marktbedingten Verschärfung der Finanzierungsbedingungen gaben Zentralbanken auf beiden Seiten des Atlantiks eine Orientierung über die künftige Ausrichtung der Geldpolitik („forward guidance“) ab. Die Federal Reserve hatte bereits seit Längerem betont, sie werde ihre Niedrigzinspolitik so lange fortsetzen, wie es die makroökonomischen Bedingungen rechtfertigten. Am 4. Juli gingen auch die Bank of England und die EZB in gewisser Weise zu einer zukunftsgerichteten Zinsorientierung über, indem sie ausdrücklich erklärten, steigende Anleiherenditen würden nicht den geldpolitischen Absichten und den Fundamentaldaten entsprechen. In einer klaren Abweichung von ihrer bisherigen Kommunikationsstrategie versprach die EZB, dass sie die Leitzinsen für einen ausgedehnten Zeitraum auf dem jetzigen Niveau belassen oder noch weiter senken werde, und zwar in Abhängigkeit ihrer eigenen Einschätzung des Wirtschaftsumfelds. Einen Monat später bestätigte der neue Gouverneur der Bank of England die zukunftsgerichtete Zinsorientierung der Bank, indem er festhielt, dass die Leitzinsen – unvorhergesehene negative Entwicklungen vorbehalten³ – so lange bei 0,5% verharren würden, bis die Arbeitslosenquote auf 7% gefallen sei. Gemäss den eigenen Prognosen der Bank dürfte dies 2016 der Fall sein.

Als die zukunftsgerichtete Zinsorientierung der Zentralbanken endlich die seit zwei Monaten anhaltenden Turbulenzen an den globalen Märkten zu stoppen vermochte, hatten sich die Anleiherenditen sowie die Aktien- und Währungsbewertungen beträchtlich verändert (Grafik 1 und 2). Vom 3. Mai bis zum 5. Juli stieg die Rendite 10-jähriger US-Schatzanweisungen um 100 Basispunkte auf 2,74%. Dieser Anstieg war ähnlich stark wie derjenige der letzten zwei Monate des Jahres 2010, der in Erwartung einer Straffung der Geldpolitik erfolgt war, fiel aber geringer aus als die Zinserhöhungen während der Phasen tatsächlicher Straffung 1994 und 2004. Zudem belief sich der Anstieg der Renditen 10-jähriger japanischer, deutscher und britischer Staatsanleihen im Mai und Juni auf ungefähr 30, 50 bzw. 75 Basispunkte. Und obwohl die Indizes für hochverzinsliche Anleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften nur während eines Teils dieses Zeitraums von der Verkaufswelle betroffen waren, weiteten sich ihre Spreads um 60–90 Basispunkte aus. Die reifen Aktienmärkte hingegen verzeichneten Schwankungen ohne einen klaren Trend, wobei der EuroStoxx 50 und der FTSE 100 um 6% bzw. 2% zurückgingen, während der Nikkei und der S&P 500 4,5% bzw. 1% zulegten.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften fielen die im selben Zeitraum erlittenen Verluste viel höher aus. Beispielsweise stieg die Rendite des zusammengesetzten Index für hochverzinsliche Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften um 130 Basispunkte an, und die Aktienindizes der BRIC-Staaten verloren vom 3. Mai bis zum

³ Die Bank of England hielt fest, dass sie ihren Kurs ändern würde, wenn er die Finanzstabilität stark gefährden würde, wenn die eigenen Prognosen der Bank für die Inflation in 18–24 Monaten auf 2,5% pro Jahr oder noch höher ansteigen würden oder wenn die mittelfristigen Inflationserwartungen der Öffentlichkeit nicht mehr genügend fest verankert wären.

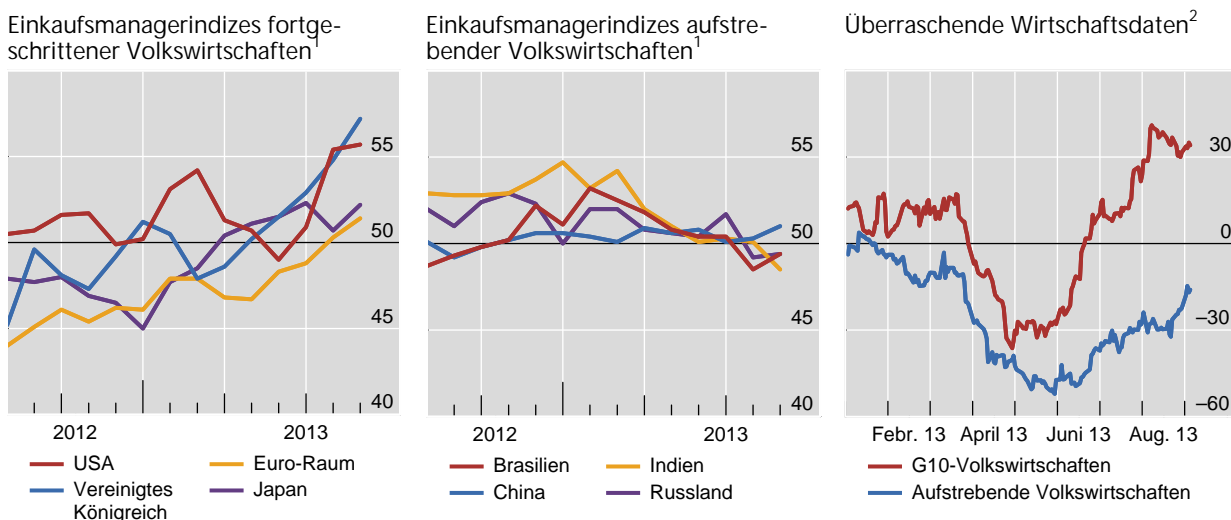
5. Juli 3–13% ihres Werts in Landeswährung. Gleichzeitig werteten die Währungen Brasiliens, Indiens und Russlands gegenüber dem US-Dollar um rund 10% ab. Auch die Renditen der auf US-Dollar lautenden Anleiheindizes der beiden letztgenannten Länder stiegen um mehr als 100 Basispunkte und somit stärker als die Renditen der Anleihen in Landeswährung.

