

VI. Finanzmärkte

Schwerpunkte

Die Preise risikoreicher Vermögenswerte setzten ihren Anstieg fast das ganze Jahr 2006 und Anfang 2007 fort. In diesem Zeitraum kam es zu zwei ausgeprägten Verkaufswellen, die jedoch keinen längeren Abschwung einläuteten, sondern sich als kurzfristige Korrekturen erwiesen. Infolgedessen erreichten einige Aktienmärkte historische Höchststände, während eine Reihe von Kredit-spreads auf neue Tiefstmarken fielen. Diese Entwicklungen erfolgten trotz Anzeichen dafür, dass das Wachstum der Weltwirtschaft einen Scheitelpunkt erreicht haben könnte, und obwohl die schwächeren Wirtschaftsaussichten in den USA und die Auswirkungen zurückliegender Zinsanhebungen allmählich die Anlegerstimmung dämpften.

In diesem Umfeld stabilisierten sich die Anleiherenditen in den fortgeschrittenen Industrieländern gegen Mitte 2006 und begannen danach leicht nachzugeben. Besonders in den USA sanken die langfristigen Anleiherenditen in der zweiten Jahreshälfte. Darin spiegelten sich die Bedenken der Anleger hinsichtlich der Wachstumsaussichten in den USA und ihre Erwartung einer Lockerung der Geldpolitik wider. In Japan stützten die nach wie vor günstigeren wirtschaftlichen Aussichten die Anleiherenditen etwas. Gleichzeitig hellten sich die Wachstumsperspektiven für den Euro-Raum zunehmend auf und führten schließlich zu steigenden Renditen bei Euro-Anleihen.

Im Berichtszeitraum dürften rückläufige Anleiherenditen die Aktienkurse zeitweilig gestützt haben, wichtiger war jedoch der Einfluss des anhaltend kräftigen Gewinnwachstums. Überdies erhielten die Aktienmärkte durch weitere Veränderungen in der Kapitalstruktur Auftrieb: Hier waren erneute Aktienrückkäufe sowie eine erhebliche Zunahme der Fusionen und Übernahmen von Bedeutung. Die hohe und weiter steigende Risikobereitschaft der Anleger begünstigte den Aufschwung der Aktienmärkte ebenfalls.

Das Zusammentreffen verbesserter Wirtschaftsleistung und wachsender Risikobereitschaft unter den Anlegern wirkte sich positiv auf die Kreditaufschläge für Unternehmensschulden an den entwickelten Märkten aus. Vor dem Hintergrund solider Unternehmensgewinne und eines niedrigen Fremdfinanzierungsanteils schätzten die Marktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen als äußerst gering ein. In ähnlicher Weise gingen haussierende Märkte in den aufstrebenden Volkswirtschaften mit verbesserten Kreditratings und einem insgesamt robusten gesamtwirtschaftlichen Umfeld einher. Wie auch an anderen Märkten dürfte die steigende Risikobereitschaft jedoch zu einem Abwärtstrend der Spreads auf Unternehmenstitel beigetragen haben, sowohl in den entwickelten Ländern als auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften.

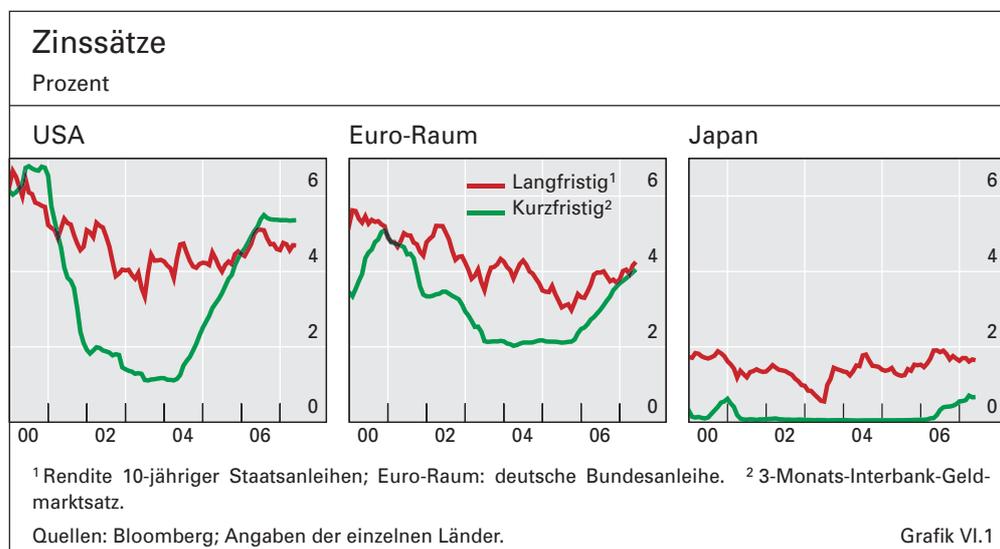
Renditen unter dem Einfluss unterschiedlicher Wachstumsaussichten

