

Nach dem Einbruch an den Märkten folgt die Erholung

Sich verändernde Aussichten für das Wachstum und die Geldpolitik in den wichtigsten Volkswirtschaften bestimmten die Marktentwicklungen im Berichtszeitraum.¹ Im Dezember führten Bedenken der Anleger, die Geldpolitik würde trotz der weltweiten Konjunkturuntrübung restriktiv bleiben, zu einem Einbruch der Preise risikobehafteter Vermögenswerte. Ab Januar stiegen die Preise dieser Vermögenswerte aufgrund eines Kurswechsels hin zu einer akkommodierenden Geldpolitik und dank positiverer wirtschaftlicher Signale in den USA wieder an.

Zum Ende des Jahres 2018 führten Wachstumsbedenken und eine erneute Fokussierung der Anleger auf die geldpolitische Unsicherheit zu Turbulenzen an den internationalen Märkten und lösten eine Flucht in sichere Anlagen aus. Weltweit brachen die Aktienkurse ein, und die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen weiteten sich aus. Die Renditen von Staatsanleihen gingen zurück, und die Renditenstrukturkurven wurden aufgrund der rückläufigen Laufzeitprämien etwas flacher. Bei dieser allgemeinen Neubewertung wurden US-Vermögenswerte besonders hart getroffen. Demgegenüber blieben die aufstrebenden Volkswirtschaften relativ stabil, obwohl sich das Wachstum in China weiterhin verlangsamte. Angesichts einer sich abzeichnenden Straffung der Finanzierungsbedingungen verzeichneten Fonds für hochverzinsliche Unternehmensanleihen umfangreiche Abflüsse, und der Absatz von Loans und Anleihen mit niedrigem Rating ging zurück.

Im Januar festigten sich die Finanzmärkte wieder, nachdem die Zentralbanken ihre Entschlossenheit bekräftigt hatten, den weltwirtschaftlichen Risiken mit geldpolitischen Maßnahmen zu begegnen. Die Federal Reserve wiederholte, die Zins- und Bilanzentscheidungen würden von den Wirtschaftsdaten abhängig gemacht. Sie ließ die Leitzinsen unverändert und begründete diese Entscheidung mit Bedenken über die Weltwirtschaft und mit den schwachen Inflationserwartungen. Die EZB hob die zunehmenden Risiken für das Wachstum im Euro-Raum hervor und wies nachdrücklich auf ihre Bereitschaft hin, nötigenfalls alle geldpolitischen Instrumente einzusetzen. Die People's Bank of China pumppte beträchtliche Liquidität ins Bankensystem und führte im Rahmen einer mehrgleisigen Strategie zur Ankurbelung der sich

¹ 5. Dezember 2018 bis 19. Februar 2019.

abschwächenden Wirtschaft und zur Belebung der Kreditvergabe durch Banken neue geldpolitische Instrumente ein.

Beflügelt durch die geldpolitischen Schritte und die erneute Zuversicht, legten die Märkte im Januar und Februar weltweit kräftig zu. Gerade als sich die Anleger wieder sicher waren, dass die US-Geldpolitik akkommodierend bleiben würde, trugen überraschend erfreuliche Wirtschaftsindikatoren in den USA zu einer Rally risikobehafteter Vermögenswerte bei. Aktien und Unternehmensanleihen machten frühere Verluste wett, wobei eine relativ hohe Korrelation zwischen den verschiedenen Ländern zu beobachten war. Die Preise von Öl und Industriemetallen erholten sich. In den aufstrebenden Volkswirtschaften trug eine anfängliche Dollar-Schwäche dazu bei, dass weiterhin Kapital in Anleihe- und Aktienfonds floss, und die Renditen von Staatsanleihen gingen zurück, nachdem sie zum Ende des Jahres stagniert hatten. Diese Zuflüsse hielten später im Berichtszeitraum an, waren aber weniger stark, weil der Dollar aufwertete.

Die Entwicklungen in Europa wichen bisweilen von der sich weltweit allmählich bessernden Stimmung ab. Die Länderrisiken in Europa waren zunächst rückläufig, nahmen aber später im Berichtszeitraum wieder zu. Die Renditenaufschläge auf italienische Staatsanleihen gingen angesichts der anhaltenden Konjunkturschwäche bis Januar zurück, bevor sie sich im Februar wieder ausweiteten. Gleichzeitig waren die Renditen deutscher Staatsanleihen weiter rückläufig und fielen auf den niedrigsten Stand seit mehr als zwei Jahren. Obwohl der Ausgang der Brexit-Verhandlungen immer unklarer wurde, verzeichneten das Pfund Sterling und die Renditen britischer Staatsanleihen keine großen Schwankungen. Britische Aktien legten zu.

Phase 1: Zunehmende Wachstumsbedenken schicken Märkte auf Talfahrt

Erwartungen einer weiteren Abkühlung der Weltkonjunktur sowie Bedenken, die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften würde restriktiv bleiben, führten zu Beginn des Berichtszeitraums zu einer Marktschwäche und zu Volatilität. Eine Flucht in sichere Anlagen setzte ein.

Die Aktienkurse brachen weltweit ein, und die Renditen von Staatsanleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften gingen zurück. Die kumulierten Verluste des S&P 500 erreichten im Dezember 2018 einen Höchstwert von über 10%. US-Aktien gaben stärker nach als andere globale Aktien, während die aufstrebenden Volkswirtschaften – mit Ausnahme von China – relativ gut abschnitten (Grafik 1, erstes Feld). Damit kehrten sich die Divergenzen um, die das Jahr 2018 über weite Strecken geprägt hatten.² Die Renditen langfristiger Staatsanleihen gingen auf breiter Front zurück, was die Einschätzung der Marktteilnehmer in Bezug auf erhöhte Risiken für das Weltwirtschaftswachstum und deren Auswirkungen auf die Geldpolitik widerspiegelte. In Deutschland und Japan sanken die Renditen im Dezember 2018 auf den niedrigsten Stand des Jahres. Die US-Renditen gaben bis zum Jahresende um mehr als 20 Basispunkte nach (Grafik 1, zweites Feld), obwohl die US-Staatsanleihebestände des ausländischen öffentlichen Sektors weiter zurückgingen und der Nettoabsatz lebhaft blieb.

² Siehe „[Märkte divergieren stärker](#)“, *BIZ-Quartalsbericht*, September 2018.

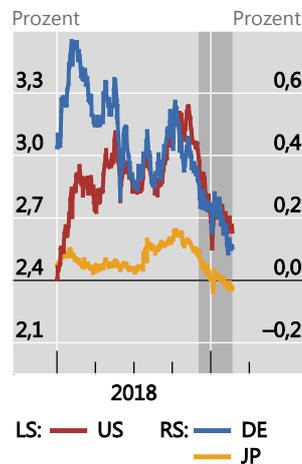
Angesichts zunehmender Risiken für das Weltwirtschaftswachstum sind die Märkte volatil

Grafik 1

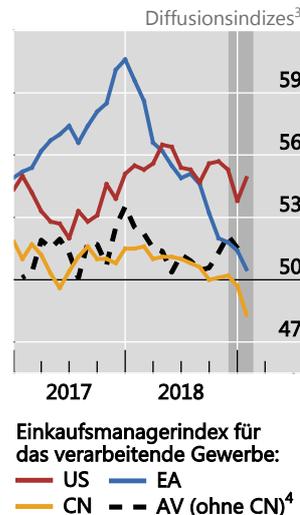
Aktien werden im Dezember massenweise abgestoßen, bevor sie sich wieder erholen



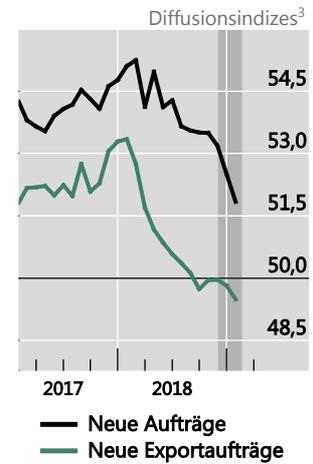
Langfristzinsen gehen stark zurück²



USA und aufstrebende Volkswirtschaften halten der weltweiten Konjunkturertrübung stand



Weltweite Exporte sind weiter rückläufig



Schattierter Bereich: Berichtszeitraum (5. Dezember 2018 bis 19. Februar 2019). AV = aufstrebende Volkswirtschaften; FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften.

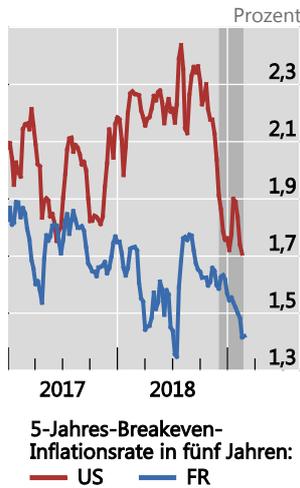
¹ Einfacher Durchschnitt der Aktienindizes der einzelnen Länder in Landeswährung. ² Basierend auf Renditen 10-jähriger Staatsanleihen. ³ Ein Wert von 50 gibt an, dass die Anzahl von Unternehmen mit einer Geschäftsausweitung derjenigen von Unternehmen mit einem Geschäftsrückgang entspricht; Werte über 50 signalisieren einen Konjunkturaufschwung. ⁴ Aufstrebende Volkswirtschaften: gewichteter Durchschnitt auf der Basis des BIP und der Kaufkraftparitäten von BR, IN, MX, RU und TR.