Verkaufswelle an den Anleihemärkte in breiterem Kontext

Die Ankündigungen bezüglich der künftigen Ausrichtung der US-Geldpolitik erfolgten vor dem Hintergrund freundlicherer Wachstumsaussichten in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die in deutlichem Kontrast zur Wachstumsverlangsamung in den aufstrebenden Volkswirtschaften standen. Die Erholung in den USA setzte sich trotz des voraussichtlich nur langsamen Rückgangs der Arbeitslosenquote in moderatem Tempo fort. Gleichzeitig räumten Aufwartskorrekturen beim Wachstum des Vereinigten Königreichs letzte Ängste aus, das Land könnte in eine „triple-dip“-Rezession abgleiten. Im Euro-Raum wiederum endete eine sechs Quartale dauernde Kontraktion. Deutschland und Frankreich drückten das Wachstum für den gesamten Euro-Raum im zweiten Quartal auf bescheidene, aber immerhin positive 0,3%, eine Wachstumsrate, die im dritten Quartal voraussichtlich nur leicht sinken würde und dann im nächsten Jahr auf diesem Niveau verharren sollte. Darüber hinaus stimmten die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe die Marktteilnehmer im zweiten und dritten Quartal zuversichtlich, denn sie deuteten in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf Wachstum hin (Grafik 3 links). Im Gegensatz dazu war in den aufstrebenden Volkswirtschaften eine generelle Verschlechterung der Einkaufsmanagerindizes zu

Gesamtwirtschaftlicher Hintergrund

Grafik 3



¹ Der jeweilige Einkaufsmanagerindex wird aus monatlichen Erhebungen bei Unternehmen des privaten Sektors abgeleitet. Werte über (unter) 50 zeigen eine Expansion (ein Schrumpfen) an. ² Die „Economic Surprise“-Indizes der Citigroup werden definiert als die gewichtete Summe der Datenuberraschungen (Saldo der tatsächlich publizierten Daten gegenüber dem Medianwert der Prognosedaten gemäss Bloomberg-Erhebung). Ein positiver Wert gibt an, dass die publizierten Wirtschaftsdaten per saldo über den Prognosemittelwerten liegen. Die Indizes werden täglich, mithilfe eines gleitenden 3-Monats-Fensters, neu berechnet.

Quellen: Bloomberg; Citigroup; Datastream; HSBC; Markit.

beobachten (Grafik 3 Mitte). Ausserdem stiess der „Economic Surprise“-Index in den wichtigsten fortgeschrittenen Volkswirtschaften zum ersten Mal seit März in den positiven Bereich vor, während er in den aufstrebenden Volkswirtschaften negativ blieb (Grafik 3 rechts).

Es war das Zusammenspiel von sich aufhellenden Wirtschaftsaussichten und antizipierten Änderungen des geldpolitischen Kurses, welches die jüngste Entwicklung an den Anleihemärkten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften beeinflusste. Beide Faktoren verstärkten sich gegenseitig, sodass die in den Anleihekursen enthaltenen Laufzeitprämien anstiegen. Obwohl sich die Kreditspreads in der Folge ausweiteten, verharrten sie unter ihrem Niveau von 2012, was dem weiter anhaltenden Renditestreben zuzuschreiben war.

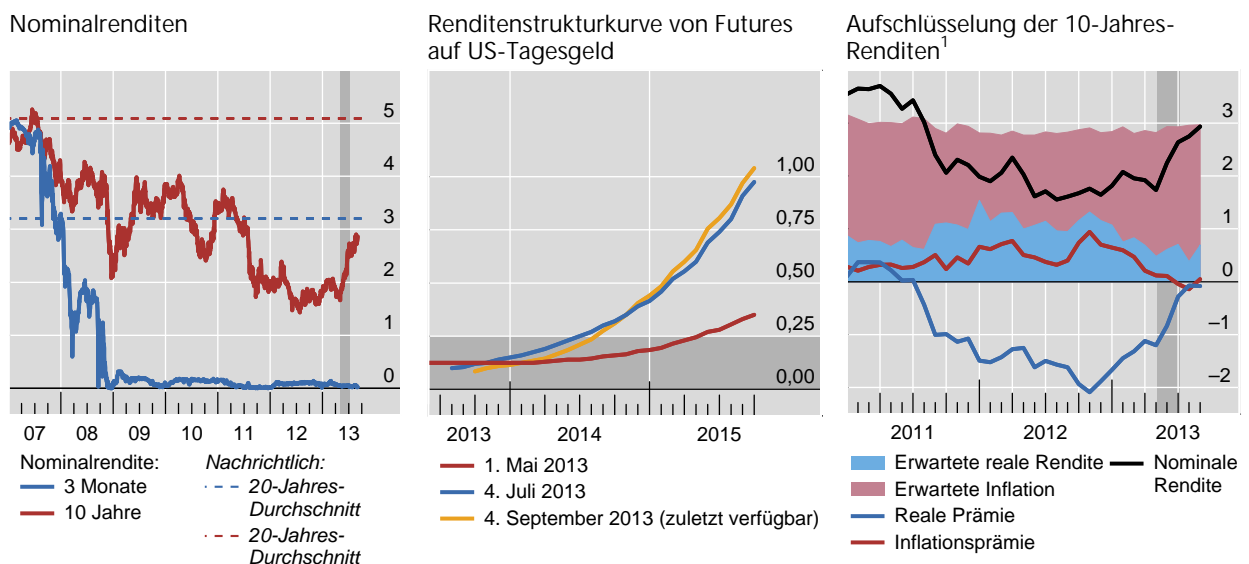
Gründe für den Anstieg von Anleiherenditen