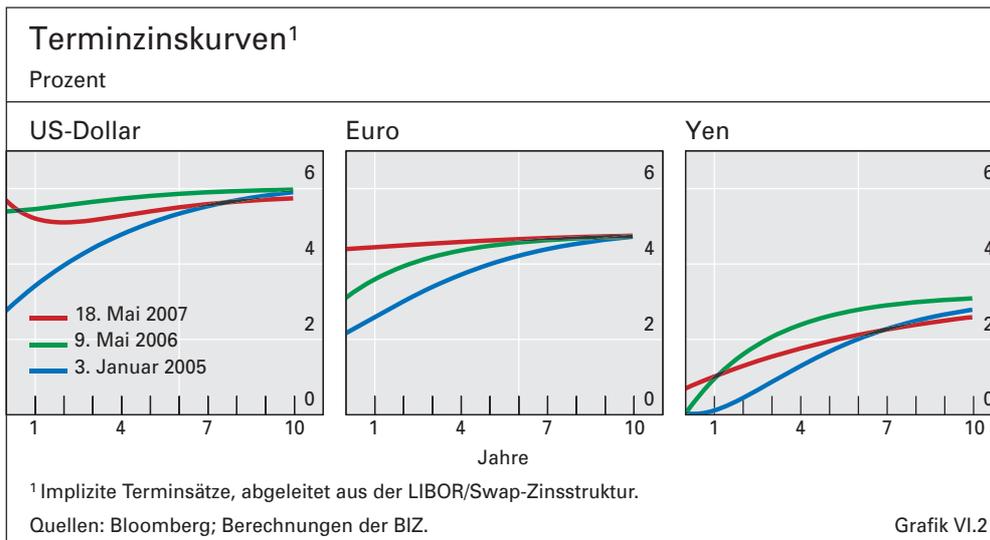
Nachgebende langfristige Anleiherenditen ab Mitte 2006

Der schon länger währende allmähliche Anstieg langfristiger Renditen an den Märkten für Staatsanleihen entwickelter Volkswirtschaften endete im Mai 2006, als die globalen Finanzmärkte von einer Verkaufswelle erfasst wurden. Während sich die Preise für risikoreiche Vermögenswerte bald danach zu erholen begannen, setzte sich der vorherige Aufwärtstrend der Anleiherenditen nicht fort. Stattdessen begannen die langfristigen Renditen in den G3-Volkswirtschaften gegen Mitte 2006 zu fallen, da die Anleger ihre Wachstumsprognosen, besonders für die USA, nach unten korrigierten (Grafik VI.1). Die während fast des gesamten Berichtszeitraums von den Marktteilnehmern gehegte Erwartung einer Leitzinssenkung der Federal Reserve trug zu diesem Rückgang bei. Zwar fielen die Wachstumsprognosen für Japan etwas optimistischer aus, doch die japanischen Anleiherenditen erhielten dadurch kaum Auftrieb, wenngleich die Rückgänge entsprechend geringer ausgefallen sein dürften. Im Euro-Raum gewann die Konjunktur weiter an Schwung, was sich schließlich auch in höheren Anleiherenditen niederschlug. Von Anfang Mai 2006 – d.h. noch vor der Verkaufswelle – bis zum 18. Mai 2007 gingen die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen um etwa 35 Basispunkte auf 4,80% zurück, während die entsprechenden Renditen im Euro-Raum um rund 30 Basispunkte auf etwa 4,30% stiegen und jene in Japan um fast 25 Basispunkte auf 1,65% nachgaben.

Flachere Renditenstrukturkurven in Japan und im Euro-Raum

Die siebzehnte US-Leitzinsanhebung in Folge am 29. Juni 2006 zog eine ausgedehnte Phase des Abwartens nach sich. In dieser Zeit veränderten sich die Erwartungen der Anleger hinsichtlich künftiger Zinsschritte der Federal Reserve und trugen zum Rückgang der langfristigen wie auch der kurzfristigen Renditen bei. Die Anleger gingen zwar zunächst von einer weiteren Straffung – wenn auch bei verlangsamtem Tempo – aus, schwenkten dann aber allmählich zu der Auffassung um, dass die Federal Reserve den Leitzins





für längere Zeit stabil halten werde, und rechneten schließlich mit Leitzinssenkungen. Zum Zeitpunkt der Zinsanhebung vom Juni 2006 lag die Differenz zwischen den US-Renditen im 2-Jahres- und im 10-Jahres-Bereich nahe null. Bis zum 18. Mai 2007 hatte sich die Steigung der Renditenstrukturkurve im Laufzeitensegment von zwei bis zehn Jahren gegenüber dem Stand vom Juni 2006 kaum verändert, wohingegen das kurze Ende der impliziten US-Terminzinskurve eine beträchtliche Inversion aufwies (Grafik VI.2). Dies stand in Einklang mit der Erwartung einer Lockerung der US-Geldpolitik auf kurze bis mittlere Sicht.

