

Fragile Hausse?¹

Die Hausse an den Finanzmärkten hält an, auch wenn es Mitte Oktober in den meisten Anlagekategorien erneut zu einem kurzzeitigen Volatilitätsschub kam. Dieser starke Einbruch der Risikoneigung war auf wachsende Unsicherheit über die Aussichten der Weltwirtschaft und den geldpolitischen Kurs sowie zunehmende geopolitische Spannungen zurückzuführen. Der Verkaufsdruck führte zu einem vorübergehenden Einbruch der Marktliquidität, was die Marktausschläge noch verstärkte.

Die Märkte erholten sich rasch, als die wirtschaftlichen Befürchtungen schwanden und einige bedeutende Zentralbanken ihre Geldpolitik weiter lockerten. Insbesondere die Bank of Japan und die EZB setzten ihre Stimulierungsmassnahmen fort, während die Federal Reserve ihr QE3-Wertpapierankaufprogramm beendete. Diese gegenläufigen Massnahmen lösten an den Devisenmärkten Unruhe aus, und der Dollar wertete gegenüber den meisten anderen Währungen auf.

Diese abrupten Marktbewegungen waren noch ausgeprägter als ähnliche Entwicklungen im August. Damals war auf eine plötzliche Korrektur an den Finanzmärkten weltweit rasch eine erneute Hausse gefolgt. Dies deutet darauf hin, dass die derzeitige Hochstimmung an den Finanzmärkten auf tönernen Füßen steht.

Sich mehrende Anzeichen für Fragilität

Im Berichtszeitraum boomten die Märkte, kurzzeitig unterbrochen von Volatilitätsschüben. Damit setzte sich der seit zwei Jahren anhaltende Aufwärtstrend an den globalen Finanzmärkten fort – vor dem Hintergrund eines schwachen Wachstums und einer ungewöhnlich akkommodierenden Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Reichliche geldpolitische Impulse nährten die Risikobereitschaft der Anleger und förderten eine Suche nach höher rentierenden Vermögenswerten. Die Aktienmärkte legten in diesen zwei Jahren kräftig zu, insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften (Grafik 1 links). Die Renditenaufschläge auf hochrentierende Unternehmensanleihen verengten sich (Grafik 1 Mitte), und angesichts rekordtiefer Renditen von Staatsanleihen stiegen die Bewertungen risikobehafteter Vermögenswerte (rechts). Das Renditestreben belebte auch die Märkte

¹ Dieser Artikel wurde von der Währungs- und Wirtschaftsabteilung der BIZ verfasst. Fragen zum Text können an Mathias Drehmann (mathias.drehmann@bis.org) und Adrian van Rixtel (adrian.vanrixtel@bis.org) gerichtet werden, Fragen zu Daten und Grafiken an Alan Villegas (alan.villegas@bis.org).

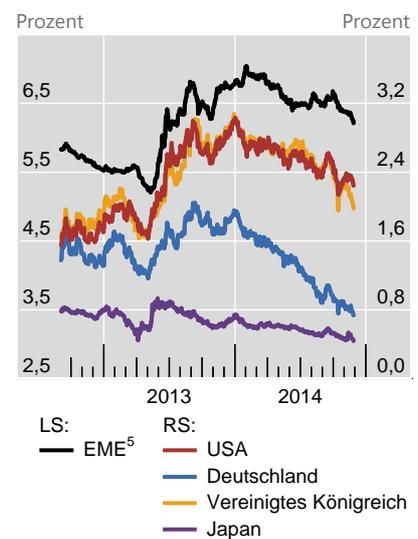
Entwicklung der Aktienmärkte¹



Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen²



Renditen langfristiger Staatsanleihen³



¹ Aktienmarktindizes, in der jeweiligen Landeswährung. ² Optionsbereinigte Aufschläge auf einen Index von Anleihen in Landeswährung von Finanzinstituten und Nichtfinanzunternehmen. ³ Renditen 10-jähriger Staatsanleihen. ⁴ Aktienindex MSCI Emerging Markets. ⁵ Index JPMorgan GBI-EM Broad Diversified (aufstrebende Volkswirtschaften), Rendite bis zur Fälligkeit. Dieser Index stellt eine umfassende Messgrösse für festverzinsliche Staatsschuldentitel aufstrebender Volkswirtschaften in Landeswährung dar.

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

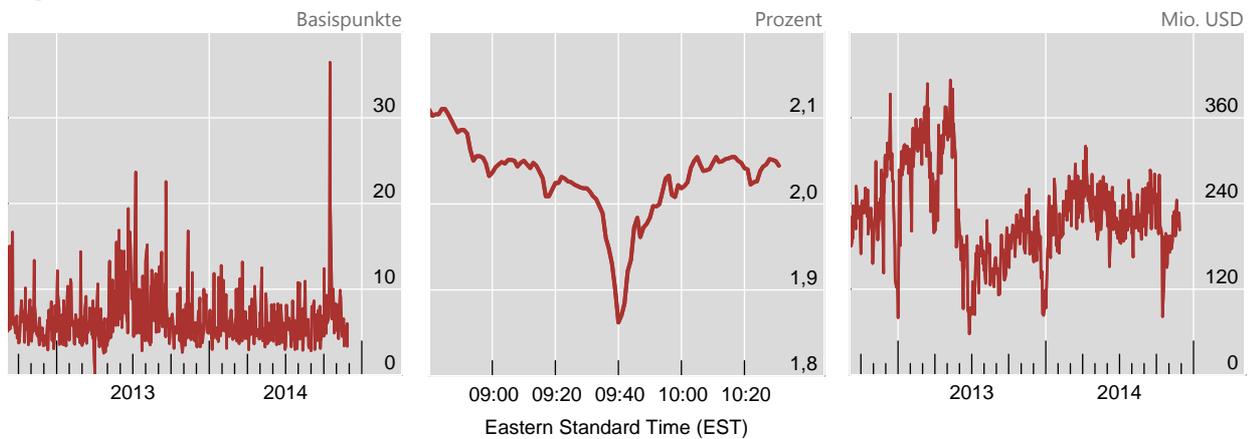
für strukturierte Finanzprodukte und insbesondere für Leveraged Loans, deren Absatz so hoch war wie seit 2008 nicht mehr (Kasten 1).

Doch die jüngsten Entwicklungen lassen vermuten, dass die Märkte zunehmend fragil werden. Die Aktienmärkte brachen Anfang August und Mitte Oktober weltweit ein (Grafik 1 links). Die extremen Innertages-Kursschwankungen von Mitte Oktober machen deutlich, wie empfindlich die Märkte mittlerweile sogar auf kleine Überraschungen reagieren. Am 15. Oktober ging die Rendite 10-jähriger US-Schatzanleihen um nahezu 37 Basispunkte zurück (Grafik 2 links) und fiel somit stärker als am 15. September 2008, als Lehman Brothers Konkurs angemeldet hatte. Die Marktschwankungen waren während eines Zeitfensters von 20 Minuten besonders heftig: Die Renditen gaben zuerst um rund 20 Basispunkte nach und stiegen dann wieder um ebenso viel (Grafik 2 Mitte). Diese Schwankungen waren im Verhältnis zu den tatsächlichen wirtschaftlichen und geldpolitischen Überraschungen gross, denn die einzige erwähnenswerte negative Meldung an jenem Tag war die Veröffentlichung der etwas unter den Erwartungen liegenden Daten zu den US-Einzelhandelsumsätzen eine Stunde vorher.