Eine Analyse des von Mai bis Juli beobachteten Anstiegs der Renditen von US-Anleihen zeigt, dass die Unsicherheit in Bezug auf den künftigen geldpolitischen Kurs der Hauptgrund dafür war. Die Verkaufswelle führte in erster Linie zu einem Anstieg der Renditen langfristiger Anleihen, während das kurze Ende der Zinskurve aufgrund der anhaltenden Niedrigzinspolitik der Federal Reserve fest verankert blieb (Grafik 4 links). Zudem verschob sich auch die Renditenstrukturkurve von Futures auf US-Tagesgeld nach oben, was auf Markteinschätzungen hindeutete, die Leitzinsen könnten mit ziemlicher Wahrscheinlichkeit bereits im zweiten Quartal 2014 aus der aktuellen Bandbreite von 0–0,25% ausbrechen (Grafik 4 Mitte). Eine modellbasierte Aufschlüsselung der Rendite 10-jähriger US-Schatzpapiere, welche

US-Zinssätze

Prozent

Grafik 4



Die schattierten Bereiche im linken und im rechten Feld zeigen die Verkaufswelle an den Anleihemärkten vom 3. Mai bis zum 5. Juli 2013 an.

¹ 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.

Quellen: Bloomberg; Datastream; nationale Angaben; Berechnungen der BIZ.

die verschiedenen Einflussfaktoren dieser Veränderungen beleuchtet, zeigt, dass der jüngste Renditenanstieg weitgehend auf eine steigende Laufzeitprämie zurückzuführen war (Grafik 4 rechts).⁴ Dies deckt sich mit der Reaktion der Märkte auf die Unsicherheit darüber, inwieweit sich freundlichere Wirtschaftsaussichten auf die künftigen Leitzinsen auswirken würden. Es stimmt auch mit der Unsicherheit bezüglich der Auswirkungen überein, die eine Reduzierung der Ankäufe langfristiger Schatztitel durch die Federal Reserve auf die Preise dieser Wertpapiere hätte.

Im Vergleich dazu stellte sich die Situation während der Verkaufswellen an den Anleihemärkten 1994 und 2003/04 anders dar. Damals stiegen die langfristigen nominalen Renditen zusammen mit den Leitzinsen bzw. weil davon ausgegangen wurde, dass sowohl die künftigen Realzinsen als auch die künftige Inflation steigen würden. Im zweiten und dritten Quartal 2013 hingegen blieben die Inflationserwartungen weitgehend unverändert (Grafik 4 rechts).

Trotz ihres jüngsten Anstiegs blieben die Anleiherenditen der reifen Märkte im langfristigen Vergleich tief. Zum einen befanden sich die Renditen von Staatsanleihen in den grössten Volkswirtschaften der Welt seit 2007 im Abwärtstrend. Zum anderen gingen die Spreads von Investment-Grade-Anleihen in den USA, im Euro-Raum und im Vereinigten Königreich von Mai 2012 bis Anfang September 2013 um 75, 110 bzw. 190 Basispunkte zurück und sanken damit unter ihre zuvor verzeichneten Tiefpunkte von 2010 auf ein Niveau, das zuletzt Ende 2007 verzeichnet worden war. Die entsprechenden Indizes für hochverzinsliche Anleihen entwickelten sich ähnlich. Die Spreads verengten sich dabei im selben Zeitraum um 230–470 Basispunkte.

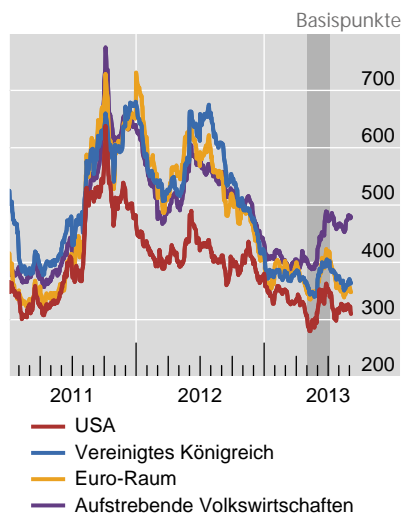
Kreditmärkte – beharrlich auf der Suche nach Rendite

Die jüngste Verkaufswelle konnte der relativen Attraktivität von risikoreicheren Wertpapieren, die im zweiten Halbjahr 2012 sichtbar wurde und auch im dritten Quartal 2013 anhielt, kaum etwas anhaben. Die historisch tiefen Renditen an den wichtigsten Anleihemärkten waren ein Hauptgrund dafür, dass sich die Anleger von den höheren Renditen risikoreicherer Vermögenswerte anlocken liessen. Grundsätzlich haben jedoch zwei weitere Faktoren wahrscheinlich ebenfalls eine Rolle gespielt. Erstens, da es aufgrund der Unsicherheit in Bezug auf den geldpolitischen Kurs schwieriger wurde, das Zinsänderungsrisiko zu bewerten, dürfte sich die marktweite Nachfrage hin zu Wertpapieren verlagert haben, die weniger stark auf ein solches Risiko reagieren, u.a. zu Wertpapieren mit einer Kreditrisikoprämie, welche ceteris paribus die Duration verkürzt. Zweitens, unter der Voraussetzung, dass die Geldpolitik nur dann gestrafft wird, wenn die wirtschaftliche Erholung an Fahrt gewinnt, hätten Wertpapiere, die sowohl dem Zinsänderungsrisiko als auch dem Kreditrisiko ausgesetzt sind, Diversifikationsvorteile.