Zunehmende
Erwartung
sinkender
US-Leitzinsen ...

Während die Leitzinsen in den USA unverändert blieben, wurde die Geldpolitik in Japan und im Euro-Raum wiederholt gestrafft, was in den betreffenden Volkswirtschaften ein Abflachen der Renditenstrukturkurven zur Folge hatte (Grafik VI.2). Japan erlebte das Ende der Nullzinspolitik und im Juli 2006 die erste Zinsanhebung seit sechs Jahren, der im Februar 2007 eine zweite folgte. Von Juni 2006 bis Mai 2007 hob die EZB ihre Leitzinssätze fünfmal um jeweils 25 Basispunkte an (Kapitel IV). In dieser Zeit waren die langfristigen Anleiherenditen in Japan leicht rückläufig, während sie im Euro-Raum nur moderat stiegen, was zu einer geringeren Steigung der Fristenstrukturkurven führte. Von Anfang Mai 2006 bis zum 18. Mai 2007 verringerte sich die Differenz zwischen den Renditen der 10-jährigen und 2-jährigen Anleihen um etwa 55 Basispunkte im Euro-Raum und um rund 45 Basispunkte in Japan.

... bei steigenden
Leitzinsen in Japan
und im Euro-Raum

Unterschiedliche Wachstumsaussichten und gemäßigte Inflationserwartungen

Wie üblich waren die Leitzinsbeschlüsse Ausdruck der sich wandelnden Bewertungen des gesamtwirtschaftlichen Umfelds und der Zukunftsaussichten, die wiederum für die Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen maßgebend waren. Die im letzten Jahr wohl wichtigsten Einflussgrößen für die Markterwartungen und die Preisbildung bei Staatspapieren waren das voraussichtliche Tempo und Ausmaß des Abschwungs in den USA. Die Einschätzungen der Investoren in Bezug auf das künftige Wachstum der US-Wirtschaft wurden während des Jahres 2006 immer weniger optimistisch, als sich Bedenken wegen der Auswirkungen einer raschen Abkühlung am Markt für Wohn-

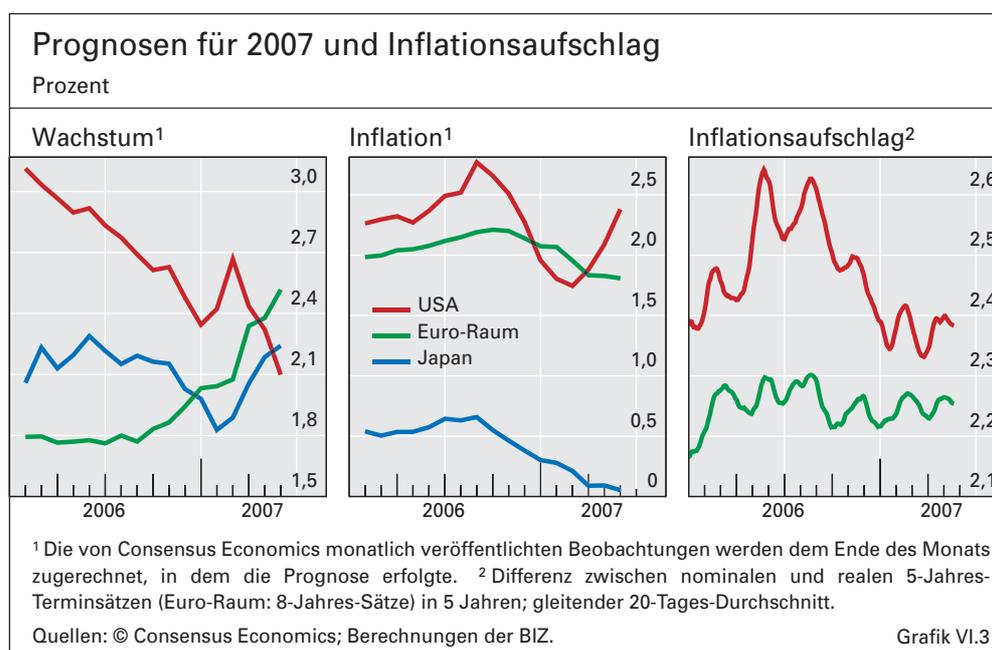
Niedrigeres
US-Zinsniveau
aufgrund des
erwarteten
Abschwungs ...

eigentum, der lang anhaltende Anstieg der Ölpreise und die bereits erfolgten Zinsanhebungen bemerkbar machten. So wurden die Prognosen für das US-Wirtschaftswachstum für 2007 kontinuierlich nach unten korrigiert – mit einer kurzen Unterbrechung in den ersten Monaten 2007 (Grafik VI.3 links).