Der eigentliche Schock wurde durch sich verschlechternde Liquiditätsbedingungen noch erheblich verstärkt. Seit Jahresbeginn hatten viele fremdfinanzierte Anleger (in der Regel Hedge-Fonds) auf einen Anstieg der langfristigen Zinsen gesetzt und hielten entsprechend grosse Netto-Short-Positionen in Euro-dollar-Futures (Grafik 3 links). Ab Ende September begannen sie, diese Positionen aufzulösen, doch sie waren Mitte Oktober immer noch umfangreich. Und als einige Marktteilnehmer versuchten, rasch mehr von diesen Positionen glattzustellen, versiegte die Liquidität, was die Wirkung der schlechten Nachrichten verstärkte (Grafik 2 rechts).

Anleiherendite: Tageshöchst abzügl. Tagestiefst

Anleiherendite am 15. Oktober 2014

Tiefe des Anleihemarktes²

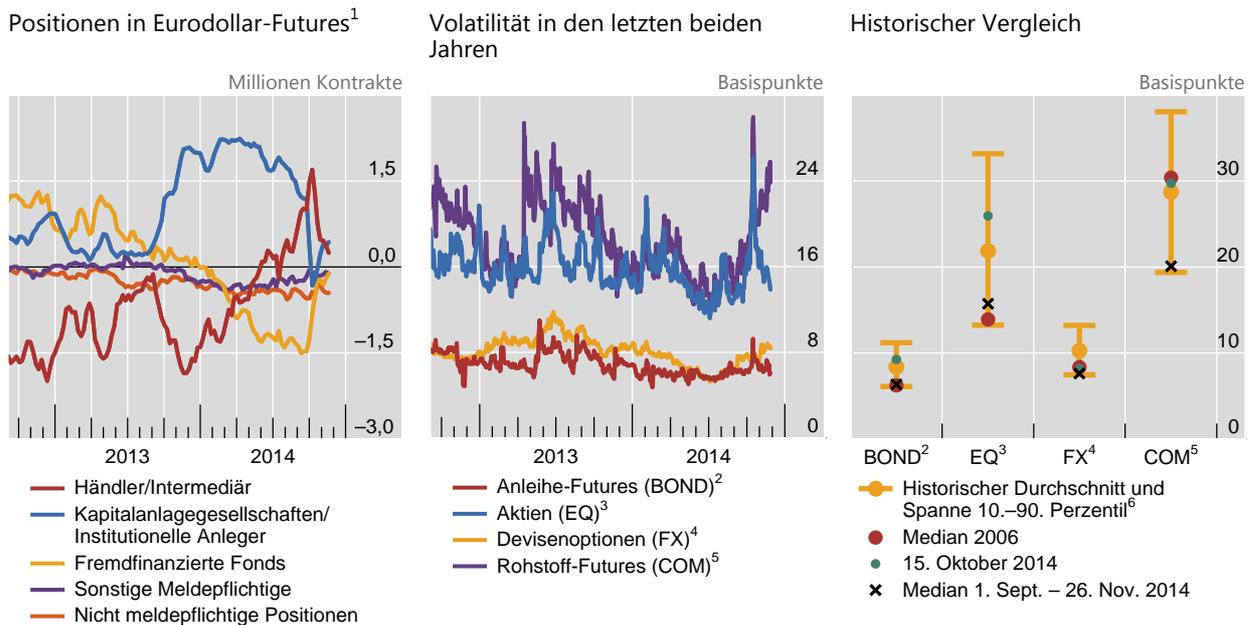
¹ Unspezifische 10-jährige US-Staatsanleihe. ² Berechnet als Durchschnitt der drei höchsten Geld- und Briefkurse, Tagesdurchschnitt in der Zeitspanne zwischen 8.30 Uhr und 10.30 Uhr EST.

Quellen: Bloomberg; JPMorgan Chase; Berechnungen der BIZ.

Doch die Märkte erholten sich rasch, und einige Anlagekategorien erreichten bis Ende November neue Höchststände. Anfänglich stützten Verlautbarungen von Vertretern der Federal Reserve und der Bank of England, die quantitative Lockerung könnte verlängert werden, die Märkte. Danach wurde das Vertrauen der Märkte durch überraschend gute Wirtschaftsdaten – beispielsweise für die US-Industrieproduktion – zusätzlich gestärkt. Ab Ende Oktober wurde die Geldpolitik in China, Europa und Japan weiter gelockert, was die US-Aktienmärkte auf ein neues Allzeithoch steigen (Grafik 1 links) und die Renditen langfristiger Staatsanleihen in zahlreichen Volkswirtschaften des Euro-Raums auf ein Rekordtief fallen liess. Die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen hingegen verharrten über ihrem Tiefstand vom Sommer (Grafik 1 Mitte).

Diese Stimmungswechsel spiegelten sich in den starken Schwankungen der impliziten (zukunftsgerichteten) Volatilität der wichtigsten Anlagekategorien wider. Am 15. Oktober schnellte die Volatilität am Aktienmarkt auf das höchste Niveau seit mehr als zwei Jahren hoch. Auch an den Kredit-, Rohstoff- und Devisenmärkten waren deutliche Volatilitätsausschläge zu verzeichnen (Grafik 3 Mitte). Doch aufgrund der wiedererwachten Zuversicht war der starke Anstieg nur von kurzer Dauer, sodass die Volatilität (d.h. das Medianniveau der Volatilität) im Vergleich zu historischen Referenzwerten meist niedrig war und ungefähr der Entwicklung im Jahr 2006 entsprach (Grafik 3 rechts).

Die Veröffentlichung des „Ergebnisberichts zur umfassenden Bewertung“ der EZB am 26. Oktober hatte in einem Umfeld besserer Marktbedingungen nur geringe Auswirkungen – trotz Anzeichen für eine Zunahme der Fragilität. Bei der Prüfung der Aktiva-Qualität und beim Stresstest – basierend auf den Finanzpositionen per Ende 2013 – wurde bei 25 der 130 teilnehmenden Institute eine Kapitallücke von insgesamt € 25 Mrd. festgestellt. Unter Berücksichtigung der in diesem Jahr bereits erfolgten Kapitalaufstockungen beläuft sich die derzeitige Kapitallücke aber auf € 9,5 Mrd. und verteilt sich auf 13 Banken. Die Marktreaktionen waren zu Beginn neutral bis positiv. Zwar notierten die Aktien der meisten im Bericht der EZB



¹ Aus dem Bericht *Traders in Financial Futures* (TFF) der Commodity Futures Trading Commission der USA; eine negative Zahl entspricht aggregierten Netto-Short-Positionen in 3-monatigen Eurodollar-Futures, gehandelt an der Chicago Mercantile Exchange. ² Gewichteter Durchschnitt, auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten, der impliziten Volatilität von Optionen am Geld auf langfristige Anleihefutures für Deutschland, Japan, die USA und das Vereinigte Königreich. ³ Implizite Volatilität der Aktienindizes S&P 500, EURO STOXX 50, FTSE 100 und Nikkei 225; gewichteter Durchschnitt basierend auf der Marktkapitalisierung der betreffenden Indizes. ⁴ Index JPMorgan VXY Global, ein umsatzgewichteter Index der impliziten Volatilität von 3-monatigen Optionen am Geld auf 23 Währungspaare mit USD. ⁵ Einfacher Durchschnitt der impliziten Volatilität von Optionen am Geld auf Rohstoff-Futures (Erdöl, Gold und Kupfer). ⁶ Daten ab 2001.

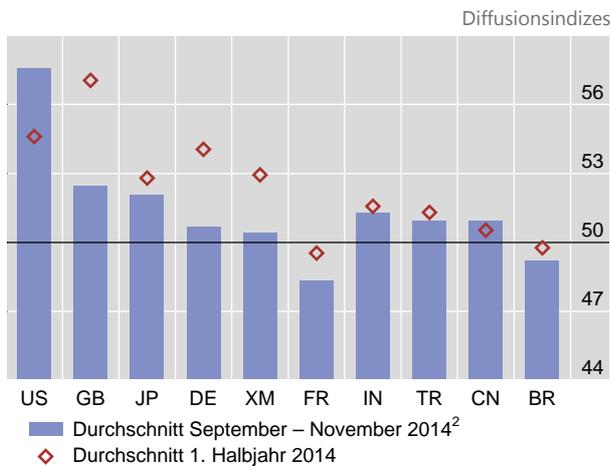
Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

erfassten Banken am ersten Handelstag nach Bekanntgabe der Ergebnisse tiefer, doch erholten sich die Kurse des Grossteils der Banken bis Ende Woche wieder – mit Ausnahme der Banken, die grosse Kapitallücken auswiesen.