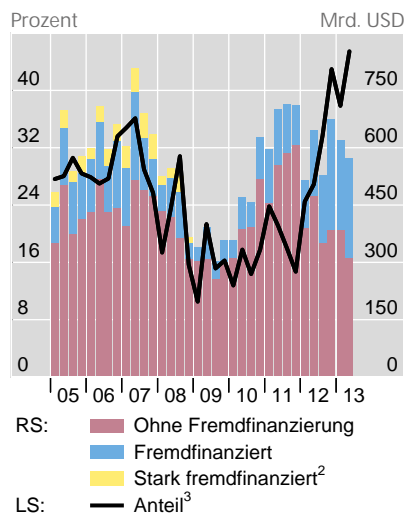
Die Attraktivität risikoreicherer Wertpapiere kam in einer anhaltenden Verengung der Kreditspreads zum Ausdruck (Grafik 5 links). Die Verkaufswelle an den Anleihemärkten im Mai und Juni kehrte diese Entwicklung um, in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften allerdings nur vorübergehend. Nach ihrem Höchststand Mitte 2012 verengten sich die Kreditspreads in diesen Volkswirt-

⁴ In ihrem kürzlichen Blogbeitrag auf *Liberty Street Economics* (<http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org>) sind Tobias Adrian und Michael Fleming ebenfalls der Meinung, dass sich die jüngste Verkaufswelle an den Anleihemärkten weitgehend durch eine steigende Laufzeitprämie erklären lässt.

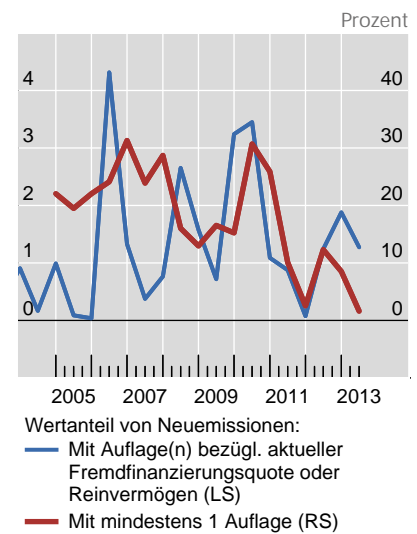
Aufschläge auf Unternehmensanleihen¹



Konsortialkredite, global



Auflagen bei Fazilitäten für fremdfinanzierte Kreditnehmer



Der schattierte Bereich im linken Feld zeigt die Verkaufswelle an den Anleihemärkten vom 3. Mai bis zum 5. Juli 2013 an.

¹ Differenz optionsbereinigter Spreads auf hochrentierende bzw. Investment-Grade-Unternehmensanleiheindizes. ² Dealogic Loan Analytics unterscheidet bei nach 2008 gezeichneten Konsortialkrediten nicht zwischen „stark fremdfinanzierten“ und „fremdfinanzierten“ Kreditnehmern. ³ Anteil der Kredite für fremdfinanzierte bzw. stark fremdfinanzierte Kreditnehmer an den gesamten Konsortialkrediten.

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Dealogic Loan Analytics; Berechnungen der BIZ.

schaften um mehr als 30% und sackten bis Anfang September 2013 auf ungefähr 350 Basispunkte ab. Sie lagen damit zwar immer noch deutlich über ihrem Vorkrisentief von 2006, ein derart niedriges Niveau hatten sie aber seit Ende 2007 nicht mehr verzeichnet.

Auch beim jüngsten Anleiheabsatz zeigte sich das Interesse der Anleger für den risikoreicheren Teil des Kreditspektrums. Beispielsweise stieg der Anteil risikoreicher Emissionen an den gesamten Emissionen europäischer Unternehmen von 12,5% im Jahr 2012 auf mehr als 15% im ersten Quartal 2013. Darüber hinaus refinanzierten sich Banken zunehmend über nachrangige Schuldtitel, bei denen mehrheitlich davon ausgegangen wurde, dass ihre Verlustabsorptionsfähigkeit für die Anrechnung dieser Papiere als regulatorisches Eigenkapital ausreichen würde. Verglichen mit den 12 Monaten bis Mitte 2012 stieg der Absatz nachrangiger Schuldtitel in den USA nahezu auf das Zehnfache und in Europa auf das Dreieinhalbfache und belief sich in den 12 Monaten bis Mitte 2013 auf rund \$ 22 Mrd. bzw. \$ 52 Mrd. Auch der Markt für sog. Contingent-Convertible-Kapitalinstrumente (CoCo) ist seit 2011 gewachsen (s. entsprechendes Feature in diesem Quartalsbericht).