Wenngleich veränderte Prognosen für die Konjunktur in den USA auch die Anleiherenditen andernorts beeinflussten, haben die Erwartungen eines Wirtschaftswachstums im Euro-Raum und in Japan gewiss eine wichtige Rolle für die Entwicklung der Renditen in diesen Volkswirtschaften gespielt. Im Euro-Raum, der steigende Wachstumsraten und einen allmählich zunehmenden Optimismus hinsichtlich der Konjunkturaussichten verzeichnete, sanken die Anleiherenditen anfänglich weniger als in den USA und stiegen schließlich schrittweise an. In Japan gingen die Anleiherenditen im Berichtszeitraum weniger stark zurück als die US-Renditen, da sich unter den Anlegern die Auffassung durchsetzte, dass sich die Wirtschaft wieder normalisiere und auf einen soliden Wachstumspfad eingeschwenkt sei.

Neben den Aussichten für das Wirtschaftswachstum beeinflusste auch die Beurteilung der Anleger in Bezug auf die künftige Inflationsentwicklung die Bewegungen der Anleiherenditen im letzten Jahr. Im ersten Halbjahr 2006 wurde – besonders in den USA – von einem allmählich wachsenden Inflationsdruck ausgegangen. In der zweiten Jahreshälfte schien hingegen Entspannung einzutreten, als die restriktiven geldpolitischen Maßnahmen Wirkung zeigten und ein Rückgang des Ölpreises einsetzte, der bis Ende des Jahres anhielt. Dementsprechend fielen die Inflationsprognosen für das Jahr 2007 moderater aus, nachdem die erwarteten Werte in den ersten Monaten 2006 noch stetig zugenommen hatten (Grafik VI.3 Mitte). Allerdings gab es in der ersten Jahreshälfte 2007 Anzeichen dafür, dass sich der Inflationsdruck langsamer als erwartet zurückbildete, was zur teilweisen Revision dieser Prognosen führte. Diese Entwicklung zeigt sich recht deutlich an den langfristigen Inflationserwartungen für die USA, wie sie anhand der Differenz zwischen nominalen

... im Euro-Raum
hingegen steigende
Wachstumsdynamik
und höhere
Renditen

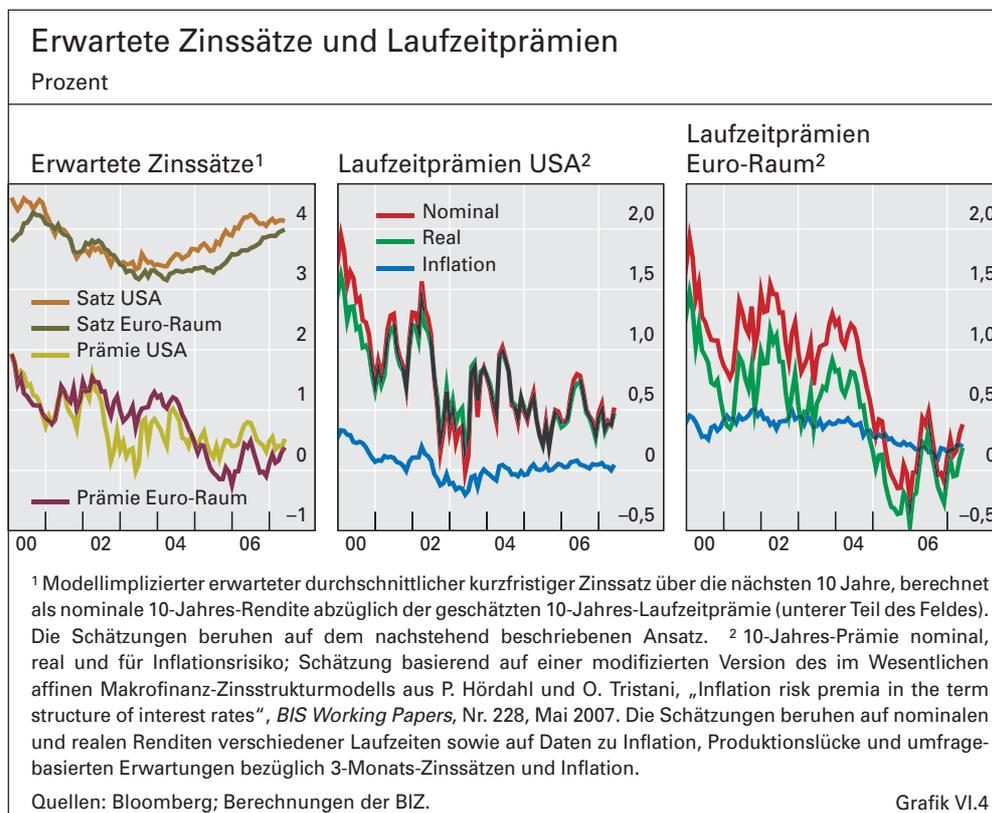


und realen Terminalsätzen für Anleihen geschätzt werden (Grafik VI.3 rechts). Derweil erwiesen sich die entsprechenden Inflationsmaße für den Euro-Raum als stabiler – ein Hinweis auf die Auffassung der Märkte, wonach ein vom Konjunkturaufschwung ausgelöster Preisdruck durch eine nach und nach restriktivere Geldpolitik ausgeglichen werden dürfte.