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

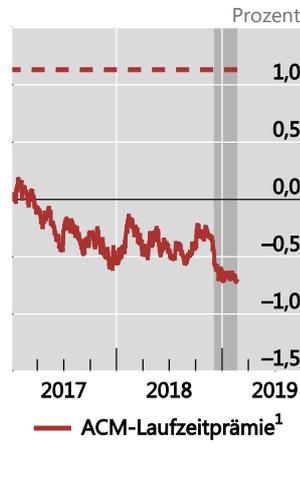
Das Wachstum in den USA blieb stabil, doch die wirtschaftlichen Bremsfaktoren in Europa und China verdeutlichten die Abwärtsrisiken weltweit. Im Dezember 2018 deuteten die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe in den USA auf anhaltendes Wachstum hin. Die Marktteilnehmer schienen zunehmend besorgt darüber, dass die US-Wirtschaft – trotz der günstigen Bedingungen im Inland – letztlich unter der Konjunkturschwäche in anderen Regionen der Welt leiden könnte. Gegen Ende des Jahres signalisierten die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe in China eine Konjunkturabkühlung und im Euro-Raum eine stagnierende Wirtschaftstätigkeit (Grafik 1, drittes Feld). Obwohl die neuen Zölle zwischen China und den USA bis März 2019 ausgesetzt wurden, verstärkte der anhaltende Rückgang der Exportaufträge die Bedenken der Anleger (Grafik 1, viertes Feld).

Angesichts der ungünstigeren Aussichten gingen die marktbasieren Inflationserwartungen zurück, verringerten sich die Laufzeitprämien und wurden die Renditenstrukturkurven von Staatsanleihen flacher. Die Inflationserwartungen hatten in den USA fast während des ganzen Jahres 2018 stetig zugenommen, gingen von Anfang Dezember bis zum Jahresende jedoch deutlich zurück. Auch im Euro-Raum war die Breakeven-Inflation leicht rückläufig und setzte damit ihren stetigen Abwärtstrend fort (Grafik 2, erstes Feld). Die US-Laufzeitprämie ging von Ende November bis Dezember um rund 40 Basispunkte zurück und stieß somit weiter in den negativen Bereich vor, sodass sie Ende 2018 auf dem niedrigsten Niveau seit 2016 lag (Grafik 2, zweites Feld). Die Renditenstrukturkurven von Staatsanleihen waren netto betrachtet gegen Ende des Jahres etwas flacher (Grafik 2, drittes Feld).

Inflationserwartungen gehen stark zurück



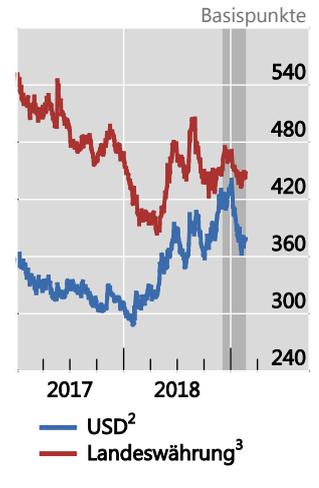
US-Laufzeitprämie bricht ein



Renditenstrukturkurven werden flacher



Renditen von Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften bleiben im Dezember stabil



Schattierter Bereich: Berichtszeitraum (5. Dezember 2018 bis 19. Februar 2019). Gestrichelte Linie im zweiten Feld: einfacher Durchschnitt im Zeitraum 2010–14 (Ausweitung der Bilanz der Federal Reserve).

¹ Basierend auf Renditen 10-jähriger Staatsanleihen. ² Index EMBI Global (Staatsanleihen) von JPMorgan; bereinigter Aufschlag. ³ Index GBI von JPMorgan; Renditenaufschlag gegenüber 7-jährigen US-Schatzpapieren.

Quellen: T. Adrian, R. Crump und E. Moench, „Pricing the term structure with linear regressions“, *Journal of Financial Economics*, Oktober 2013, S. 110–138; www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term_premia.html; Bloomberg; JPMorgan Chase; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Im Gegensatz zu den fortgeschrittenen Volkswirtschaften waren die Renditen von Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften weitgehend stabil, was generell auf eine größere Widerstandsfähigkeit hindeutete (Grafik 2, viertes Feld).

Durch die widersprüchlichen wirtschaftlichen Signale erhöhte sich die Unsicherheit in Bezug auf die Nachhaltigkeit der Unternehmensgewinne und den künftigen Kurs der Geldpolitik. Die anfälligeren Weltwirtschaft und der relativ starke US-Dollar trübten die Aussichten für das US-Gewinnwachstum, und die Unsicherheit in Bezug auf die Gewinne stieg Ende Jahr rasant auf ein Niveau, das unmittelbar vor den Markturbulenzen im Februar 2018 verzeichnet worden war (Grafik 3 links). Trotz schwacher Wirtschaftsdaten im Euro-Raum und Bedenken, die Konjunkturabkühlung könnte auch auf die USA übergreifen, war das Lohnwachstum robust und übertraf die Kerninflation, was darauf hindeutete, dass der Lohndruck auf die künftige Gesamtinflation durchschlagen könnte (Grafik 3 Mitte). In der Folge schnellten die marktbaasierten Messgrößen für geldpolitische Unsicherheit Ende Dezember 2018 auf ein ähnliches Niveau empor wie während des Tapering-Schocks 2013 (Grafik 3 rechts).

In den USA und im Euro-Raum schien es, als würde der vorgegebene geldpolitische Straffungskurs fortgesetzt, was zum Unbehagen der Anleger beitrug. Am 19. Dezember 2018 hob die Federal Reserve den Leitzins an. Dabei ließ sie verlautbaren, dass sie 2019 zwar mit einer langsameren Erhöhung der Zinsen rechnete, den Bilanzabbau aber planmäßig fortsetzen würde. Im Euro-Raum endete das Programm der EZB zum Ankauf von Aktiva wie geplant.

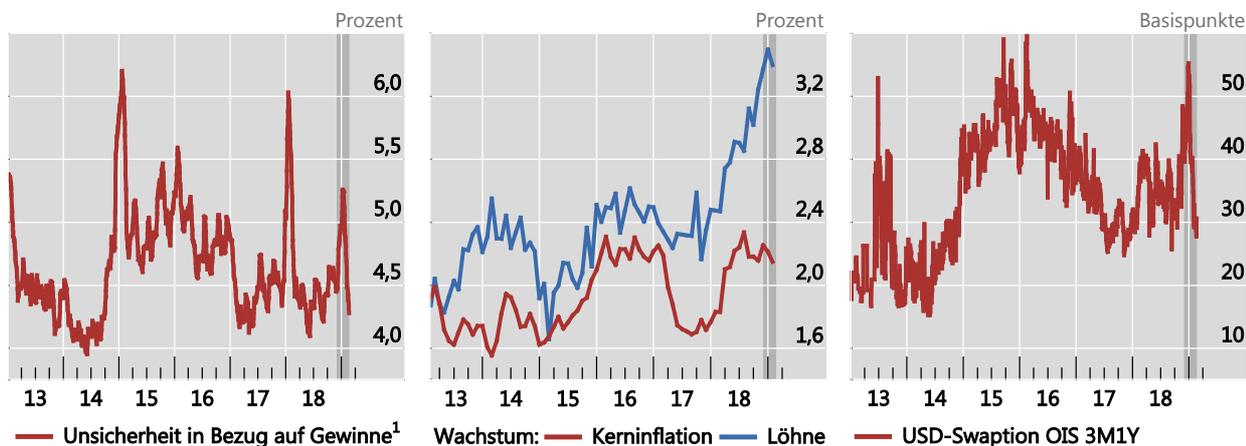
Angesichts der unsicheren Gewinne und des festeren Arbeitsmarktes ist die US-Zinsentwicklung unklar

Grafik 3

Anleger sind nervös hinsichtlich Gewinnen in den USA

Lohnwachstum übertrifft Inflation

US-Zinsentwicklung wird unsicher



Schattierter Bereich: Berichtszeitraum (5. Dezember 2018 bis 19. Februar 2019).

¹ Gleitender 5-Tages-Durchschnitt der Standardabweichung der geschätzten Gewinne je Aktie dividiert durch die durchschnittliche Schätzung für den Index S&P 500.

Quelle: Federal Reserve Bank of St Louis, FRED; Bloomberg; Datastream; Berechnungen der BIZ.

Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen weiten sich weltweit stark aus, verengen sich aber rasch wieder

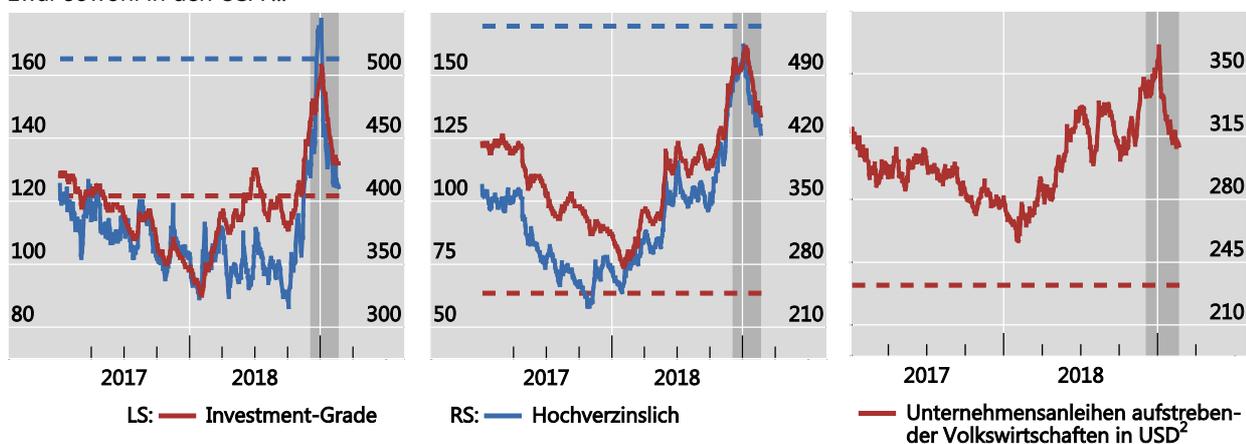
Basispunkte

Grafik 4

Rückgang der Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen gleicht vorhergehenden Anstieg aus, und zwar sowohl in den USA ...¹

... als auch in Europa¹

Unternehmensanleihen aufstrebender Volkswirtschaften sind keine Ausnahme



Schattierter Bereich: Berichtszeitraum (5. Dezember 2018 bis 19. Februar 2019). Gestrichelte Linien: einfacher Durchschnitt im Zeitraum 2002–06.

¹ Optionsbereinigter Aufschlag. ² Index CEMBI von JPMorgan; bereinigter Aufschlag.

Quellen: Bloomberg; ICE BofAML Indices; JPMorgan Chase; Berechnungen der BIZ.

Die zunehmenden Bedenken über die Wachstumsaussichten erschütterten auch die Märkte für Unternehmensanleihen weltweit. Anfang Dezember 2018 gerieten die Preise von Unternehmensanleihen überall erneut unter Druck. In den USA weiteten sich die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen stark aus. Besonders betroffen waren hochverzinsliche Unternehmensanleihen, deren Renditenaufschläge kurzzeitig über den Vorkrisendurchschnitt anstiegen. Auch die Renditenaufschläge auf Investment-Grade-Unternehmensanleihen weiteten sich aus, wenn auch weniger stark (Grafik 4 links). Außerdem ging der Absatz von Unternehmensanleihen zurück. In Europa und in den aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen die Renditenaufschläge zu, wenn auch nicht so deutlich wie in den USA (Grafik 4 Mitte und rechts).

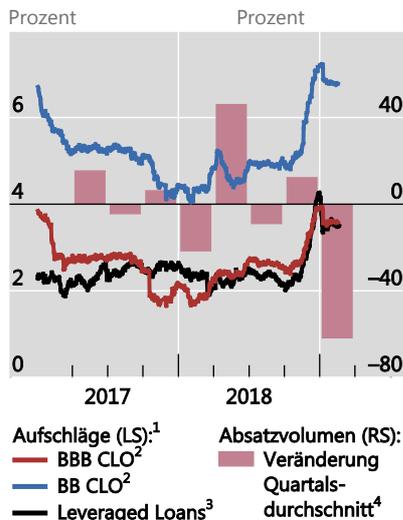
Anspannungen an den Märkten für Leveraged Loans und Collateralised Loan Obligations (CLO) deuteten ebenfalls auf straffere Finanzierungsbedingungen für Unternehmen mit einem niedrigeren Rating hin. In den USA brach der Absatz von Leveraged Loans ein: Im Januar 2019 fiel er um über 50% (aufgrund von Verzögerungen zeigt sich der Rückgang vom Dezember erst in den Januar-Zahlen). Die Renditenaufschläge auf Leveraged Loans und CLO hatten sich seit Beginn des vierten Quartals 2018 rasch ausgeweitet. Bei Leveraged Loans stiegen sie im Dezember weiter an und erreichten ein Niveau, das doppelt so hoch war wie in den letzten zwei Jahren. Auch die Renditenaufschläge auf CLO weiteten sich im Dezember rasch aus (Grafik 5 links).

Der Anstieg der Renditenaufschläge auf US-Unternehmensanleihen war im Wesentlichen auf die sich ändernden Bedingungen an den Finanzierungsmärkten

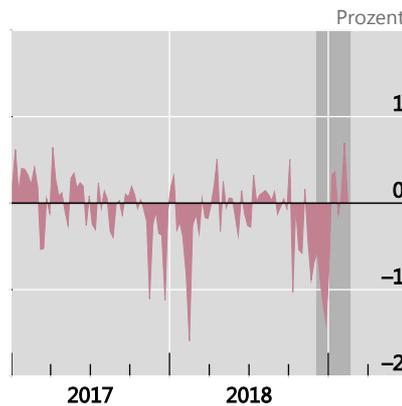
Absatz von Loans geht stark zurück, nachdem hochverzinsliche Anleihen im Dezember umfangreiche Abflüsse verzeichnen

Grafik 5

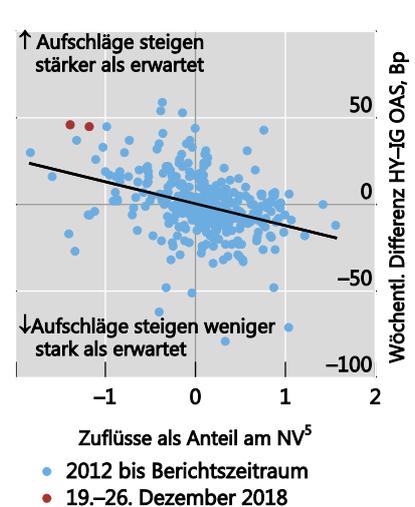
Absatz von Loans geht zurück und Renditenaufschläge weiten sich stark aus



Abflüsse aus hochverzinslichen Anleihen sind im Dezember umfangreich⁵



Ausweitung der Renditenaufschläge ist ungewöhnlich groß



Schattierter Bereich im mittleren Feld: Berichtszeitraum (5. Dezember 2018 bis 19. Februar 2019).

¹ Renditenaufschlag gegenüber 10-jährigen US-Schatzpapieren. ² Rendite von Tranchen von Collateralised Loan Obligations (CLO) im Palmer Square CLO Senior Index nach Rating. ³ Gewichtete Durchschnittsrendite des S&P/LSTA U.S. Leveraged Loan 100 Index. ⁴ Quartalsdurschnitt der von Bloomberg gemeldeten monatlichen Gesamttransaktionsbeträge von Leveraged Loans in den USA. 1. Quartal 2019: Betrag für Januar 2019. Datenzugriff am 6. Februar 2019. ⁵ Wöchentliche Zuflüsse in Fonds, die auf hochverzinsliche Unternehmensanleihen (HY) aus Nordamerika und Westeuropa spezialisiert sind, in Prozent des Nettovermögens insgesamt (NV). OAS = optionsbereinigter Aufschlag.

Quellen: Bloomberg; EPFR; ICE BofAML Indices; Berechnungen der BIZ.

zurückzuführen. Doch auch die geringere Liquidität am Jahresende schien eine Rolle gespielt zu haben (in Kasten A wird die Illiquidität Ende Dezember untersucht). In den letzten zwei Dezember-Wochen 2018 reagierten die Renditenaufschläge besonders stark auf umfangreiche Abflüsse aus Fonds für hochverzinsliche Anleihen (Grafik 5 Mitte). Diese Reaktion war stärker, als historische Beziehungen hätten vermuten lassen, und der Anstieg der Renditenaufschläge Ende Dezember war effektiv größer als bei ähnlich umfangreichen Abflüssen in der Vergangenheit (Grafik 5 rechts). In dieser Preisreaktion auf Abflüsse aus Fonds zeigten sich Bedenken über die Solidität der Liquidität an den Märkten für Unternehmensanleihen in Phasen von hohem Verkaufsdruck (in Kasten B wird eine mögliche Ursache für übermäßige Verkäufe erörtert).