Der Trend zugunsten einer risikoreicheren Kreditvergabe war auch am Markt für Konsortialkredite zu beobachten. Konkret zeigte sich dies an der wachsenden Popularität von sog. Leveraged Loans, d.h. Krediten an stark fremdfinanzierte Kreditnehmer mit niedrigem Rating, die dafür Aufschläge zahlen, die über einer bestimmten Schwelle liegen (Grafik 5 Mitte). Der Anteil dieser Kredite am gesamten Zeichnungsvolumen lag Mitte 2013 bei 45% – 30 Prozentpunkte über dem Tiefpunkt während der Krise und 10 Prozentpunkte über dem Höchststand vor der Krise. Marktkommentaren zufolge war dieser Anstieg teilweise auf die erneute Nachfrage der Anleger nach durch Bankkredite besicherten Schuldverschreibungen

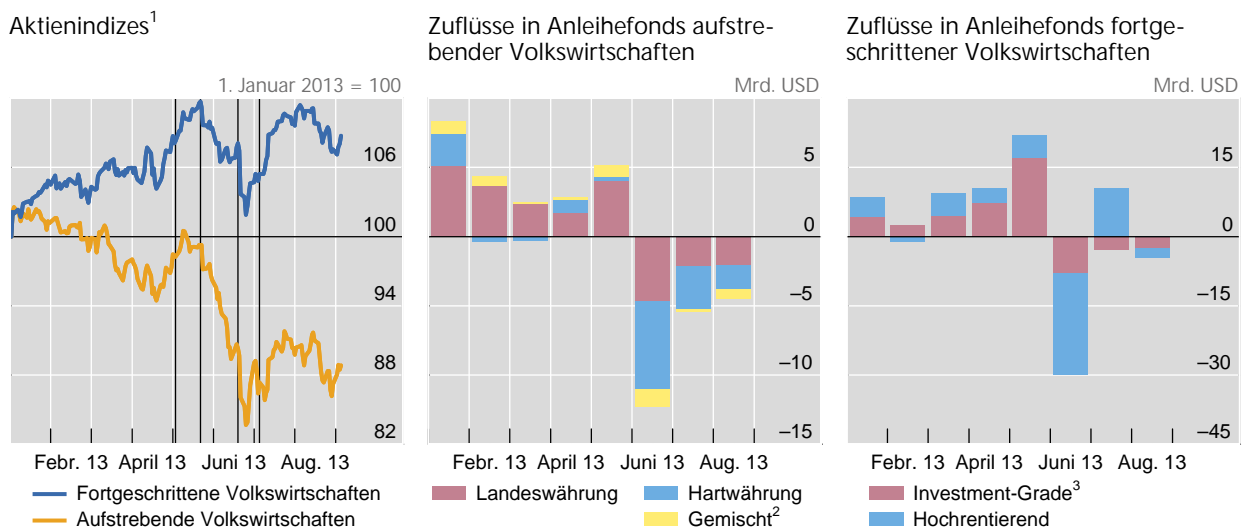
(„collateralised loan obligations“) zurückzuführen, was zu einer Verlagerung der Verhandlungsmacht hin zu den Kreditnehmern beisteuerte. Gerade als Leveraged Loans an Bedeutung gewannen, wies somit ein sinkender Anteil der neu aufgelegten Papiere einen Gläubigerschutz in Form von Kreditaufgaben auf (Grafik 5 rechts).

Verkaufswelle löst Flucht aus aufstrebenden Volkswirtschaften aus

In den Sommermonaten 2013 bestätigten sich die Verlangsamung des kräftigen Wachstums der wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften sowie die deutliche Eintrübung ihrer Wirtschaftsaussichten (Grafik 3). In einigen dieser Volkswirtschaften hatte der Rückgang der Preise bestimmter Rohstoffe – insbesondere Industrie- und Edelmetalle – ab Mitte 2012 die Verlangsamung verstärkt. Zudem wurde sie teilweise von öffentlichen Entscheidungsträgern bewusst herbeigeführt, im Bestreben, finanzielle Ungleichgewichte zu beheben. Beispielsweise hatte eine Reihe lateinamerikanischer Länder Massnahmen zur Beschränkung der Kapitalzuflüsse aus dem Ausland eingeführt, u.a. Steuern für ausländische Anleger, die in bestimmte Finanzinstrumente investierten. Derweil hatten die chinesischen Behörden Schritte unternommen, um das Kreditwachstum zu drosseln. In Verbindung mit geringeren US-Dollar-Zuflüssen führte dies im Juni zu einem Liquiditätsengpass am lokalen Interbankmarkt (s. Kasten). Obwohl die im August veröffentlichten Wirtschaftsdaten unerwartet positiv ausfielen, hatten die davor publizierten enttäuschenden Wachstumswahlen aus China negative Auswirkungen auf andere aufstrebende Volkswirtschaften. Beispielsweise sahen sich rohstoffexportierende Länder wie Brasilien und Russland mit einer deutlich niedrigeren Auslandsnachfrage konfrontiert.

Vor diesem Hintergrund trugen die erfreulicheren Wachstumsaussichten für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften und die weltweite Verschärfung der Finanzierungsbedingungen zum Rückzug der Anleger aus den aufstrebenden Volkswirtschaften bei. Dies bewirkte einen anhaltenden Rückgang des Werts lokaler Vermögenswerte. Während z.B. die Aktien in fortgeschrittenen Volkswirtschaften bis Ende August ihre Verluste vom Juni wieder weitgehend ausgeglichen hatten, lag der breit gefasste Index für Aktien aufstrebender Volkswirtschaften weiterhin rund 12% tiefer als Anfang Mai (Grafik 6 links) und somit beinahe auf einem Niveau, das zuletzt Mitte 2012 verzeichnet worden war. Eine ähnliche Entwicklung zeigte sich an den Kapitalströmen in und aus Anleihefonds (Grafik 6 Mitte und rechts). Im Juni zogen sich die Anleger auf der ganzen Welt rapide aus diesen Fonds zurück, doch während sich diese Ströme im Falle der fortgeschrittenen Volkswirtschaften rasch wieder umkehrten und stabilisierten, zogen die Anleger weiterhin Geld aus aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierten Fonds ab. Die sich daraus ergebenden kumulierten Kapitalabflüsse von Juni bis August entsprachen den kumulierten Kapitalzuflüssen der letzten fünf Monate.