Rückgang der Anleiherenditen auch wegen niedrigerer Laufzeitprämien

Wenngleich die Entwicklung der Anleiherenditen im letzten Jahr zum Teil durch die gesamtwirtschaftlichen Aussichten bestimmt wurde, waren doch auch andere Faktoren von Bedeutung. So schien etwa das Fehlen einer ausgeprägten Aufwärtsdynamik der Renditen im Euro-Raum während des größten Teils des Jahres 2006 bis zu einem gewissen Grad im Widerspruch zur starken Wirtschaftsentwicklung der Region zu stehen. Tatsächlich haben rückläufige Laufzeitprämien wohl eine wichtige Rolle gespielt und auch den Abwärtsdruck auf die Renditen von US-Schatztiteln verstärkt.

Die in der Zinsstruktur implizierten Laufzeitprämien stellen einen Ausgleich für das Risiko dar, das die Anleger in Bezug auf ungewisse zukünftige Zinsentwicklungen eingehen. Schätzungen dieser Prämien für die USA und den Euro-Raum deuten darauf hin, dass sie sich im historischen Vergleich auf einem niedrigen Niveau bewegten (Grafik VI.4 links). Zwar stiegen die Laufzeitprämien offenbar von Ende 2005 bis Mitte 2006 leicht, sie begannen danach jedoch erneut zu sinken. Schätzungen zufolge ist die Prämienkomponente der nominalen Renditen 10-jähriger Anleihen in den USA von Mitte 2006 bis Mai 2007 um rund 25 Basispunkte zurückgegangen. Das entspricht in etwa drei



Vierteln des gesamten Rückgangs der 10-Jahres-Rendite in diesem Zeitraum. Die verbleibenden 10 Basispunkte wurden der Erwartung geringerer künftiger Durchschnittszinsen zugeschrieben. Im Euro-Raum ging die Laufzeitprämie bei 10-jährigen Anleihen im zweiten Halbjahr 2006 um etwa 40 Basispunkte zurück, holte dann aber in den ersten fünf Monaten 2007 den größten Teil dieses Rückgangs wieder auf.

Wenn die geschätzte Laufzeitprämie aus den 10-jährigen Anleiherenditen herausgerechnet wird, entsteht ein Bild, das der unterschiedlichen wirtschaftlichen Entwicklung beider Volkswirtschaften im letzten Jahr offenbar besser gerecht wird. Der implizite Verlauf der für die kommenden 10 Jahre erwarteten durchschnittlichen Nominalzinsen setzte seinen Anstieg im Euro-Raum ohne Unterbrechung fort, während er sich in den USA zunächst abschwächte und etwa ab Mitte 2006 nachgab (Grafik VI.4 links).

Zerlegung der Laufzeitprämien ...

Aus modernen Fristenstrukturmodellen lassen sich einige Informationen über die Bestimmungsgrößen der geschätzten Laufzeitprämien gewinnen. Die in den nominalen Anleiherenditen enthaltenen Laufzeitprämien können, grob gesagt, in zwei Komponenten aufgeteilt werden: eine Prämie für das Inflationsrisiko und eine Prämie für das Realzinsrisiko. Die erste Komponente spiegelt den Ausgleich wider, den Anleger wegen der ungewissen Inflationsentwicklung verlangen. Die zweite Komponente soll das Risiko kompensieren, das durch Veränderungen der Realzinsen entsteht. Anhand von Modellen, die das Zusammenwirken von Nominalrenditen, Renditen inflationsindexierter Anleihen und gesamtwirtschaftlichen Variablen im Zeitablauf berücksichtigen, lassen sich Erkenntnisse über die Entwicklung dieser Prämien im Laufe der Zeit gewinnen. Solche Schätzungen sind freilich mit erheblichen Unsicherheiten behaftet. Überdies können die Ergebnisse durch die jeweiligen Liquiditätsbedingungen der verschiedenen Märkte und durch institutionelle Faktoren beeinflusst werden. So ist es denkbar, dass institutionelle Nachfragefaktoren und massive Käufe von Staatstiteln durch ausländische Zentralbanken und andere staatliche Stellen die Anleiherenditen seit einiger Zeit unter Abwärtsdruck gesetzt haben (Kapitel VI im *76. Jahresbericht*).