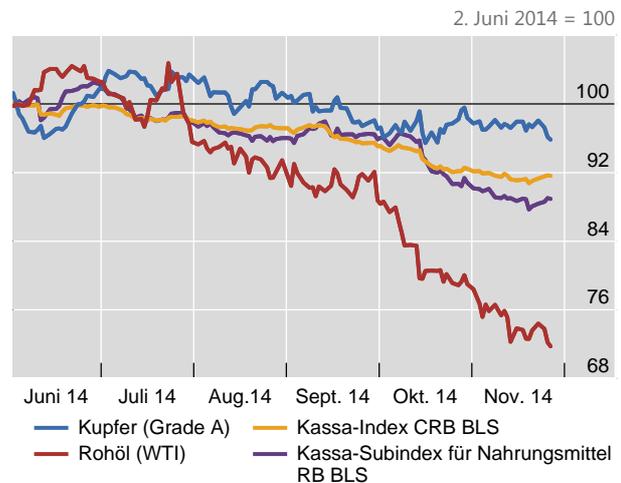
Weltweite Divergenzen könnten zu einer Zunahme der Fragilität führen

Der jüngste Volatilitätsschub an den Finanzmärkten erfolgte in einem Umfeld zunehmender Unsicherheit in Bezug auf die globalen Wirtschaftsaussichten und wachsender geopolitischer Spannungen. Die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe deuteten auf einen Rückgang der Konjunkturdynamik hin, insbesondere in Europa (Grafik 4 links). Die Märkte wurden vor allem von den Daten für Deutschland überrascht, wo der stark beachtete ifo-Geschäftsklimaindex im Oktober beinahe auf den tiefsten Stand seit zwei Jahren fiel. Ein weiterer Einflussfaktor waren die trüben Weltwirtschaftsprognosen des IWF, der weitere Schwachstellen, u.a. Japan, China und grosse aufstrebende Volkswirtschaften, ausmachte. Eine bedeutende Ausnahme von diesen schwächeren Wirtschaftsaussichten bildeten die Prognosen für die USA, wo die jüngsten Daten auf eine nachhaltigere Erholung hindeuteten.

Einkaufsmanagerindizes verarbeitendes Gewerbe¹



Rohstoff-Spotpreise



BR = Brasilien; CN = China; DE = Deutschland; FR = Frankreich; GB = Vereinigtes Königreich; IN = Indien; JP = Japan; TR = Türkei; US = USA; XM = Euro-Raum.

¹ Der jeweilige Einkaufsmanagerindex (EMI) wird aus monatlichen Erhebungen bei Unternehmen des privaten Sektors abgeleitet. Werte über (unter) 50 zeigen eine Expansion (ein Schrumpfen) an. ² Brasilien, China, Indien und Türkei: September–Oktober 2014.

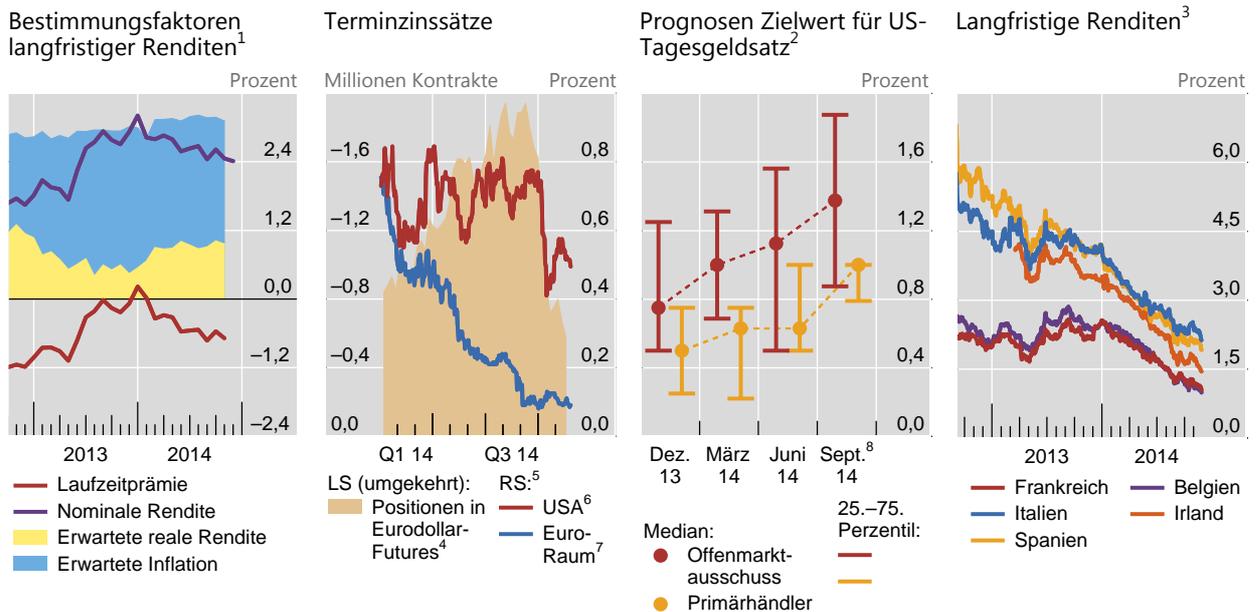
Quellen: Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

Die Preise von Erdöl und anderen Rohstoffen brachen weiter ein (Grafik 4 rechts). Dies war teilweise auf das schwächere Wachstum zurückzuführen, doch scheint zumindest beim Erdöl ein wachsendes Angebot die zentrale Rolle gespielt zu haben. Mehrere wichtige erdölproduzierende Länder haben die Fördermenge in den letzten Monaten erheblich erhöht. Insgesamt dürften sich die tieferen Rohstoffpreise positiv auf die Weltwirtschaft auswirken. Insbesondere Nettoimporteure von Rohstoffen werden profitieren, und zwar sowohl über Verbesserungen ihrer Leistungsbilanz als auch tiefere Energiesubventionen. Rohstoffexportierende Länder hingegen könnten leiden, insbesondere jene mit schwächeren gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten, was zur negativen Marktstimmung bezüglich Ländern wie Brasilien und Russland beiträgt.

Die divergierende makroökonomische Entwicklung spiegelte sich in unterschiedlichen geldpolitischen Massnahmen wider. Die Federal Reserve beendete am 29. Oktober ihr QE3-Programm. Durch dieses Programm hatte sich die Bilanz der Federal Reserve seit September 2012 um nahezu 60% auf \$ 4,5 Bio. aufgebläht – ein Anstieg von 25% im Verhältnis zum BIP per Mitte 2014. Gleichzeitig beliess sie ihren Tagesgeldsatz an der Nullzinsgrenze. Da diese geldpolitischen Massnahmen weithin vorausgesehen worden waren, wirkten sie sich nur wenig auf die Vermögenspreise aus – im Gegensatz zum sogenannten Tapering-Schock im letzten Jahr.

Trotz des Ausstiegs der Federal Reserve aus ihrem QE3-Programm blieben Schätzungen der Laufzeitprämie auf die Renditen von US-Schatztiteln deutlich im negativen Bereich und fielen sogar noch weiter. Von September bis Ende Oktober 2014 gingen sie für die Renditen 10-jähriger US-Schatzanleihen um mehr als 10 Basispunkte zurück (Grafik 5 links).