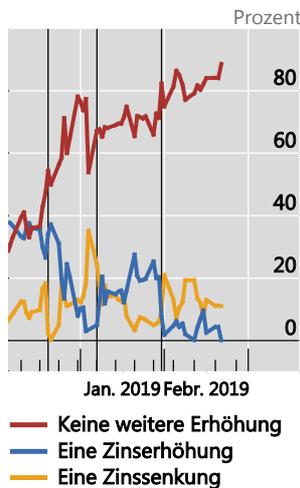
Phase 2: Stimmung hellt sich aufgrund einer zunehmend akkommodierenden Geldpolitik auf

Da die Aussichten für die Weltwirtschaft unsicher blieben, änderte sich im Januar 2019 der Kurs der Geldpolitik. Zunehmend akkommodierende Signale der Zentralbanken in den wichtigsten Volkswirtschaften gaben den Auftakt zu einer Marktrally, die im Januar einsetzte und die Verluste vom Dezember ausglich. Damit begann eine Phase neuer Zuversicht.

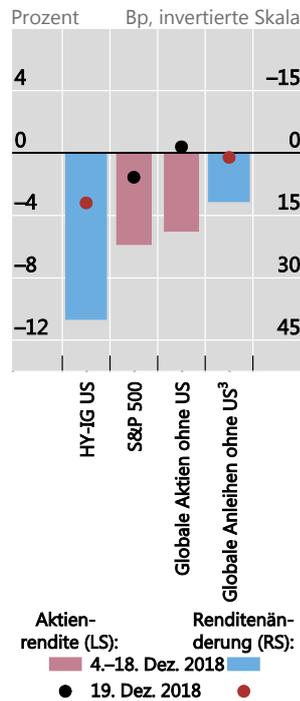
Die geldpolitischen Aussichten kehrten sich im Januar 2019 um. Am 4. Januar unterstrich der Vorsitzende der Federal Reserve, dass sowohl die Zins- als auch die Bilanzanpassungen flexibel und unter Berücksichtigung der aktuellen Wirtschaftsdaten vorgenommen würden. Elf Tage später wies der Präsident der EZB auf die erhöhten Abwärtsrisiken für die Wirtschaft hin und bekräftigte, dass das gesamte Instrumentarium der Geldpolitik weiterhin zur Verfügung stehe. Am 23. Januar korrigierte die Bank of Japan ihre Inflationsprognose nach unten und bekräftigte ihre Entschlossenheit, Staatsanleihen anzukaufen, um die Zielvorgabe für die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen zu erfüllen. An der Pressekonferenz zur Sitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) vom 30. Januar wiederholte der Vorsitzende der Federal Reserve seine Kernbotschaft vom 4. Januar, nämlich dass bei Bilanzanpassungen flexibel vorgegangen werde.

Die Marktteilnehmer reagierten auf diese geldpolitischen Signale und waren wieder bereit, Risiken einzugehen. Eine Gegenüberstellung der Marktentwicklungen vom 19. Dezember 2018 und vom 4. Januar 2019 verdeutlicht diesen Stimmungswandel. Am 19. Dezember 2018 zogen sich die Anleger als Reaktion auf die geldpolitischen Verlautbarungen des FOMC aus risikobehafteten Positionen zurück. Obwohl die Federal Reserve für 2019 nur noch zwei statt drei Zinserhöhungen in Aussicht gestellt hatte, hob sie die Zinsen erwartungsgemäß an und ließ verlautbaren, dass die Bilanzanpassungen nach Fahrplan erfolgen würden. An jenem Tag erfuhren die Aktien und Unternehmensanleihen – vor allem in den USA – weitere Verluste, obwohl die Anleger begonnen hatten, die Wahrscheinlichkeit einer künftigen Zinserhöhung als geringer einzustufen (Grafik 6, erstes und zweites Feld). Gegen Ende Dezember hielten die Anleger eine Zinssenkung für wahrscheinlicher als eine Zinsanhebung. Am 4. Januar 2019 glichen die Vermögenswerte angesichts des Signals, dass der Bilanzabbau nötigenfalls flexibel erfolgen würde, einen Teil ihrer Verluste wieder aus. Dabei legten die Preise von Vermögenswerten, die im Dezember stärker gefallen waren,

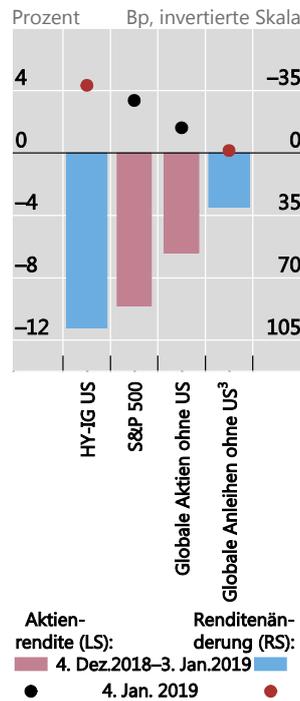
Wahrscheinlichkeit einer Zinsanhebung 2019 geht zurück¹



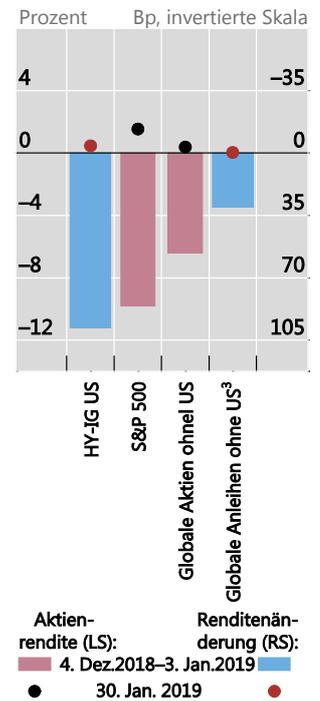
Vermögenswerte geben nach FOMC-Sitzung vom Dezember² weiter nach



Verluste werden ausgeglichen, als Fed-Vorsitzender im Januar Bilanzabbau-strategie erklärt⁴



Nachrichten aus der FOMC-Sitzung vom Januar⁵ bereits eingepreist



¹ Durch Futures auf den US-Tagesgeldsatz implizierte Wahrscheinlichkeit einer Zinserhöhung oder Zinssenkung von 25 Basispunkten für 2019; Kontrakt vom Dezember 2019; im Berichtszeitraum (5. Dezember 2018 bis 19. Februar 2019). ² 19. Dezember 2018. ³ Einfacher Durchschnitt der Veränderungen des Renditenabstands zwischen hochverzinslichen Anleihen (HY) und Investment-Grade-Anleihen (IG) für die Indizes CEMBI von JPMorgan und die Indizes Europe von Merrill Lynch. ⁴ Am 4. Januar 2019 weist der Vorsitzende der Federal Reserve darauf hin, dass der Bilanzabbau nötigenfalls flexibel erfolgen wird. ⁵ 30. Januar 2019.

Quellen: Bloomberg; Datastream; ICE BofAML Indices; JPMorgan Chase; Berechnungen der BIZ.

deutlicher zu (Grafik 6, drittes Feld).³ Als die Federal Reserve am 30. Januar den Ausblick für ihre Bilanz detaillierter erläuterte, fielen die Reaktionen auf diese FOMC-Sitzung schwächer aus (Grafik 6, viertes Feld).

Die sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen und ihre möglichen Auswirkungen auf die Realwirtschaft steuerten zum geldpolitischen Kurswechsel bei, was nach den beiden FOMC-Sitzungen in den Erklärungen gegenüber der Presse zum Ausdruck kam. Am 19. Dezember 2018 hatte der Vorsitzende der Federal Reserve darauf hingewiesen, dass die sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen – die sich in der generellen Entwicklung u.a. der Zinsen, Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen und Preise an den Devisen- und Aktienmärkten widerspiegeln würden – die Aussichten für die US-Wirtschaft nicht grundlegend verändert hätten.⁴ Am 30. Januar 2019 unterstrich der Vorsitzende der Federal Reserve, dass die

³ Der Vorsitzende der Federal Reserve nahm von 10.15 bis 12.15 Uhr (EST) an einer Podiumsdiskussion teil. Zuvor war um 08.30 Uhr (EST) ein überraschend positiver Arbeitsmarktbericht veröffentlicht worden. Auch ohne Berücksichtigung der ersten halben Stunde des Handels, in der sich die positiven makroökonomischen Nachrichten in den Kursen widerspiegeln, verzeichneten Aktien Kursgewinne.

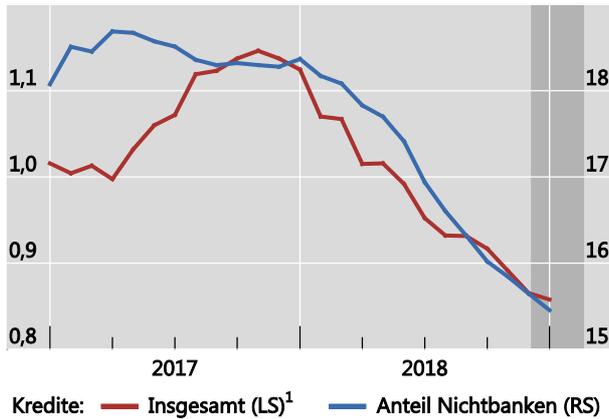
⁴ Protokoll der Pressekonferenz des Vorsitzenden der Federal Reserve, 19. Dezember 2018, S. 1 und 4, <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20181219.pdf>.