... zeigt Rückgang hauptsächlich wegen sinkender Realzinsprämien

Ungeachtet dessen gibt es Indizien dafür, dass häufige Veränderungen der nominalen Laufzeitprämien – im Euro-Raum größtenteils und in den USA praktisch ausschließlich – auf Schwankungen der Realzinskomponente dieser Prämien zurückzuführen waren (Grafik VI.4 Mitte und rechts). Zugleich ergeben Schätzungen der Prämie für das Inflationsrisiko im Euro-Raum einen allmählichen Rückgang während fast des ganzen Jahres 2006, wohingegen sich die entsprechenden Werte für die USA kaum veränderten.

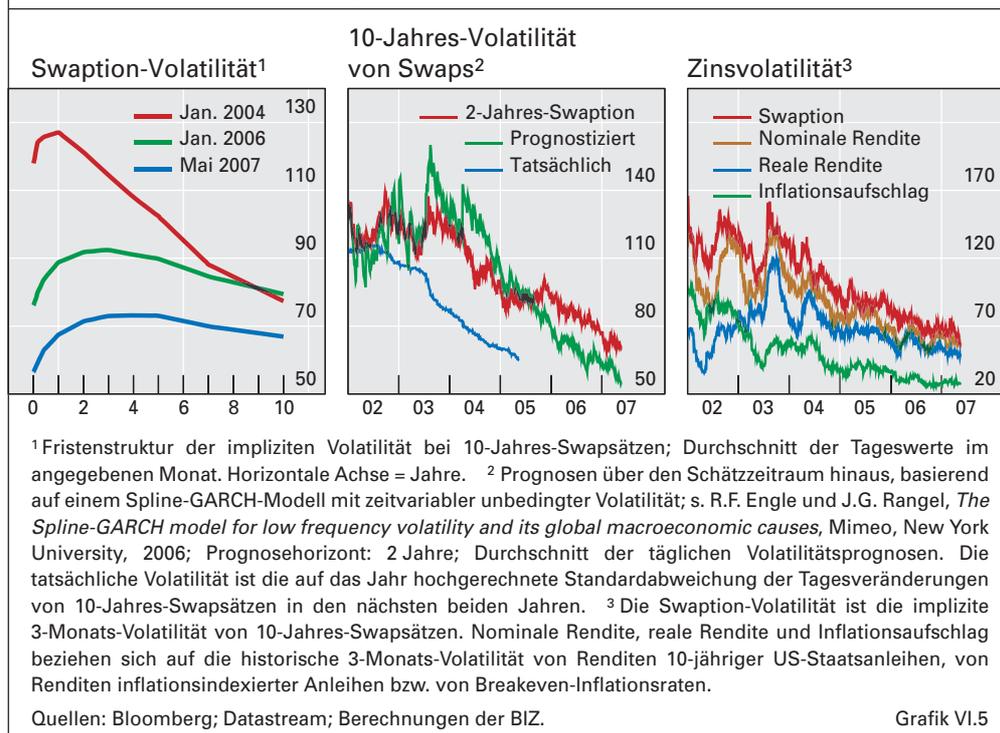
Implizite Zinsvolatilitäten weiterhin rückläufig

Implizite Swaption-Volatilität weiter rückläufig

Bis zu einem gewissen Grad dürfte der Rückgang der geschätzten Laufzeitprämien seine Ursache darin gehabt haben, dass die Anleger die Unsicherheit über künftige Zinsbewegungen inzwischen als geringer einschätzten. Soweit die implizite Volatilität von Swaptions (Optionen auf Zinsswaps) als Indikator herangezogen wird, finden sich tatsächlich Hinweise für eine abgeschwächte Wahrnehmung hinsichtlich der Unsicherheit der Zinsentwicklung. Zum Beispiel setzte die Fristenstruktur der impliziten Volatilität von Swaptions auf 10-jährige

Langfristige Zinsvolatilität in den USA

Basispunkte, auf das Jahr hochgerechnet



US-Swapsätze ihre Abwärtsbewegung 2006 und Anfang 2007 fort (Grafik VI.5 links), und ähnliche Rückgänge waren auch bei anderen Swapsätzen zu beobachten. Die massiven Verkaufswellen, die die globalen Finanzmärkte von Mai bis Juni 2006 sowie Ende Februar bis März 2007 erfassten, wirkten sich auf die Volatilität von Swaptions insgesamt kaum aus, obwohl während der zweiten Verkaufswelle die kurzzeitige Volatilität bei kurzfristigen Sätzen vorübergehend hochschnellte.