Auch die Markterwartungen bezüglich der künftigen kurzfristigen US-Zinssätze sanken. Die Terminalsätze für Ende 2015 fielen (Grafik 5 Mitte links) und ähnliche



¹ Aufschlüsselung der 10-jährigen nominalen US-Rendite mithilfe eines kombinierten makroökonomischen und Fristenstrukturmodells. Siehe P. Hördahl und O. Tristani, „Inflation risk premia in the euro area and the United States“, *International Journal of Central Banking*, September 2014. ² Prognosen für Ende 2015. Horizontale Achse: Publikationsdaten der Prognosen. Ab September 2014 erhöhte sich der Wert der FOMC-Prognosen auf den nächsten ¼-Prozentpunkt (von einem vorherigen Referenzwert von ¼-Prozentpunkt); die Prognosen der Primärhändler betreffend den US-Tagesgeldzielsatz hingegen beziehen sich auf Umfrageergebnisse am oberen Rand der Zielspanne. ³ Rendite von unspezifischen 10-jährigen Staatsanleihen; Innertages-Tiefstände. ⁴ Aus dem Bericht *Commitments of Traders (COT)* – *Chicago Mercantile Exchange* der Commodity Futures Trading Commission der USA; eine negative Zahl entspricht aggregierten Netto-Short-Positionen in 3-monatigen Eurodollar-Futures von „non-commercial traders“ (Spekulanten; der Bericht unterteilt die meldepflichtigen Händler in „commercial“ und „non-commercial“). ⁵ Impliziert durch Futures-Kontrakte mit Ablauf im Dezember 2015. ⁶ 30-tägige Futures auf den US-Tagesgeldsatz. ⁷ 3-Monats-EURIBOR-Futures. ⁸ Primärhändler: Oktober 2014.

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

Entwicklungen zeigten sich über das gesamte Laufzeitenspektrum. Die Korrekturen waren am 15. Oktober besonders stark und glichen sich bei der effektiven Beendigung des QE3-Programms nicht wieder aus. Während des ganzen Jahres sagten Primärhändler stets deutlich tiefere künftige Zinsen voraus als die Mitglieder des Offenmarktausschusses der Federal Reserve (Grafik 5 Mitte rechts). Eine künftige Konvergenz der Erwartungen könnte das Risiko abrupter Korrekturen erhöhen.

Im Gegensatz zur Federal Reserve lockerte die EZB ihre Geldpolitik weiter. Anfang September senkte sie den Zinssatz für ihre Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 10 Basispunkte auf 0,05% und den Zinssatz für die Einlagefazilität auf -0,20%. Ausserdem kündigte der EZB-Rat an, er werde forderungsunterlegte Wertpapiere (Asset-backed-Securities) mit Basiswerten in Form von Forderungen an den privaten Nichtfinanzsektor des Euro-Raums ankaufen sowie auf Euro lautende gedeckte Schuldverschreibungen, die von monetären Finanzinstituten (MFI) mit Sitz im Euro-Raum begeben wurden. Diese Programme begannen im Oktober bzw. im November. Zusammen mit den verschiedenen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften, die bis Juni 2016 durchgeführt werden sollen, dürften diese Programme die Bilanzsumme der EZB wieder auf ihren Stand von Anfang 2012 ansteigen lassen. Die Bilanzsumme könnte sich somit um rund € 1 Bio. erhöhen, was 50% ihres derzeitigen Umfangs oder rund 10% des BIP des Euro-Raums per Mitte 2014 entspricht.

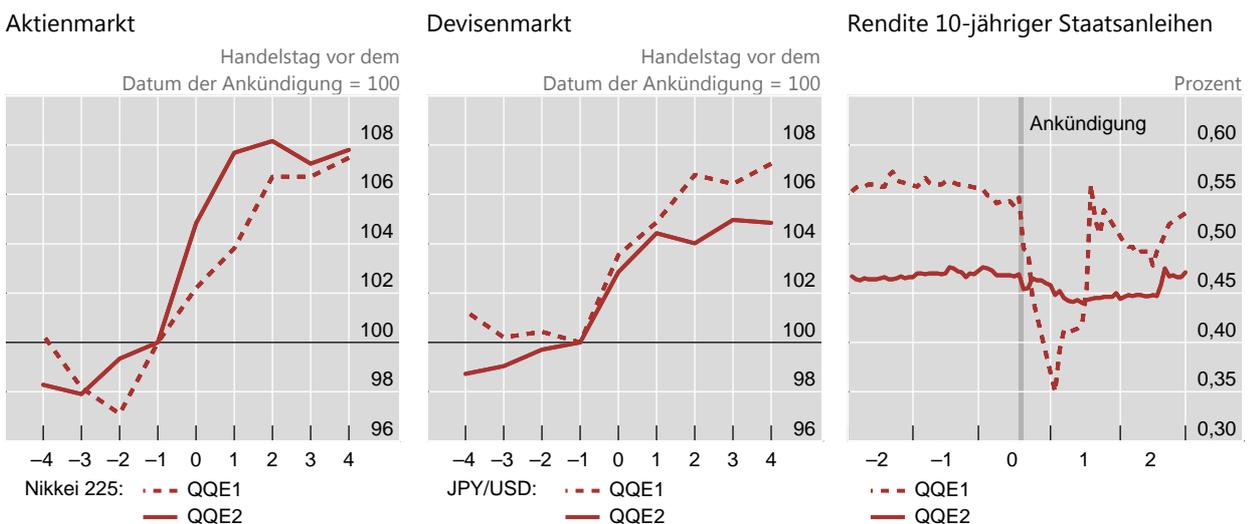
Die wichtigsten geldpolitischen Ankündigungen der letzten Monate waren von den Märkten erwartet worden und lösten daher kaum Reaktionen aus. Allerdings fielen die Renditen langfristiger Staatsanleihen vieler Länder des Euro-Raums nach einer Rede von EZB-Präsident Draghi am 21. November auf ein Rekordtief. Darin betonte dieser, sollten sich die derzeit angekündigten Massnahmen als unzureichend erweisen, werde die EZB alles Erforderliche – Änderung des Umfangs, des Rhythmus und der Zusammensetzung der Ankäufe von Aktiva – tun, damit die Inflation und die Inflationserwartungen steigen. Dies löste einen weiteren Rückgang der Renditen 10-jähriger Staatsanleihen aus, die in neun grossen Ländern des Euro-Raums, u.a. Frankreich, Irland und Spanien, bis zum Ende des Berichtszeitraums am 26. November auf ein Allzeittief fielen (Grafik 5 rechts).

Am 31. Oktober überraschte die Bank of Japan die Märkte durch eine Ausweitung ihres Programms der quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung (QQE): Sie hob ihr Ziel für die Ausdehnung der Geldbasis von ¥ 60–70 Bio. auf ¥ 80 Bio. pro Jahr an. Durch dieses Programm würde die Bilanzsumme der Bank of Japan im Laufe des nächsten Jahres um nahezu 30% oder um mehr als 16% des BIP per Mitte 2014 anwachsen. Gleichentags gab der japanische Government Pension Investment Fund (GPIF) bekannt, er werde in seinem Portfolio die Gewichtung der inländischen Aktien erhöhen und die Bestände ausländischer Wertpapiere ausbauen.