Der Rückzug der Anleger erfolgte vor dem Hintergrund uneinheitlicher Indikatoren für die finanzielle Anfälligkeit der aufstrebenden Volkswirtschaften. Tatsächlich waren die Auslandsverschuldung und die Kapitalzuflüsse dieser Volkswirtschaften bis vor Kurzem im Verhältnis zum BIP tiefer als vor 2008. Viele aufstrebende Volkswirtschaften hatten allerdings im Zuge einer rasant wachsenden privaten Kreditaufnahme finanzielle Ungleichgewichte aufgebaut. Beispielsweise hatte sich der Absatz von Unternehmensanleihen aufstrebender Volkswirtschaften beschleunigt, als die Renditen dieser Anleihen auf ein ungewöhnlich niedriges



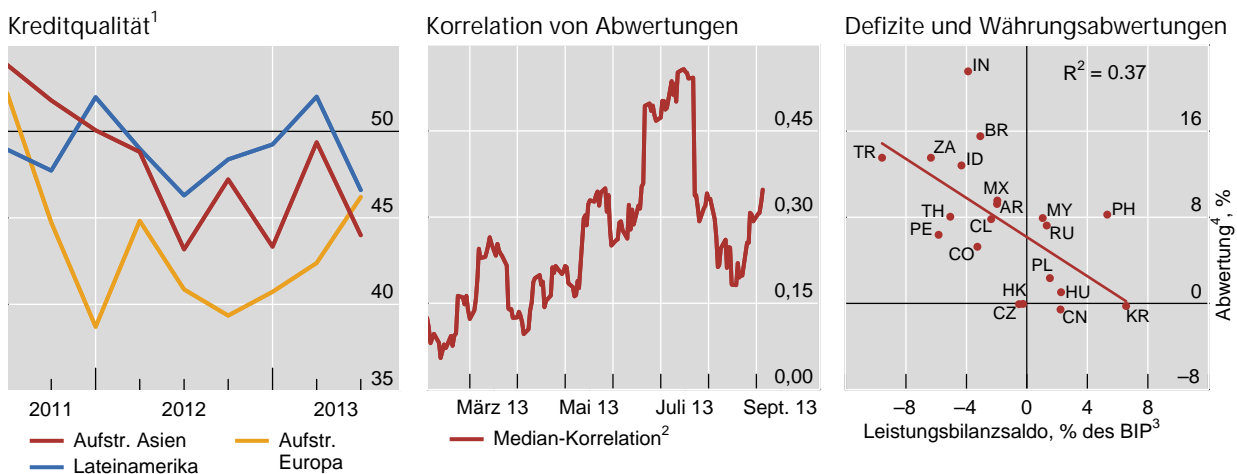
Schwarze vertikale Linien = 3. Mai, 22. Mai, 19. Juni bzw. 5. Juli 2013.

¹ Aggregierte Daten berechnet von MSCI. ² Fonds, die sowohl in Anleihen in Landeswährung als auch in Hartwährungsanleihen investieren. ³ Investment-Grade-Anleihefonds bestehen aus Fonds für kurz-, mittel- und langfristige Anleihen, Unternehmenstitelfonds sowie Total-Return-Fonds.

Quellen: Datastream; EPFR.

Niveau gefallen waren. Und zu den negativen Nebenwirkungen der steigenden Verschuldung gehörten auch sich mehrende Anzeichen immer lockererer Kreditvergabestandards im Bankensektor, was sich am steigenden Volumen notleidender Kredite ablesen lässt (Grafik 7 links). Da die Anleger der Meinung waren, die Bewertung der Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften sei in den letzten Jahren durch die reichlich vorhandene Liquidität aufgebläht worden, zogen sie sich aus diesen Vermögenswerten rasch zurück, als die steigenden Renditen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften den Anfang vom Ende der leicht zugänglichen Kredite signalisierten.

Nachdem die Währungen aufstrebender Volkswirtschaften gegenüber dem US-Dollar auf breiter Front abgewertet hatten, richteten die Anleger ihr Augenmerk erneut auf die Fundamentaldaten der einzelnen Länder. Ein Anzeichen des Übergangs war, dass die Korrelation der Abwertungen, die im Juni und Juli ziemlich hoch gewesen war, auf das im ersten Halbjahr beobachtete Niveau zurückging (Grafik 7 Mitte). Die Anleger lenkten ihr Augenmerk hauptsächlich auf Länder mit grossen Leistungsbilanzdefiziten, die besonders anfällig für plötzliche Kapitalabflüsse sind. Länder mit hohen Defiziten wie Brasilien, Indien, Indonesien, Südafrika und die Türkei verzeichneten denn auch die stärksten Währungsabwertungen (Grafik 7 rechts). Da sich die negativen Aussichten für Indien durch Berichte über die Zunahme notleidender Kredite bei heimischen Banken noch weiter verschlechterten, fiel die Rupie gegenüber dem US-Dollar Ende August auf ein Allzeittief. In Brasilien verstärkten Berichte, das Leistungsbilanzdefizit wachse schneller als erwartet – im Juli betrug es \$ 9 Mrd. –, den bereits durch die politische Unsicherheit bedingten Abwertungsdruck auf den Real. Die indonesische Rupiah wiederum fiel infolge neuer Zahlen, die zeigten, dass sich das Leistungsbilanzdefizit des Landes von 2,6% des BIP im ersten Quartal des Jahres auf 4,4% im zweiten ausgeweitet hatte. Derweil profitierte eine Reihe mittel- und osteuropäischer Länder davon, dass die Anleger



AR = Argentinien; BR = Brasilien; CL = Chile; CN = China; CO = Kolumbien; CZ = Tschechische Republik; HK = Hongkong SVR; HU = Ungarn; ID = Indonesien; IN = Indien; KR = Korea; MX = Mexiko; MY = Malaysia; PE = Peru; PH = Philippinen; PL = Polen; RU = Russland; TH = Thailand; TR = Türkei; ZA = Südafrika.