China reagiert auf Wachstumsverlangsamung

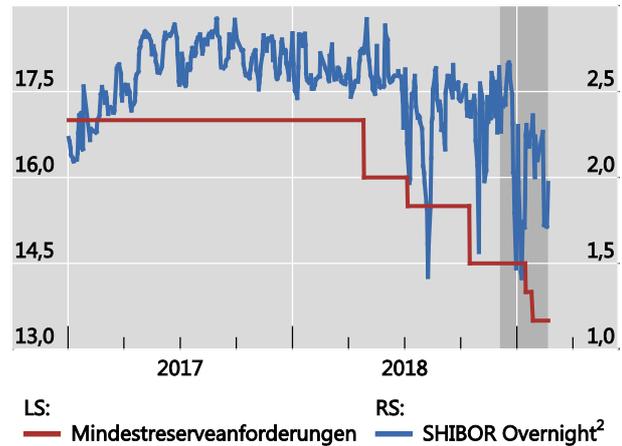
Prozent

Grafik 7

Kreditwachstum verlangsamt sich mit schrumpfendem Schattenbankensektor



Geldpolitik wird weiter gelockert



Schattierter Bereich: Berichtszeitraum (5. Dezember 2018 bis 19. Februar 2019).

¹ Gleitender 12-Monats-Durchschnitt der monatlichen Wachstumsrate. ² Shanghai Interbank Offered Overnight Rate.

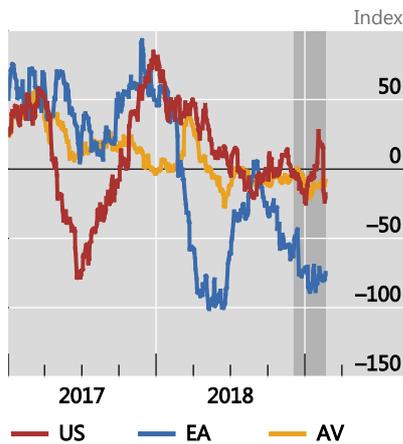
Quellen: Bloomberg; CEIC; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

anhaltende Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen sowie das zunehmende Risiko eines Übergreifens des schwächeren Weltwirtschaftswachstums auf die USA bei der anlässlich der Januar-Sitzung des FOMC getroffenen Entscheidung, die geldpolitische Straffung auszusetzen, eine Rolle gespielt hätten.⁵

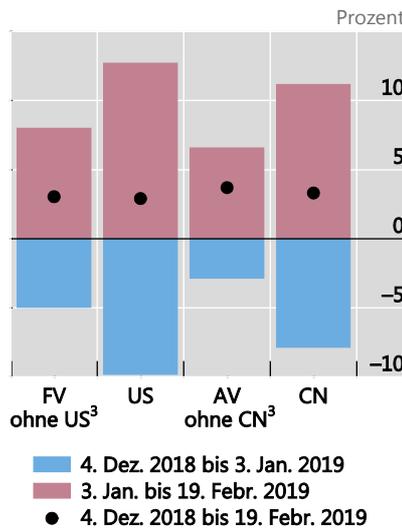
Während in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften die Geldpolitik gelockert wurde, führten die chinesischen Behörden eine mehrgleisige Strategie zur Vermeidung einer dauerhaften Wachstumsverlangsamung ein. Über weite Strecken des Jahres 2018 hatte die Schwäche chinesischer Vermögenspreise und makroökonomischer Daten teilweise Bemühungen widerspiegelt, Schulden abzubauen, ohne das Wachstum zu gefährden. Die politischen Entscheidungsträger lockerten die Geld- und Fiskalpolitik, obwohl sie gleichzeitig bemüht waren, das Kreditwachstum im Schattenbankensektor zu unterbinden (Grafik 7 links). Diese Bemühungen wurden im Januar 2019 weiter verstärkt. Die geldpolitischen Impulse konzentrierten sich auf Banken: Die People's Bank of China senkte die Mindestreserveanforderungen, stellte durch Offenmarktgeschäfte umfangreiche Liquidität bereit (Grafik 7 rechts) und lancierte eine mittelfristige Kreditfazilität zur Unterstützung der Kreditvergabe an kleinere Unternehmen. Zudem bewilligten die Regulierungsinstanzen Banken die Ausgabe von Anleihen mit unbegrenzter Laufzeit zur Stärkung ihrer Kernkapitalbasis. Diese Anleihen können gegen Zentralbanktitel ausgetauscht werden, die von den Inhabern als Sicherheiten für Finanzierungen verwendet werden können. Was die fiskalpolitischen Maßnahmen betrifft, so erfolgten die Impulse in erster Linie über Sonderanleihen lokaler Gebietskörperschaften, die zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten dienten.

⁵ Protokoll der Pressekonferenz des Vorsitzenden der Federal Reserve, 30. Januar 2019, S. 11 und 12, <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20190130.pdf>.

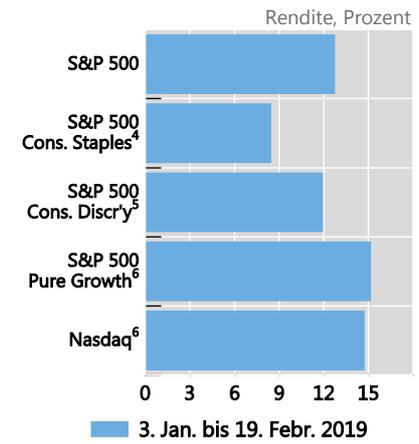
Wirtschaftsdaten in den USA fallen überraschend positiv aus¹



Aktien machen weltweit Verluste wett²



Wachstumsaktien schneiden am besten ab



AV = aufstrebende Volkswirtschaften; FV = fortgeschrittene Volkswirtschaften.

¹ Citi Economic Surprise Index; schattierter Bereich: Berichtszeitraum (5. Dezember 2018 bis 19. Februar 2019). ² Renditen berechnet anhand des Schlusskurses für die in der Legende angegebenen Zeiträume. ³ Einfacher Durchschnitt der Aktienindizes der einzelnen Länder in Landeswährung. ⁴ Basiskonsum. ⁵ Zyklischer Konsum. ⁶ Wachstumsorientiert.

Quellen: Bloomberg; ICE BofAML Indices; JPMorgan Chase; Berechnungen der BIZ.

Die zunehmend akkommodierende Geldpolitik weltweit und überraschend positive Indikatoren in den USA ließen erneut Zuversicht an den Märkten aufkommen. Während im Januar 2019 die Wirtschaftsdaten in Europa sich weiter verschlechterten und in den aufstrebenden Volkswirtschaften weitgehend stabil blieben, fielen sie in den USA trotz des langen Shutdowns der US-Regierung besser aus als erwartet (Grafik 8 links). Aktien setzten weltweit zu einem Höhenflug an und machten die im Dezember erlittenen Verluste wett, wobei wachstumsorientierte Aktien besonders gut abschnitten (Grafik 8 Mitte und rechts). Die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen gingen auf globaler Ebene zurück und beendeten den Berichtszeitraum netto betrachtet auf einem niedrigeren Niveau (Grafik 9 links). Da die risikobehafteten Vermögenswerte synchron auf die geldpolitischen Entwicklungen reagierten, nahm die Korrelation zwischen US-Aktien und internationalen Wertpapieren – einschließlich Aktien und Unternehmensanleihen – sprunghaft zu (Grafik 9 Mitte).

Die Preise von Staatsanleihen stiegen, außer in den USA. Da die Inflationserwartungen zurückgingen, gaben die Renditen in Deutschland und Japan netto betrachtet nach, während sie in den USA stiegen (Grafik 9 rechts). In den aufstrebenden Volkswirtschaften gingen die Renditen von Staatsanleihen zurück, insbesondere bei auf US-Dollar lautenden Papieren, deren Renditen am Ende des Berichtszeitraums deutlich niedriger lagen.