Die Finanzmärkte reagierten heftig auf die geldpolitischen Anpassungen in Japan. Am Tag, an dem die Massnahmen angekündigt wurden, stiegen die Kurse japanischer Aktien um nahezu 5%, und der Yen wertete gegenüber dem US-Dollar um rund 3% ab (Grafik 6 links und Mitte). Diese Kursänderungen fielen entweder stärker oder fast gleich stark aus wie diejenigen am 4. April 2013, als das QQE-Programm eingeführt worden war. Die Auswirkungen auf die bereits niedrigen Renditen japanischer Staatsanleihen hingegen waren moderat, was vielleicht die

Finanzmärkte unter dem Einfluss von geldpolitischen Änderungen in Japan¹

Grafik 6



¹ Horizontale Achse: Handelstage vor und nach den Ankündigungsdaten. Null = Ankündigungsdatum: 4. April 2013 – Programm der quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung (QQE1); 31. Oktober 2014 – zweites Programm der quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerung (QQE2) und Beschluss des Government Pension Investment Fund, die Gewichtung inländischer Aktien sowie die Bestände ausländischer Vermögenswerte zu erhöhen. Schlusskurse für Aktienmarkt und Devisenmarkt bzw. Innertagesrenditen für 10-jährige japanische Staatsanleihen.

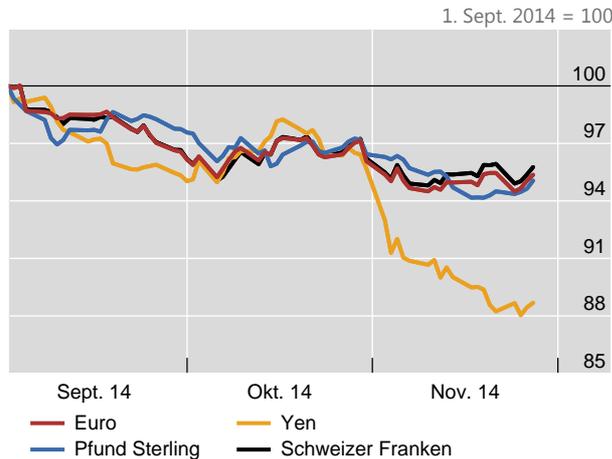
Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Zuversicht der Märkte widerspiegelte, dass es an den Anleihemärkten nicht erneut zu der extremen Volatilität kommen würde, die nach der ursprünglichen Einführung des QQE beobachtet worden war (Grafik 6 rechts). Auch die Erwartung, die Verkäufe japanischer Staatsanleihen durch den GPIF würden die Anleiheankäufe durch die Bank of Japan teilweise neutralisieren, spielte eine Rolle.

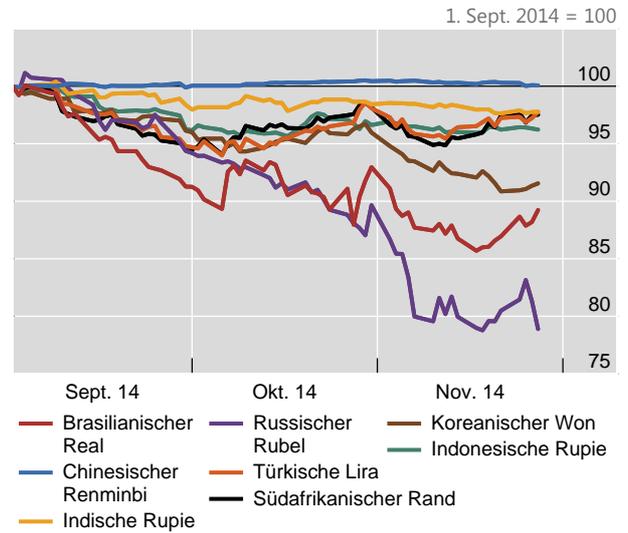
US-Dollar wertet auf

Grafik 7

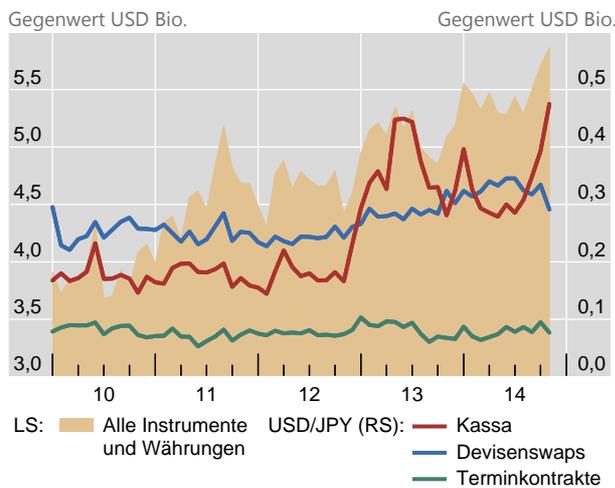
Wechselkurse, fortgeschrittene Volkswirtschaften¹



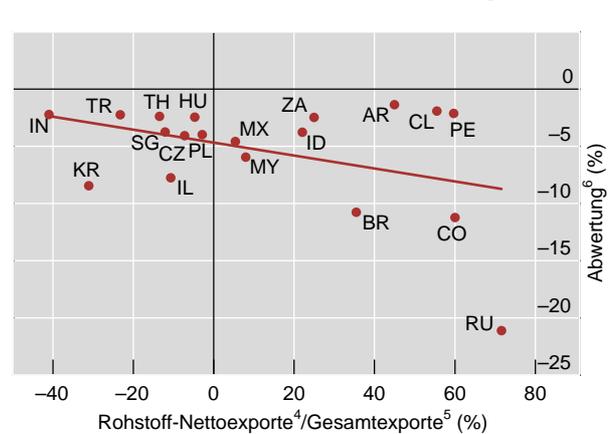
Wechselkurse, aufstrebende Volkswirtschaften¹



Devisenhandelsumsätze²



Rohstoffexporte und Wechselkursentwicklung³



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

¹ US-Dollar je Einheit Landeswährung. Rückgang = Abwertung der Landeswährung. ² Referenzierte Datenreihe, berechnet mithilfe des proportionalen Denton-Verfahrens. Die Daten von CLS werden saisonbereinigt, bevor das Referenzierungsverfahren angewendet wird. Siehe M. Bech und J. Sobrun, „FX market trends before, between and beyond Triennial Surveys“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2013. ³ Die rote Linie stellt die prognostizierten Werte aus einer linearen Regression der Abwertung der Landeswährung auf die relative Bedeutung der Rohstoffnettoexporte dar; $R^2 = 0,16$. ⁴ Rohstoffexporte abzüglich Rohstoffimporte im Jahr 2013. Die Rohstoffsektoren umfassen die Codes 0, 1, 2, 3, 4, 68, 667 und 971 der Standard International Trade Classification. ⁵ Gesamte Güterexporte im Jahr 2013. ⁶ Veränderung des Wechselkurses, in US-Dollar je Einheit Landeswährung, im Zeitraum 1. September bis 26. November 2014. Ein negativer Wert stellt eine Abwertung der Landeswährung dar.

Quellen: Bloomberg; CLS; Datastream; Erhebungen des Foreign Exchange Committee; UNO-Datenbank Commodity Trade Statistics; 3-jährliche Zentralbankerhebung der BIZ über das Geschäft an den Devisen- und Derivatmärkten 2013; Berechnungen der BIZ.

Angesichts einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums senkte die People's Bank of China nach Handelsschluss der inländischen Börsen am 21. November ihre wichtigsten Leitzinsen – die erste solche Massnahme seit Juli 2012. Der Referenzzinssatz für einjährige Ausleihungen wurde um 40 Basispunkte auf 5,6% und der Referenzzinssatz für einjährige Einlagen um 25 Basispunkte auf 2,75% gesenkt. Die Zinssätze für Kredite und Einlagen mit anderen Laufzeiten wurden ebenfalls entsprechend gesenkt. Die Märkte reagierten weltweit positiv auf die Nachricht. Die Preise am Spotmarkt für Erdöl stiegen sogleich um 1,1%. Am darauffolgenden Montag stieg der CSI300-Index – der Aktienindex für die grössten an den Börsen in Shanghai und Shenzhen notierten chinesischen Unternehmen – um 1,2%.