Schwankungen in der zum Ausgleich des Volatilitätsrisikos geforderten Prämie könnten die Volatilität von Swaptions ebenfalls beeinflusst haben, doch weist einiges darauf hin, dass sie eine untergeordnete Rolle gespielt haben. Zur Erfassung dieser Risikoprämie für Volatilität kann die Differenz zwischen der impliziten Volatilität und der von den Anlegern erwarteten Volatilität herangezogen werden. Ein Verfahren zur Messung von Volatilitätserwartungen besteht in der Verwendung von Prognosen, die auf Zeitreihenmodellen beruhen. Derartige Schätzungen weisen darauf hin, dass der Rückgang der Volatilität von Swaptions, obwohl recht ausgeprägt, dennoch in erster Linie darauf zurückzuführen war, dass die Anleger mit einem weiteren Sinken der Volatilität rechneten. Insbesondere findet der Rückgang der impliziten Volatilität in den letzten Jahren seine Entsprechung größtenteils in niedrigeren (außerhalb des Schätzzeitraums erhobenen) Prognosewerten für Volatilität; diese werden durch ein Modell abgebildet, das Veränderungen in der Wahrnehmung des langfristigen Volatilitätsniveaus einbezieht. Ferner fiel der beobachtete Rückgang der impliziten Volatilität von Swaptions mit einem Abwärtstrend der tatsächlichen langfristigen Zinsvolatilität zusammen (Grafik VI.5 Mitte).

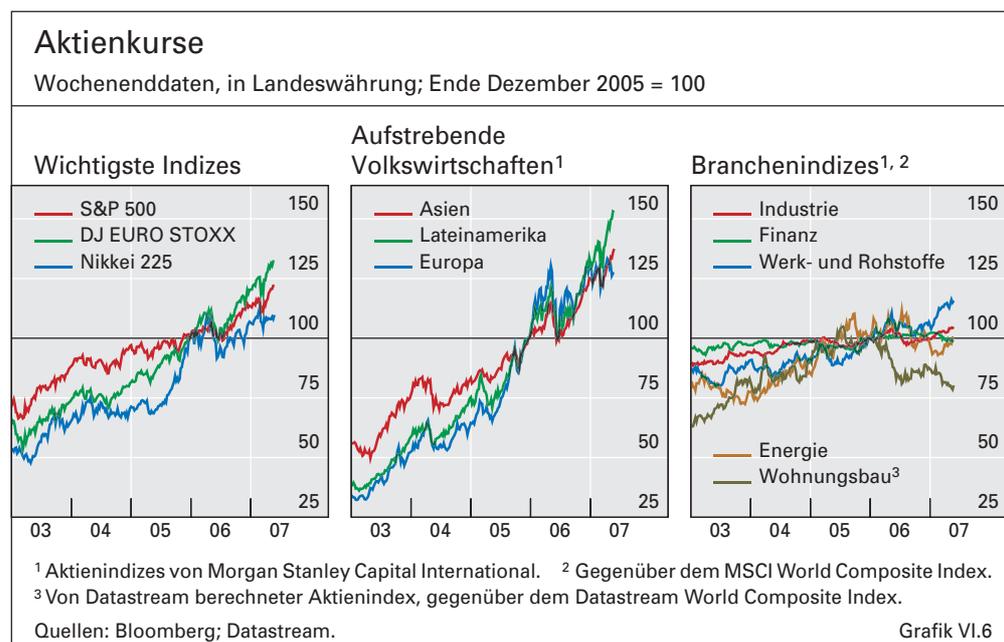
Geringere Volatilität
möglicherweise auf
als stabil einge-
schätzte Wirt-
schaftslage
zurückzuführen