Als sich der Dollar Anfang Januar 2019 abschwächte, erfuhren die Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften umfangreiche Zuflüsse, und die Rohstoffpreise stiegen (Grafik 10 links). Da aufgrund einer Korrektur im früheren Jahresverlauf 2018 die Zinsdifferenzen günstig und die Aktienbewertungen vergleichsweise niedrig waren, verzeichneten die auf Anleihen und Aktien aufstrebender Volkswirtschaften spezialisierten Fonds anhaltende Kapitalzuflüsse. Anleihefonds sammelten zum ersten Mal seit Beginn des Jahres 2018 Kapital in

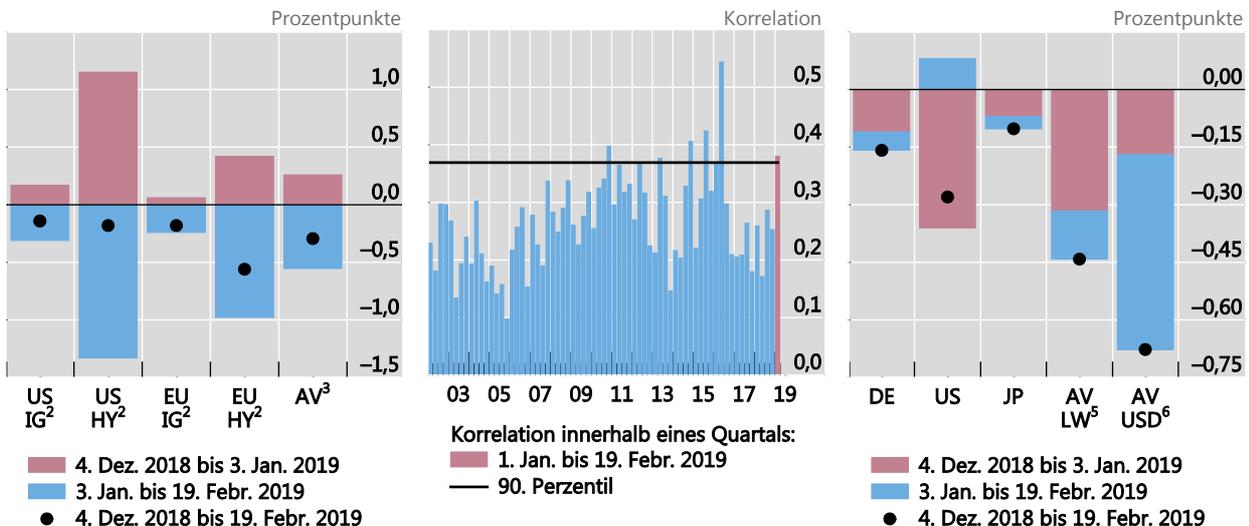
Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen werden enger, als Renditen von Staatsanleihen zurückgehen

Grafik 9

Rückgang der Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen gleicht vorhergehenden Anstieg aus¹

Aktien und Unternehmensanleihen entwickeln sich in den einzelnen Ländern synchron⁴

Die Renditen von Staatsanleihen sinken weiter, außer in den USA¹



¹ Renditenveränderungen berechnet anhand des Schlusskurses für die in der Legende angegebenen Zeiträume. ² IG = Investment-Grade-Anleihen; HY = hochverzinsliche Anleihen. Optionsbereinigter Aufschlag. ³ Unternehmensanleihen aufstrebender Volkswirtschaften: Index CEMBI von JPMorgan; bereinigter Aufschlag. ⁴ Durchschnitt von Kurspaarkorrelationen innerhalb eines Quartals (in absoluten Zahlen) zwischen den Renditen des Index S&P 500 und i) den Aktienrenditen fortgeschrittener Volkswirtschaften (Durchschnittsrendite ausgewählter Aktienindizes fortgeschrittener Volkswirtschaften), ii) den Aktienrenditen aufstrebender Volkswirtschaften (Aktienindex MSCI Emerging Markets), iii) den Veränderungen der Renditen von US-Unternehmensanleihen (Durchschnitt der Indizes für US-Hochzins- und für US-Investment-Grade-Unternehmensanleihen), iv) den Veränderungen der Renditen von Unternehmensanleihen fortgeschrittener Volkswirtschaften (Durchschnitt der Indizes für europäische Hochzins- und für europäische Investment-Grade-Unternehmensanleihen) und v) den Veränderungen der Renditen von Unternehmensanleihen aufstrebender Volkswirtschaften (Durchschnitt des CEMBI HY und des CEMBI IG). ⁵ Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften in Landeswährung: Index GBI von JPMorgan. ⁶ Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften in USD: Index EMBI Global von JPMorgan.

Quellen: Bloomberg; Datastream; ICE BofAML Indices; JPMorgan Chase; Berechnungen der BIZ.

beträchtlichem Umfang ein (Grafik 10 Mitte). Konjunktursensitive Rohstoffe wie Öl und Industriemetalle legten ebenfalls zu. Insbesondere beim Ölpreis, der im letzten Quartal 2018 stark zurückgegangen war, kehrte sich der Trend um (Grafik 10 rechts). Später im Berichtszeitraum wertete der US-Dollar auf und war etwas volatil. Daher wurden Carry-Trades weniger rentabel, und die Zuflüsse in Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften schwächten sich ab.

Länderrisiken im Euro-Raum gehen zurück, Unsicherheit in Bezug auf den Brexit steigt

An den Märkten des Euro-Raums gingen die Indikatoren für das Länderrisiko zu Beginn des Berichtszeitraums insgesamt zurück. Der Renditenabstand zwischen italienischen Staatsanleihen und deutschen Bundesanleihen verengte sich weiter (Grafik 11 links). Die Renditenaufschläge auf italienische Staatsanleihen lagen zwar immer noch über ihrem Niveau von Anfang 2018, waren aber deutlich niedriger als nach der Veröffentlichung des vorgeschlagenen Haushaltsplans im September. Eine hohe Nachfrage führte in verschiedenen Ländern, u.a. in Italien und Spanien, zu

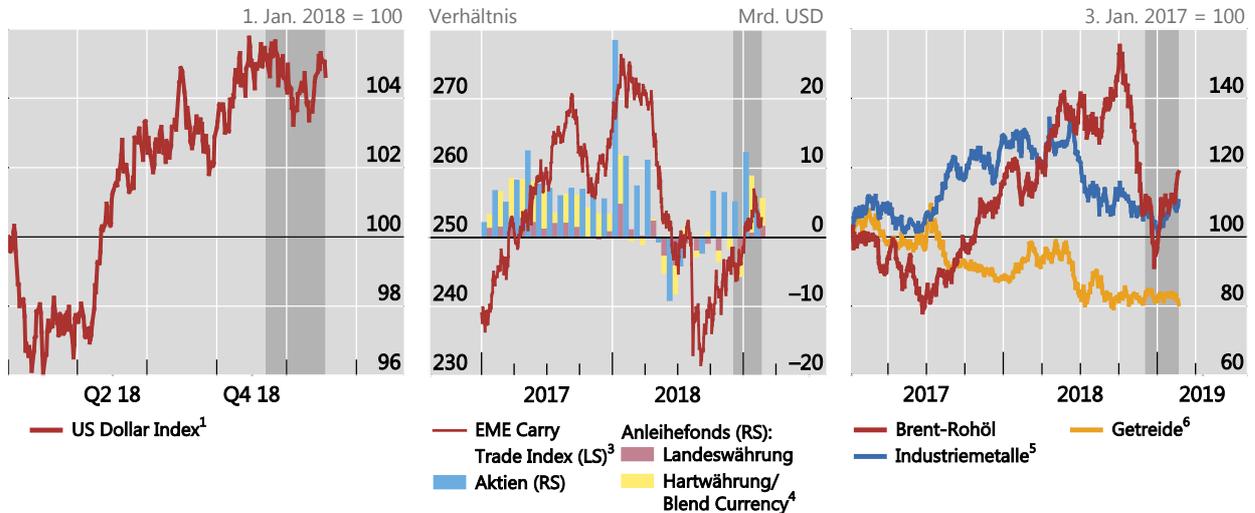
Mit Dollarschwäche im Januar verstärken sich die Zuflüsse in Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften und legen Rohstoffe zu

Grafik 10

Dollar-Aufwertung kommt zum Stillstand

Zuflüsse in auf aufstrebende Volkswirtschaften spezialisierte Fonds verstärken sich²

Trend beim Ölpreis kehrt sich um



Schattierter Bereich: Berichtszeitraum (5. Dezember 2018 bis 19. Februar 2019).

¹ Der US-Dollar-Index (USDIX) misst den Wert des US-Dollars gegenüber den wichtigsten Währungen. Ein Anstieg entspricht einer Aufwertung des US-Dollars. ² Monatliche Summen der Wochendaten bis zum 13. Februar 2019. ³ EM-8 Carry Trade Index, der die kumulierte Gesamtrendite einer Buy-and-hold-Carry-Trade-Position misst, die in 8 Währungen aufstrebender Volkswirtschaften „long“ ist und vollständig mit Short-Positionen in US-Dollar finanziert wird. ⁴ Sog. Blend Currency Funds investieren sowohl in Anleihen in Landeswährung als auch in Hartwährungsanleihen. ⁵ Teilindex Industrial Metals von Bloomberg. ⁶ Teilindex Grains von Bloomberg.

Quellen: Bloomberg; EPFR; Berechnungen der BIZ.

einigen deutlich überzeichneten Auktionen. Im Februar, als die Europäische Kommission ihre Prognose für das italienische BIP 2019 drastisch nach unten revidierte, weiteten sich die Renditenaufschläge auf italienische Staatsanleihen jedoch erneut aus.

Britische Vermögenswerte schnitten trotz der wachsenden Unsicherheit in Bezug auf den Brexit und der Abwärtskorrektur der Wachstumsaussichten durch die Bank of England gut ab. Am 10. Dezember 2018, als eine geplante Abstimmung über den Entwurf des EU-Austrittsvertrags abgesagt wurde, gab es nur wenige Anzeichen für eine Flucht in sichere Anlagen. Auch als der Vertragsentwurf am 15. Januar 2019 abgelehnt wurde, waren die Marktreaktionen nur von kurzer Dauer. Beide Male gab das Pfund Sterling gegenüber dem US-Dollar nach und stieg die Rendite 10-jähriger britischer Staatsanleihen, doch waren die Bewegungen nicht besonders ausgeprägt und kehrten sich rasch wieder um (Grafik 11 Mitte). Die britischen Aktienindizes entwickelten sich ähnlich wie andere Aktienindizes weltweit und verzeichneten im Januar und Februar eine Hausse, sodass sie den Berichtszeitraum mit einem Plus beendeten (Grafik 11 rechts).