Die gegenläufigen Massnahmen der wichtigsten Zentralbanken der Welt lösten starke Wechselkursschwankungen aus. Der Dollar wertete gegenüber den meisten Währungen auf (Grafik 7 oben). Von den Währungen fortgeschrittener Volkswirtschaften war der Yen besonders stark betroffen – nicht nur am 31. Oktober, sondern während des gesamten Berichtszeitraums. Dadurch schnellten die Umsätze am Dollar/Yen-Kassamarkt hoch, was weltweit zu Rekordumsätzen an den Devisenmärkten führte (Grafik 7 links unten).

Die Währungen der meisten aufstrebenden Volkswirtschaften gaben gegenüber dem Dollar ebenfalls nach, die Währungen rohstoffimportierender Länder weniger stark als diejenigen rohstoffexportierender Länder (Grafik 7 rechts unten). Die türkische Lira, die indische Rupie und der thailändische Baht werteten in den letzten drei Monaten knapp 3% gegenüber dem Dollar ab, der koreanische Won etwas stärker.

Die Kombination eines starken Dollars und niedriger Rohstoffpreise führte zu einer beträchtlichen Abwertung der Währungen von Nettoexporteuren von Rohstoffen. In einigen Fällen kam es zu Wechselwirkungen zwischen diesen globalen Faktoren und länderspezifischen Schwächen. Der brasilianische Real beispielsweise wertete bei Unsicherheit im Zusammenhang mit der Präsidentschaftswahl und insgesamt trüben Wirtschaftsaussichten ab. Der Rubel brach im September und Oktober infolge der Wirtschaftssanktionen gegen Russland und einer Eskalation des Ukraine-Konflikts um mehr als 13% ein. Um ihre Währung zu stützen, erhöhte die russische Zentralbank am 31. Oktober die Leitzinsen um 150 Basispunkte. Doch der Abwertungsdruck hielt an. Am 5. November entschied sie, die Devisenmarktinterventionen zur Stützung der Währung zu reduzieren, woraufhin der Rubel am folgenden Tag 4% an Wert verlor. Am 10. November hob die Zentralbank den Handelskorridor für den Rubel auf und liess die Währung frei schwanken, wodurch sich der Wechselkurs stabilisierte.

Die Aufwertung des Dollars vor dem Hintergrund divergierender geldpolitischer Massnahmen könnte – sollte sie anhalten – spürbare Folgen für die Weltwirtschaft, insbesondere für die aufstrebenden Volkswirtschaften, haben. Sie könnte beispielsweise finanzielle Schwachstellen blosslegen, denn viele Unternehmen in den aufstrebenden Volkswirtschaften haben umfangreiche Verbindlichkeiten, die auf US-Dollar lauten.² Eine anhaltende Abwertung der Landeswährung gegenüber dem Dollar könnte die Kreditwürdigkeit vieler Unternehmen mindern, was womöglich zu einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen führen würde.

² M. Chui, I. Fender und V. Sushko, „Risks related to EME corporate balance sheets: the role of leverage and currency mismatch“ (nur auf Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2014.

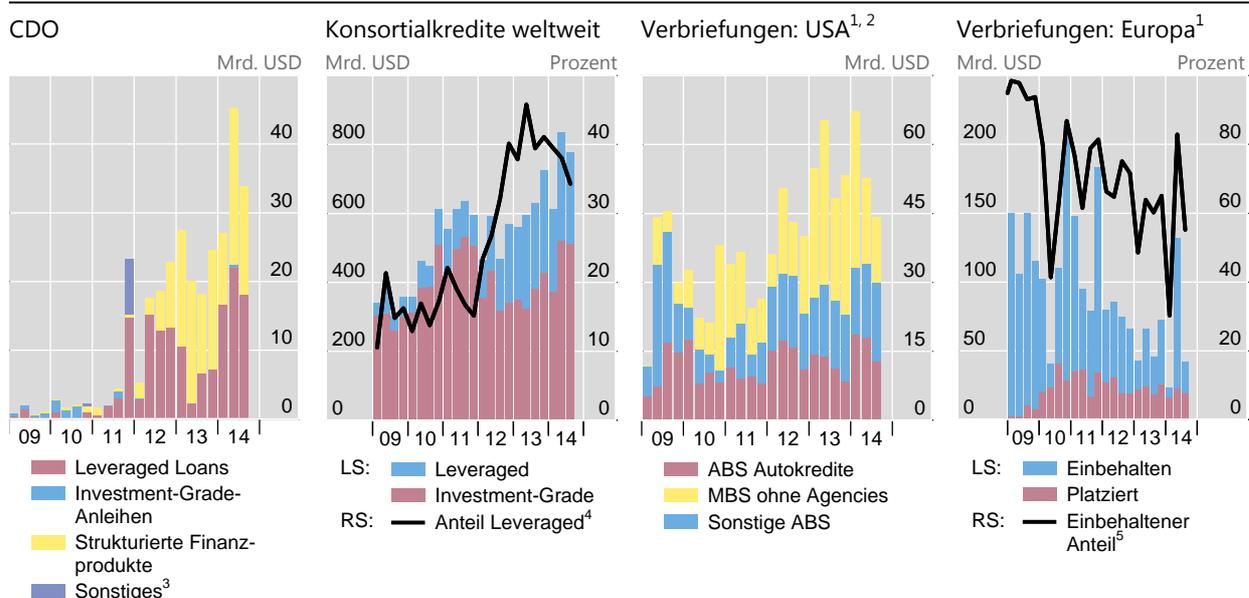
Anzeichen einer Erholung an den Märkten für strukturierte Finanzierung und Leveraged Loans

Branimir Gruić, Adrian van Rixtel und Jhuvesh Sobrun

Durch die Renditesuche der Anleger wurden einige Segmente der Märkte für strukturierte Finanzprodukte wiederbelebt, und die Emission von Leveraged Loans erreichte Rekordstände. Der Absatz von Collateralised-Debt-Obligations (CDO) erholte sich in den ersten drei Quartalen 2014 deutlich (Grafik A ganz links). Diese Instrumente bündeln Portfolios von Vermögenswerten zu neuen Wertpapieren, die höhere Renditen bieten und mit einem relativ diversifizierten Sicherheitenpool unterlegt sind. Während CDO vor der Finanzkrise überwiegend mit Asset-backed-Securities besichert waren, bestanden sie zuletzt zu rund 55% aus Leveraged Loans. Somit hat sich durch strukturierte Finanzprodukte die Anlegerbasis für diese Art von Krediten vergrößert, die in den letzten Jahren etwa 40% der gesamten Konsortialkredite ausmachten (Grafik A Mitte links). Inzwischen übertrifft die Aktivität am Leveraged-Loan-Markt sogar wieder das Vorkrisenniveau: Von Januar bis Ende September 2014 wurden im Schnitt Leveraged Loans im Volumen von \$ 250 Mrd. pro Quartal platziert, deutlich mehr als im Vorfeld der Krise (durchschnittlich \$ 190 Mrd. pro Quartal im Zeitraum von 2005 bis Mitte 2007). Demgegenüber wurden zuletzt wesentlich weniger CDO abgesetzt als in den Rekordjahren 2006 und 2007.

Absatz an den Märkten für strukturierte Finanzierung und Leveraged Loans

Grafik A



ABS = Asset-backed-Securities (forderungsunterlegte Wertpapiere); CDO = Collateralised Debt-Obligations (forderungsbesicherte Schuldverschreibungen); MBS = Mortgage-backed-Securities (hypothekenunterlegte Wertpapiere).

¹ Ohne „true-sales“-CDO. ² Ohne MBS von Agencies. ³ Hochrentierende Anleihen, diverse Sicherheiten, sonstige Swaps und anderes. ⁴ Anteil der Leveraged Loans an den gesamten Konsortialkrediten für Unternehmen. ⁵ Einbehaltener Anteil an den gesamten Verbriefungen.