¹ Diffusionsindex: Werte unter 50 zeigen ein wachsendes Volumen notleidender Kredite an. ² Basierend auf dem US-Dollar-Wechselkurs der Währungen der Länder im rechten Feld. Medianwert aller Kurspaarkorrelationen der Abwertungsraten im Vormonat. ³ Ab dem 2. Quartal 2013 (neueste verfügbare Quartalsdaten). ⁴ Gegenüber dem US-Dollar, im Zeitraum 3. Mai bis 4. September 2013.

Quellen: IMF, *International Financial Statistics and World Economic Outlook*; CEIC; Datastream; Institute of International Finance; Berechnungen der BIZ.

diese aufstrebenden Volkswirtschaften als relativ sicher erachteten, weil sie bessere Leistungsbilanzen aufwiesen und mehr in den Euro-Raum exportierten, wo es Anzeichen für eine Erholung gab.

In einigen Ländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten verschärfte die hohe inländische Inflation die Situation. In Indien lag die Jahreststeuerung der Grosshandelspreise Ende August nahe bei 6%, und in Indonesien und der Türkei betrug der Anstieg des Verbraucherpreisindex über 8%, zum Teil wegen erheblicher Währungsabwertungen, die die Importkosten in die Höhe trieben. Hohe Inflationsraten wiederum können zu einer weiteren nominalen Abwertung führen und so einen Teufelskreis anheizen.

Da die Entscheidungsinstanzen der aufstrebenden Volkswirtschaften mit mehreren Problemen gleichzeitig zu kämpfen hatten, konzentrierten sich ihre Massnahmen in erster Linie darauf, der Abwertung ihrer Landeswährungen Einhalt zu gebieten. Angesichts des rasch schwindenden Anlegervertrauens intervenierte die Reserve Bank of India, um die Geldmarktzinsen in die Höhe zu treiben, und verhängte Kapitalverkehrskontrollen. Bis Ende August gab es jedoch nur wenige Anzeichen dafür, dass sich die Abwertung der Rupie verlangsamt hatte. Zudem kündigten die indischen Behörden längerfristige Massnahmen zur Eindämmung des Leistungsbilanzdefizits an. Zu diesen gehörten Steuern auf Silber- und Goldimporte sowie Schritte zur Liberalisierung der Eisenerzexporte und zur Reduzierung der Abhängigkeit Indiens von importierter Kohle. Die Zentralbanken Indonesiens, Brasiliens und der Türkei wiederum hoben die Leitzinsen an und intervenierten an den Devisenmärkten, um den Abfluss ausländischen Kapitals zu bremsen und die jeweilige Landeswährung zu stabilisieren. Die umfangreichen Devisenmarktinterventionen mehrerer Zentralbanken trugen in den letzten Monaten zu einem beträchtlichen Rückgang der Währungsreserven bei.

Volatilität am chinesischen Interbankmarkt

G. Ma und C. Shu

Am chinesischen Interbankmarkt kam es im Juni zu einer gravierenden Liquiditätsklemme. Der Engpass setzte im Mai ein, als sich die Referenzzinssätze, d.h. der Tagesgeldsatz und der 7-Tage-Reposatz, immer weiter der 5%-Marke näherten, nachdem sie sich in den ersten Monaten 2013 zwischen 2% und 3% bewegt hatten (Grafik A links). Mitte Juni überschritten sie die 10%-Marke, und am 20. Juni erreichten sie Höchststände von 25% bzw. 30%. Anschliessend gingen beide Zinssätze wieder zurück, bewegten sich am 25. Juni aber in einer immer noch erhöhten Spanne von 5%-8%. Gleichzeitig schnellte auch die Shanghai Interbank Offered Rate (SHIBOR) in die Höhe. Mit der Liquiditätsverknappung gingen zudem erhebliche Innertageschwankungen der Referenzzinssätze einher. Beim 7-Tage-Reposatz wurde am 20. Juni mit 2329 Basispunkten die grösste tägliche Schwankungsbreite verzeichnet, verglichen mit durchschnittlich 154 Basispunkten in den ersten fünf Monaten 2013.

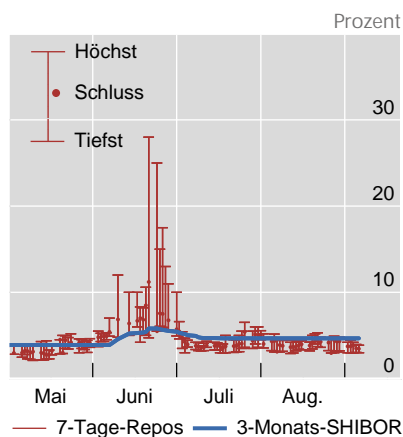
Dadurch brach das Interbankgeschäft stark ein: Das Volumen der gewährten Interbankkredite schrumpfte im Juni gegenüber dem Vormonat um über 60% auf CNY 1,6 Bio. (Grafik A Mitte). Im Juli und August erholte sich das Kreditvolumen wieder auf rund CNY 2,4 Bio., lag damit aber immer noch deutlich unter dem monatlichen Durchschnitt der ersten fünf Monate des laufenden Jahres (CNY 3,8 Bio.) sowie des Jahres 2012 (CNY 3,9 Bio.).