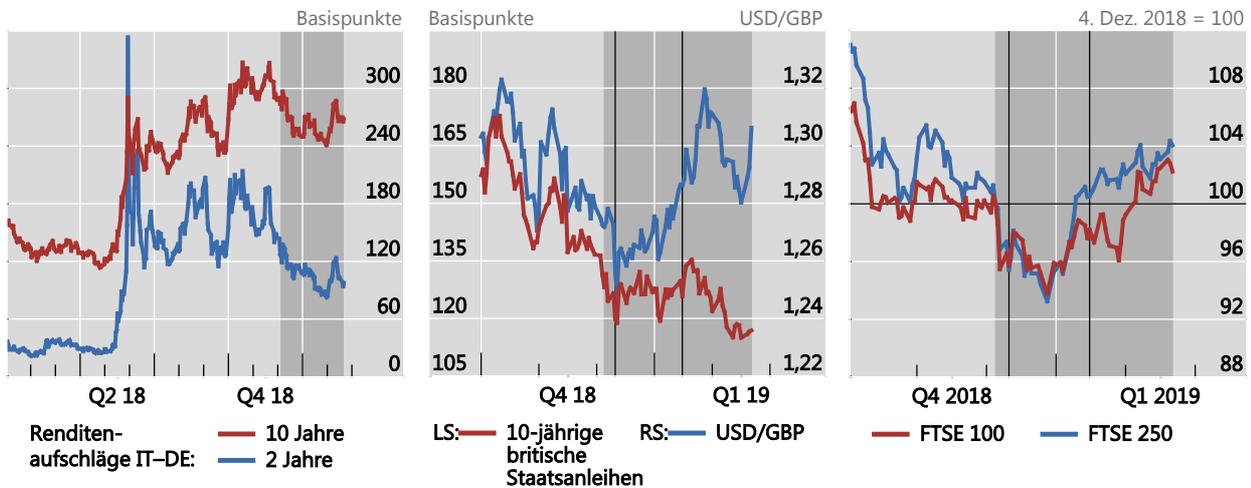
Länderrisiken nehmen im Euro-Raum insgesamt ab und britische Märkte bleiben stabil

Grafik 11

Anstieg der Renditenaufschläge auf italienische Staatsanleihen gleicht vorübergehenden Rückgang teilweise aus

Britische Märkte sind angesichts wachsender Unsicherheit in Bezug auf den Brexit zurückhaltend

Britische Aktien verzeichnen im neuen Jahr eine Rally



Schattierter Bereich: Berichtszeitraum (5. Dezember 2018 bis 19. Februar 2019). Vertikale Linien im mittleren und rechten Feld: 10. Dezember 2018 (geplante Abstimmung im Parlament über den Entwurf des EU-Austrittsvertrags wird abgesagt) und 15. Januar 2019 (Entwurf des EU-Austrittsvertrags wird vom Parlament abgelehnt).

Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Finanzmärkte bleiben anfällig gegenüber Jahresendstress

Sirio Aramonte und Egemen Eren

Abrupte Preisschwankungen zum Jahresende sind in vielen Märkten nichts Ungewöhnliches. Grund hierfür ist die relativ geringe Liquidität, die teilweise auf die aufsichtsrechtlichen Meldepflichten an weit auseinanderliegenden Stichtagen zurückzuführen ist. In den Ende 2018 beobachteten Ereignissen kamen zwei Entwicklungen zum Ausdruck. Zum einen ergriffen Marktteilnehmer und Zentralbanken Maßnahmen, um den immer wieder auftretenden Preis-anomalien zu begegnen: Während Ersterer frühzeitig Anpassungen vornahmen, versuchten Letztere, sie dabei zu unterstützen. Zum anderen macht ein Mangel an Liquidität jeweils zum Jahresende Refinanzierungs- und Sicherheitenmärkte anfällig gegenüber unerwarteten Ereignissen. Diese beiden Entwicklungen verdeutlichen auch die Kanäle, über die sich solche Preisverzerrungen auf andere Finanzmärkte ausbreiten können.①

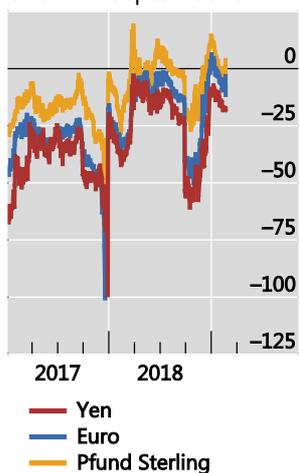
Die Devisenswapsmärkte waren Ende Dezember 2018 relativ stabil, obwohl die Volatilität im früheren Jahresverlauf angestiegen war. In der Vergangenheit waren an diesen Märkten jeweils gegen Jahresende kräftige Anstiege beim Preis für US-Dollar gegenüber dem Euro und dem Yen verzeichnet worden (Grafik A, erstes Feld). Weil die Händler sich bemühten, ihre Positionen im Vorfeld überfrachteter Termine einzugehen, fanden diese Anstiege in den letzten Jahren zu unterschiedlichen Zeitpunkten statt. 2018 brach die 3-monatige von Devisenswaps abgeleitete Basis Ende September plötzlich ein. Grund hierfür war zum einen die Nachfrage von Anlegern mit US-Dollar-Positionen zu Vorfinanzierungszwecken und zum anderen hohe Preisnotierungen von Händlern, die zum Jahresende ihre Bestände ausgleichen wollten. Auch wenn der Einbruch nicht so kräftig ausfiel wie in der Vergangenheit, blieb die Basis doch länger ausgeweitet. Dies legt den Schluss nahe, dass die Folgen des Jahresendstresses weniger ausgeprägt sind, dafür aber länger anhalten.②

Jahresendstress verursacht weiterhin Preisverzerrungen

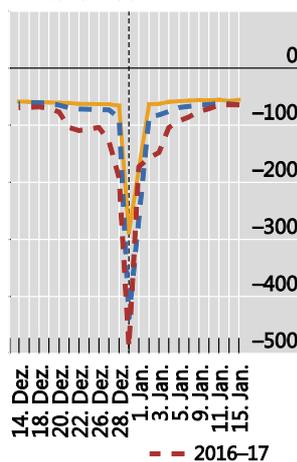
Basispunkte

Grafik A

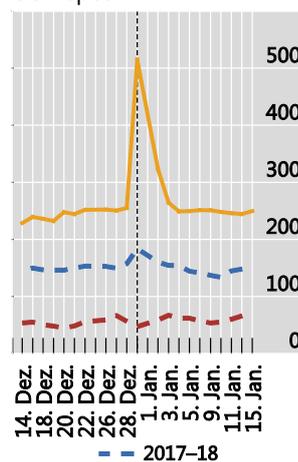
3-monatige von Devisen-swaps abgeleitete Basis bricht im September ein



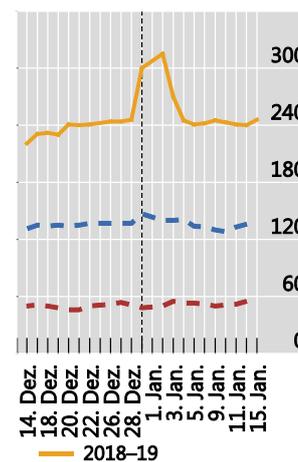
Mehr Ruhe an den Overnight-Repo-Märkten im Euro-Raum¹



Unruhe an den Märkten für Overnight US Treasury GC Repos²



SOFR³ steigt zum Jahresende



¹ Overnight-Repo-Satz berechnet anhand von Repos mit deutschen Staatsanleihen als Sicherheit, von denen 90% spezielle Rückkaufvereinbarungen (Special Collateral Trades) und 10% allgemeine Rückkaufvereinbarungen (General Collateral Trades) sind. ² Grafik zeigt den gewichteten Durchschnittssatz für DTCC Treasury GCF Repos. ³ Secured Overnight Financing Rate.

Quellen: Bloomberg; RepoFunds Rate, www.repofundsrate.com; Berechnungen der BIZ.

Auch die europäischen Repo-Märkte zeigten sich Ende 2018 robuster als in den Vorjahren. Beispielsweise rutschten die Repo-Sätze für stark nachgefragte deutsche Sicherheiten nicht so tief in negatives Terrain wie in früheren Episoden (Grafik A, zweites Feld). Weil die Anleger mit Jahresendstress an den Märkten rechneten, wurden sie frühzeitig aktiv, um Finanzierungen zu sichern und Sicherheiten zu verwalten. Darüber hinaus trug ein breiterer und leichter Zugang zu den Wertpapierleiheprogrammen der EZB und der nationalen Zentralbanken zweifellos dazu bei, die Preisverzerrungen am Jahresende abzuschwächen.