Quellen: Association for Financial Markets (AFME) in Europa; Dealogic; Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA); Berechnungen der BIZ.

Auch an den Verbriefungsmärkten hat in den letzten Jahren eine Wiederbelebung stattgefunden, vor allem in den USA (Grafik A Mitte rechts). Dort betrug die Gesamtemission von Verbriefungsprodukten (ohne Agency-Schuldtitel) in den ersten drei Quartalen 2014 insgesamt \$ 164 Mrd. und lag damit erheblich höher als in den entsprechenden Zeiträumen der Jahre 2009 und 2010. Hypothekenbesicherte Wertpapiere (ohne Agency-Schuldtitel) legten besonders stark zu, worin sich die Aufhellung an den Immobilien- und Hypothekenmärkten der USA widerspiegelt. In Europa haben sich die Verbriefungsmärkte viel schleppender erholt: Im Zeitraum Januar bis September 2014 war zwar verglichen mit dem entsprechenden Vorjahrszeitraum eine Belebung zu erkennen, der Absatz blieb aber weit hinter dem Niveau früherer Jahre zurück. Allerdings hat sich die Zusammensetzung der Verbriefungen wesentlich geändert, wobei einbehaltene Verbriefungen öffentlich platzierten Emissionen gewichen sind (Grafik A ganz rechts). Einbehaltene Verbriefungen werden nicht an den Kapitalmärkten platziert, sondern verbleiben in den Bilanzen der Emittenten, die sie als Sicherheiten für Liquiditätsoperationen der Zentralbank verwenden. Der Anteil der einbehaltenen Verbriefungen am gesamten Emissionsvolumen sank von 97% in den ersten drei Quartalen 2009 auf 56% im selben Zeitraum 2014. Darin kommt ein stärkeres Engagement privater Anleger an den europäischen Verbriefungsmärkten zum Ausdruck.

Das Börsenprojekt Shanghai-Hongkong Stock Connect

Feng Zhu

Am 10. April 2014 gaben die Wertpapieraufsichtsbehörden Chinas und der SVR Hongkong – die China Securities Regulatory Commission (CSRC) und die Securities and Futures Commission (SFC) – ein Pilotprogramm zur Schaffung eines gegenseitigen Börsenzugangs zwischen Festlandchina und Hongkong bekannt. Am 17. Oktober unterzeichneten die beiden Aufsichtsbehörden ein Memorandum of Understanding (MoU), das die Grundsätze und Modalitäten ihrer Zusammenarbeit bei der Regulierung und Durchsetzung im Rahmen des geplanten Programms niederlegte. Am 10. November beschlossen sie, Stock Connect am 17. November 2014 zu lancieren.

Stock Connect – auch als „through train“ (durchgehende Verbindung) bezeichnet – ermöglicht den Aktienhandel zwischen der Shanghai Stock Exchange (SSE) und der Stock Exchange of Hong Kong Limited (SEHK). Im „Südwärtshandel“ von Shanghai Richtung Hongkong können Anleger in Festlandchina über die Börse Shanghai mit bis zu 266 zugelassenen, in Hongkong notierten Aktien handeln. Dabei sind die täglichen (Netto-)Käufe auf RMB 10,5 Mrd. und das Gesamtvolumen des Programms auf RMB 250 Mrd. begrenzt. Die für den Handel zugelassenen Aktien entsprechen 82% der Marktkapitalisierung der Hongkonger Börse.① Im „Nordwärtshandel“ von Hongkong Richtung Shanghai können globale Investoren mit bis zu 568 zugelassenen, in Shanghai notierten Aktien handeln. In diese Richtung beträgt das tägliche Kontingent für (Netto-)Käufe RMB 13 Mrd., und der Gesamtrahmen wurde auf RMB 300 Mrd. festgelegt. In diesem Fall entsprechen die für den Handel zugelassenen Aktien 90% der Marktkapitalisierung der Börse Shanghai. Die Kontingentierung gilt nur für Kauforder; Verkauforder sind immer möglich. Die Kontingente können in Zukunft angepasst werden.

Das Programm muss sicherstellen, dass Broker die Vorschriften und Regulierungen an zwei sehr unterschiedlichen Märkten befolgen. Die Vorbereitung und Erarbeitung gemeinsamer Abläufe stellte eine grosse Herausforderung dar und erforderte eine enge Zusammenarbeit der beiden Aufsichtsbehörden. Ein zentrales Thema war dabei die Besteuerung. Am 14. November gaben das Finanzministerium, die Steuerverwaltungsbehörde und die Wertpapierbehörde Chinas bekannt, für Investoren im Nordwärtshandel auf unbestimmte Zeit und für Einzelanleger im Südwärtshandel drei Jahre lang die Kapitalertragbesteuerung auszusetzen. Ausserdem würden Anleger auf beiden Seiten von der Gewerbesteuer für Aktienhandel befreit.

Stock Connect kann für China ein wichtiger Meilenstein bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs sein. Die Börse Shanghai hat mit \$ 2,96 Bio. (Stand Ende Oktober 2014) die siebtgrösste Marktkapitalisierung weltweit, ist aber nach wie vor relativ geschlossen. Für ausländische institutionelle Anleger war der Marktzugang bislang auf das Qualified Foreign Institutional Investor Program (QFII) und das Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor Program (RQFII) im Rahmen entsprechender MoU zwischen den Herkunftsländern der Unternehmen und China beschränkt, die der Genehmigung durch die Regulierungsbehörde bedürfen und strengen, individuell gewährten Handelskontingenten unterliegen. Stock Connect ist eine bedeutsame Ergänzung zu den bestehenden Programmen und bringt eine beispiellose Öffnung der chinesischen Kapitalmärkte mit sich:

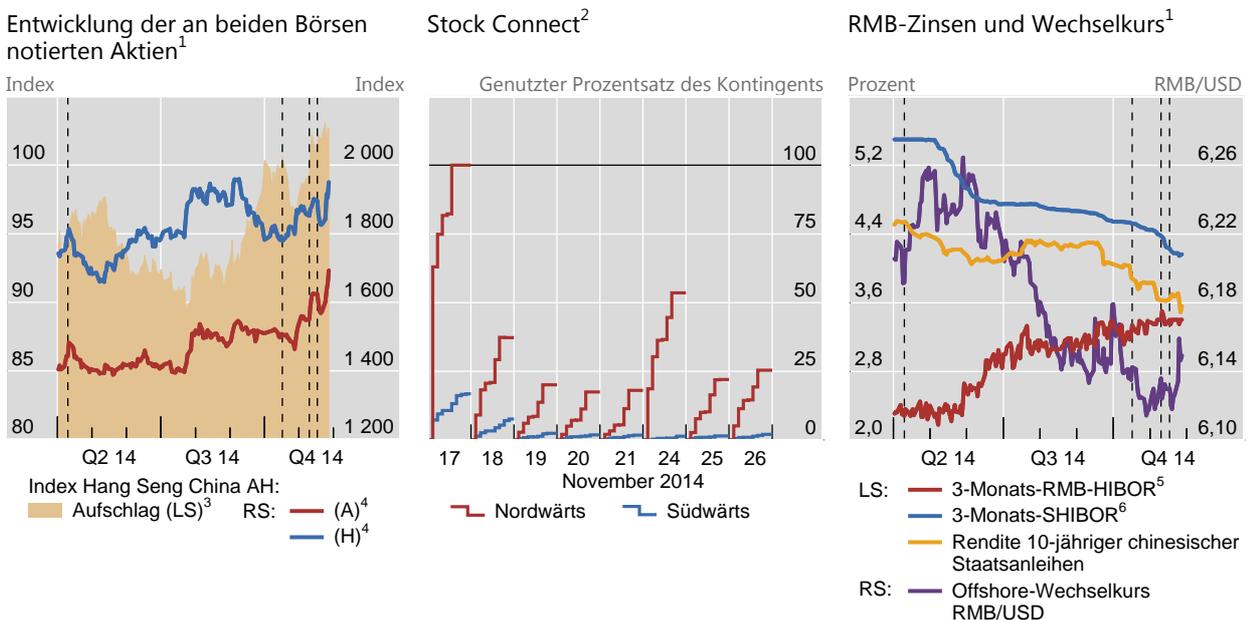
- Während sich die bisherigen Programme auf den Handel in eine Richtung konzentrierten, wird durch Stock Connect der Kapitalverkehr in beide Richtungen gelockert: Der Nordwärtshandel steht allen Anlegern offen, der Südwärtshandel institutionellen Anlegern aus Festlandchina sowie Einzelanlegern mit Wertpapier- und Barbeständen von mindestens RMB 500 000.
- Im Nordwärtshandel erfolgen die Notierungen in Renminbi, die Abwicklung hingegen in Offshore-Renminbi. Der Südwärtshandel wird in Hongkong-Dollar notiert und in Festland-Renminbi abgewickelt. Der Handel und die Abwicklung in Renminbi dürften eine breitere Verwendung der Währung begünstigen.
- Hongkongs Liquiditätspool (aus Einlagen und Einlagenzertifikaten in Renminbi) war mit RMB 1,1 Bio. gross genug, um die prognostizierte Nachfrage aufgrund von Stock Connect zu befriedigen. Gleichwohl hat die People's Bank of China beschlossen, den festgelegten maximalen täglichen Tauschbetrag von RMB 20 000 für die Einwohner Hongkongs mit Wirkung vom 17. November aufzuheben. Dies soll es Anlegern aus Hongkong leichter machen, an Stock Connect teilzunehmen, und lokale Finanzinstitute anregen, mehr in Renminbi denominierte Anlageprodukte einzuführen. Allerdings sind Renminbi-Überweisungen auf Festland-Bankkonten nach wie vor auf täglich RMB 80 000 pro Person begrenzt, was die Auswirkungen des Programms auf die Kapitalströme zwischen den beiden Regionen dämpfen dürfte.