Zur Verschärfung der Refinanzierungsbedingungen am Interbankmarkt dürften sowohl Angebots- als auch Nachfragefaktoren beigetragen haben. Auf der Angebotseite ebten die Kapitalzuflüsse in US-Dollar Ende Mai merklich ab, sodass erheblich weniger Devisenmarktinterventionen und Währungsumwandlungen durchgeführt wurden. Ursächlich hierfür waren nationale wie auch globale Faktoren, darunter geringere Handelsüberschüsse (teilweise infolge des strengen Durchgreifens bei überhöhten Handelsrechnungen), striktere Vorschriften für die inländische Vergabe von Dollar-Krediten, die Eintrübung der Marktstimmung hinsichtlich der Wachstumsaussichten der chinesischen Wirtschaft sowie eine gestiegene globale Risikoaversion im Gefolge der vermehrten Spekulationen über eine Verlangsamung der staatlichen Wertpapierankäufe in den USA. Nachfrageseitig wurden die Spannungen am Geldmarkt dadurch verstärkt, dass der Liquiditätsbedarf über die gewöhnlichen saisonalen Erfordernisse hinaus hochschnellte, weil sich durch eine Verschärfung der Regeln für Vermögensverwaltungsprodukte die Mindestreserveanforderungen der Banken erhöhten und der Refinanzierungsbedarf der Banken aufgrund der zögerlicheren Verlängerung solcher Produkte anstieg. Die gestiegene Nachfrage am Interbankmarkt wurde zunächst von der People's Bank of China (PBoC) nicht gedeckt, die dadurch bewusst eine Verschärfung der Refinanzierungsbedingungen zuließ. Dies wurde von einigen Marktteilnehmern als Bemühung der PBoC zur Begrenzung der

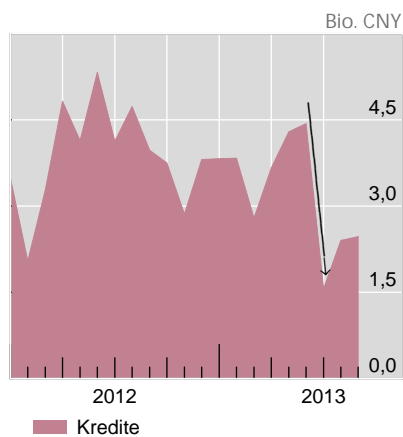
China: Interbankmarkt und Offenmarktgeschäfte

Grafik A

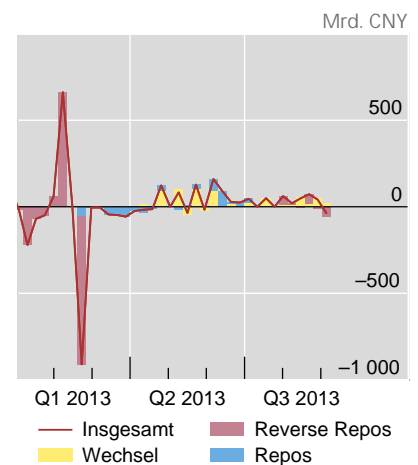
Kurzfristige Zinssätze am Interbankmarkt



Umsatz am Interbankmarkt



Offenmarktgeschäfte, netto¹



¹ Ein positiver Wert zeigt eine Nettozufuhr in den Markt an.

Quellen: Bloomberg; CEIC.

wachsenden Kreditvergabe an den Schattenbankensektor gewertet. Teilweise wurde am Markt sogar spekuliert, dass die PBoC damit eine geldpolitische Straffung signalisiere. Diese Interpretationen trugen zu einer vorsichtigeren Kreditausreichung seitens der Banken und letztlich zur Entstehung der Liquiditätsklemme bei.

Später beruhigten sich die Märkte, als die PBoC wieder mehr Liquidität bereitstellte und energisch ihre Entschlossenheit zur Stabilisierung der Märkte kundtat. Am 24. Juni teilte die Zentralbank mit, dass sie die allgemeine Liquiditätslage für angemessen halte, erkannte aber zugleich die Herausforderungen an, mit denen die Banken im Hinblick auf das Liquiditätsmanagement konfrontiert seien.

Am 25. Juni bekundete die PBoC ihre Absicht, aktiv von Offenmarktgeschäften, Refinanzierungsgeschäften, kurzfristigen Liquiditätsoperationen und ständigen Fazilitäten Gebrauch zu machen, um die Interbankliquidität zu steuern, die aussergewöhnlich hohe Volatilität zu begrenzen, die Erwartungen der Marktteilnehmer zu festigen und die Stabilität des Geldmarktes zu wahren. Die Liquiditätsbereitstellung über Offenmarktgeschäfte wurde zwar nicht wesentlich ausgeweitet (Grafik A rechts), doch die Zentralbank stellte ausgewählten Finanzinstituten, die die makroprudenziellen Kriterien erfüllten, aber kurzfristige Liquiditätsspritzen benötigten, bilaterale Liquidität zur Verfügung. Darüber hinaus wurden grosse Geschäftsbanken und staatseigene Entwicklungsbanken, die über Liquiditätsüberschüsse verfügten, aufgefordert, am Interbankmarkt Kredite zu gewähren.