Trotz vorgezogener Maßnahmen blieben die Märkte anfällig gegenüber den Folgen unerwarteter Ereignisse. Am letzten Tag im Dezember emittierte das US-Finanzministerium große Volumen an Schatzpapieren, d.h., zu einem Zeitpunkt, an dem Händler aufgrund regulatorischer Meldepflichten nur widerwillig ihre Bilanzen ausweiten. In der Folge schnellte der Repo-Satz für Treasury General Collateral (GC) um 260 Basispunkte in die Höhe (Grafik A, drittes Feld).

Örtlich begrenzter Jahresendstress kann sich auf andere Märkte ausbreiten, wenn er Zinssätze betrifft, die für die Berechnung von Referenzsätzen verwendet werden. Ein Beispiel dafür war der Anstieg der Secured Overnight Financing Rate (SOFR), die als Alternative zum LIBOR verwendet wird und teilweise auf dem Repo-Satz für Treasury GC basiert (Grafik A, viertes Feld).^③

① Ganz allgemein spiegelt sich in diesen Entwicklungen die Erkenntnis der Finanzinstitute nach der Krise wider, dass das Ausnutzen ihrer Bilanzkapazität einen Preis hat. Die Weichen für ein verbessertes Risikomanagement wurden durch die Regulierung gestellt. Nähere Erläuterungen finden sich in [Kapitel III](#) des *BIZ-Wirtschaftsberichts 2018*. ② Für weitere Informationen zu den Faktoren, die Einfluss auf die Basis von Währungsswaps nehmen, siehe C. Borio, R. McCauley, P. McGuire und V. Sushko, „[Covered interest parity lost: understanding the cross-currency basis](#)“ (nur in Englisch verfügbar), *BIZ-Quartalsbericht*, September 2016. ③ Siehe auch A. Schrimpf und V. Sushko, „[Nach dem LIBOR: eine Einführung zu den neuen Referenzsätzen](#)“, *BIZ-Quartalsbericht*, März 2019.

Anlagemandate und Notverkäufe am Beispiel von Investmentfonds und ihren Beständen an BBB-Anleihen

Sirio Aramonte und Egemen Eren

Der Anteil an Emittenten von Unternehmensanleihen mit dem niedrigsten Investment-Grade-Rating – BBB oder entsprechendem Rating – ist in den USA und Europa seit 2000 gestiegen (Grafik B, erstes Feld). In den USA fand dieser Anstieg hauptsächlich im Vorfeld der Großen Finanzkrise statt. In Europa setzte er sich auch danach noch fort. 2018 betrug der Anteil an Emittenten von Unternehmensanleihen mit BBB-Rating in den USA rund ein Drittel, während er in Europa fast die Hälfte ausmachte.

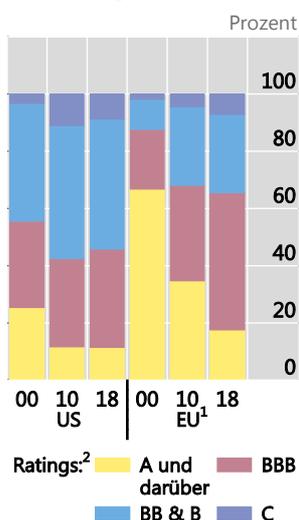
Bei ratingbasierten Anlagemandaten sind die Portfoliomanager verpflichtet, Vermögenswerte zu halten, die über eine Mindestbonität verfügen. Solche Mandate finden sich häufig bei auf Unternehmensanleihen spezialisierten Investmentfonds. Sie machen es den Anlegern leicht, das gewünschte Risikoengagement zu wählen, wobei es sich meist um das Investment-Grade-Segment handelt.

Seit der Großen Finanzkrise haben die Fonds für Investment-Grade-Unternehmensanleihen den Anteil an BBB-Anleihen in ihren Portfolios stetig erhöht. 2018 lag er sowohl in den USA als auch in Europa bei rund 45%, nachdem er 2010 noch ungefähr 20% betragen hatte (Grafik B, zweites Feld). Weil die Zinssätze seit der Großen Finanzkrise ungewöhnlich niedrig waren, stellten die Renditen bei Anleihen mit BBB-Rating, die deutlich höher waren als bei bonitätsstärkeren Anleihen, einen hohen Anreiz für die Portfoliomanager dar (Grafik B, drittes Feld).

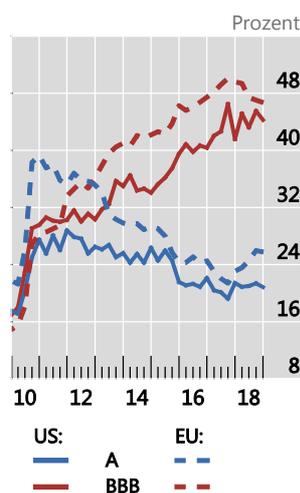
Investmentfonds und das Risiko von Notverkäufen bei BBB-Anleihen

Grafik B

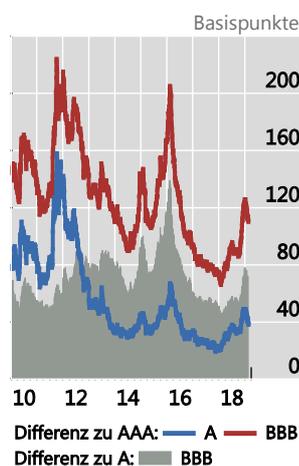
Höherer Anteil von Emittenten mit BBB-Rating



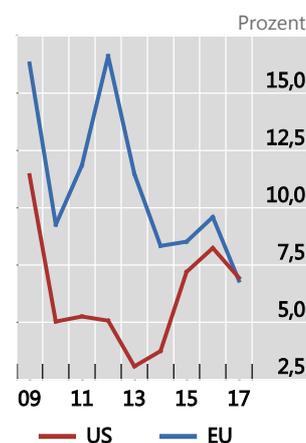
Investmentfonds mit Investment-Grade-Mandat halten mehr BBB-Anleihen³



Renditedifferenz zwischen BBB-Anleihen und A-Anleihen⁴



Herabstufungsrate von BBB auf Junk-Status⁵



¹ AT, BE, DE, DK, ES, EE, FI, FR, GR, IE, IT, LU, NL und PT. ² A = Aaa–A3; BBB = Baa1–Baa3; BB und B = Ba1–B3; C = Caa1–C. ³ Durchschnittlicher Portfolioanteil von Unternehmensanleihefonds, der in Anleihen mit dem jeweiligen Rating investiert ist. ⁴ Optionsbereinigte Aufschläge. ⁵ Häufigkeit der Herabstufungen von Emittenten mit BBB-Rating auf Junk-Status oder „ohne Rating“.

Quellen: ICE BofAML Indices; Lipper; Moody's Analytics CreditEdge; S&P Global; Berechnungen der BIZ.

Ratingbasierte Anlagemandate mögen zwar attraktiv für Anleger sein, die ein bestimmtes Risikoengagement anstreben, sie können aber auch zu Notverkäufen führen. Falls es im Zuge einer Konjunkturabkühlung plötzlich zu gehäuften Herabstufungen von Emittenten mit BBB-Rating auf Junk-Status käme, könnten Investmentfonds und andere Marktteilnehmer mit Investment-Grade-Mandaten gezwungen sein, große Mengen an Anleihen schnell abzustoßen.

Ob es zu solchen Notverkäufen kommt, hängt von der Wahrscheinlichkeit ab, dass eine hinreichend große Anzahl von Unternehmen in kurzer Zeit von BBB auf Junk-Status herabgestuft wird. Als 2009 die Ausfallquoten Rekordhöhen erreichten, lag die Häufigkeit solcher Herabstufungen bei 11,4% in den USA und bei 16,3% in Europa (Grafik B, viertes Feld). Bis 2017 ging diese Herabstufungsrate in beiden Regionen auf rund 7% zurück. Unter plausiblen Annahmen könnte eine Rückkehr zu den Herabstufungsraten von 2009 zu Portfolioumschichtungen führen, deren Umfang die tägliche Handelsaktivität an den Märkten für Unternehmensanleihen übersteigt.^①

^① Gemäß Securities Industry and Financial Markets Association beliefen sich die ausstehenden US-Unternehmensanleihen im 3. Quartal 2018 auf rund \$ 9 100 Mrd., und das tägliche Handelsvolumen lag bei etwa \$ 25 Mrd., was einer Umschlagshäufigkeit von 0,27% entspricht. Legt man bei den BBB-Unternehmensanleihen eine Herabstufungsrate von 11,4% auf Junk-Status zugrunde und nimmt ferner an, dass 10% der Herabstufungen ungefähr zum selben Zeitpunkt stattfinden und dass ein Drittel der Anleihen schnell abgestoßen wird, so würden rund 0,38% der ausstehenden BBB-Anleihen verkauft (im Vergleich zur täglichen Umschlagshäufigkeit von 0,27%).