- Unternehmen in Festlandchina, die nicht am Qualified Domestic Institutional Investor Programme teilnehmen, können sich nun auch global finanzieren, da ihre Aktien mit Stock Connect internationalen Anlegern zugänglich werden.
- Im Gegensatz zu den QFII- und RQFII-Programmen unterliegt der Handel über Stock Connect keinen Sperrfristen oder Kapitalrückführungsbeschränkungen.

Es wird erwartet, dass sich durch die Börsenkooperation die Preisdifferenz von Aktien chinesischer Unternehmen, die an beiden Börsen gehandelt werden, d.h. zwischen den an den Festlandbörsen notierten A-Aktien und den in Hongkong notierten H-Aktien, verringert. Diese werden separat gehandelt, wobei der Zugang ausländischer Anleger zu A-Aktien bislang strengen Beschränkungen unterlag und es kaum Arbitragemöglichkeiten zwischen den zwei Märkten gab. Im Vorfeld der allgemein antizipierten Einführung von Stock Connect verringerte sich die Preisdifferenz zwischen A- und H-Aktien im Verlauf des dritten Quartals 2014 erheblich, und Anfang Oktober wurde kurzzeitig sogar Preisparität erreicht (Grafik B links). Als am 10. November das Datum für den Start des Programms bestätigt wurde, kehrte sich der Abschlag auf A-Aktien angesichts der starken Nachfrage der Anleger nach diesen Papieren schnell in eine Prämie um. Der Handel verlief anfangs denn auch eher einseitig: Im Nordwärtsgeschäft war das täglich nutzbare Kontingent am ersten Handelstag bereits um 14:00 Uhr Ortszeit ausgeschöpft, während im Südwärtshandel am Ende des Tages mit RMB 1,768 Mrd. lediglich 17% des gewährten Kontingents genutzt worden waren (Grafik B Mitte). In den folgenden Tagen ging das Handelsvolumen zurück. Das im Nordwärtshandel genutzte Kontingent fiel am 20. November auf 17,5%, stabilisierte sich dann aber nach einer kräftigen Erholung am 24. November und lag zwei Tage später bei fast 25%. Mehrere Faktoren könnten zu dem schwachen Handelsvolumen beigetragen haben, u.a. Unvertrautheit der Anleger mit dem neuen System, fehlende Erfahrung mit A- und H-Aktien sowie Bedenken bezüglich eines angemessenen Anlegerschutzes.

Marktreaktionen auf die Lancierung von Shanghai-Hongkong Stock Connect

Grafik B



¹ Gestrichelte Linien: wichtigste Daten von Shanghai-Hongkong Stock Connect: 10. April, 17. Oktober, 10. und 17. November. ² Verhältnis Käufe zu Tageskontingenten. ³ Der Hang Seng China AH Premium Index zeigt den absoluten Preisaufschlag (oder -abschlag) von A-Aktien gegenüber H-Aktien chinesischer Unternehmen an, die in den Indizes AH (A) und AH (H) erfasst sind. Ein Wert über 100 deutet darauf hin, dass A-Aktien mit einem Aufschlag gegenüber H-Aktien gehandelt werden. ⁴ Die Indizes AH (A) bzw. AH (H) von Hang Seng China bilden die Aktienkurse von 57 grossen und liquiden chinesischen Gesellschaften ab, die sowohl an der Festlandbörse (A-Aktien) und der Börse der SVR Hongkong (H-Aktien) gehandelt werden. ⁵ RMB Hong Kong Interbank Offered Rate (HIBOR). ⁶ Shanghai Interbank Offered Rate (SHIBOR).

Quellen: Bloomberg; Hang Seng Indexes Company Limited; Berechnungen der BIZ.

Spillover-Effekte auf andere Vermögenswerte sind denkbar, obwohl Finanzierungsmittel und Wertpapiere an sich im geschlossenen Kreislauf der beiden Abwicklungssysteme verbleiben: Wenn ein Nordwärtsinvestor A-Aktien verkauft, die er über Stock Connect erworben hat, fließen die Mittel aus der Veräußerung zurück auf sein Bankkonto in Hongkong. Der Erlös kann nicht verwendet werden, um Anlagen in anderen Festland-Aktiva zu tätigen. Trotzdem können QFII- und RQFII-Investoren nun einen Teil ihrer bislang für Aktien vorgesehenen Kontingente anderweitig verwenden, z.B. für Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren. Tatsächlich ist die Rendite 10-jähriger chinesischer Staatsanleihen nach den wichtigsten Ankündigungen zur Börsenkooperation gefallen (Grafik B rechts). Ausserdem hat sich der Spread zwischen den Zinssätzen für Festland- und Offshore-Renminbi seit Mai 2014 verringert. Allerdings hat der anfänglich schwache Stock-Connect-Handel mit der schwindenden Begeisterung für den Renminbi zu einem Anstieg des Offshore-RMB/USD-Wechselkurses beigetragen.

Bislang hat Stock Connect reibungslos funktioniert. In seiner gegenwärtigen Ausgestaltung beschränkt sich das Programm auf Aktien, die an den Börsen Shanghai und Hongkong gehandelt werden. Doch im Prinzip könnten die Handelskontingente erhöht und das Programm auf andere Börsen, Finanzinstrumente und Vermögenskategorien ausgeweitet werden. Letztendlich könnte Stock Connect die Konvergenz der Marktregeln, Rechnungslegungsstandards und Offenlegungsvorschriften zwischen der Hongkonger Börse und den Festlandbörsen vorantreiben. Durch Stock Connect sollte sich zudem die Transparenz am Festlandmarkt erhöhen und die Führungs- und Überwachungsstrukturen der chinesischen Firmen verbessern.

① Die Zahlen in diesem Abschnitt beziehen sich auf März 2014.