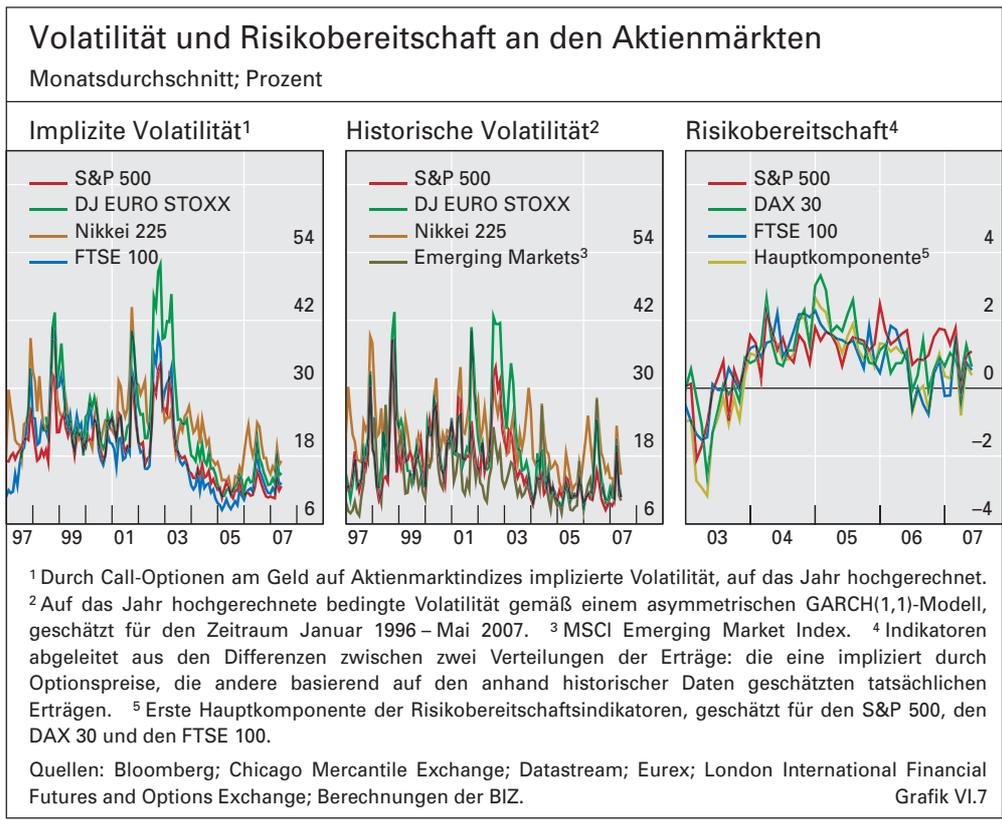
In Anbetracht der gegenüber US-Schatzpapieren in jüngster Zeit recht stabilen Swapsreads stand dem stetigen Absinken der Volatilität der Swapsätze seit Mitte 2003 weitgehend ein Rückgang der Volatilität 10-jähriger US-Anleiherenditen gegenüber (Grafik VI.5 rechts). Dieser Rückgang dürfte einigen Hinweisen zufolge seinerseits darauf zurückzuführen sein, dass die Stabilität der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten als höher eingeschätzt wurde. Insbesondere der in den nominalen Anleiherenditen enthaltene Inflationsausgleich war weniger volatil, was – wie die stabilen Prämien für das Inflationsrisiko – im Einklang mit weniger volatilen langfristigen Inflationserwartungen steht. Dies mag auf eine gestiegene Glaubwürdigkeit der Zentralbanken zurückzuführen sein oder darauf, dass die Anleger in Zukunft mit schwächeren Inflationschocks für die Wirtschaft rechnen. Die allgemeine Verringerung der Schwankungen der geschätzten Laufzeitprämien, hauptsächlich aufgrund weniger volatiler Prämien für das Realzinsrisiko, dürfte ebenfalls zu niedrigerer Zinsvolatilität beigetragen haben.

Robuste Aktienmärkte trotz gelegentlicher Volatilitätsphasen

Kursanstieg bei
Aktien ...

Der weltweite Kursanstieg an den Aktienmärkten, der Anfang 2003 begonnen hatte, setzte sich fast im gesamten Berichtszeitraum fort, ungeachtet zweier ausgeprägter Verkaufswellen von Mai bis Juni 2006 und Ende Februar bis März 2007. Im dritten Jahr in Folge war die Aktienperformance in den fortgeschrittenen europäischen Volkswirtschaften besser als jene an anderen entwickelten Märkten, wobei der entsprechende Index von Ende März 2006 bis Mitte Mai 2007 um 19% stieg und damit die Kursgewinne in den USA (17%) und Japan (2%) übertraf (Grafik VI.6 links). Im Allgemeinen entwickelten sich die Aktien an den Märkten aufstrebender Volkswirtschaften noch besser. In Lateinamerika, Asien und Europa beliefen sich die Kursgewinne auf 37%, 28% bzw. 10% (Grafik VI.6 Mitte). Phasen gesteigener Volatilität im Zuge der erwähnten





Verkaufswellen waren ebenfalls kurzlebig. Infolgedessen lagen die Volatilitäten der Aktienkurse Ende 2006 nahe ihren historischen Tiefstständen und blieben noch im Mai 2007 deutlich unter den langfristigen weltweiten Durchschnittswerten (Grafik VI.7 links und Mitte).

Hohe Unternehmensgewinne beleben die Märkte

Weltweit wurden die Aktienkurse erheblich durch hohe Gewinne börsennotierter Unternehmen in den entwickelten Volkswirtschaften gestützt. Selbst die Abkühlung des BIP-Wachstums in den USA im dritten Quartal 2006 hatte zunächst nur geringe Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne, die erst gegen Ende des Jahres Anzeichen einer Abschwächung aufwiesen. Die Stagnation der Wohnimmobilienpreise beeinträchtigte 2006 jedoch sehr wohl die Ertragslage und den Erfolg einzelner Branchen wie der Bauindustrie (Grafik VI.6 rechts). Auch in Europa verzeichneten die Unternehmensgewinne insgesamt ein kräftiges Wachstum, wobei die robuste Konjunktur im Vereinigten Königreich, in Deutschland und in Frankreich dazu beitrug, dass die Aktienmärkte gelassen auf die anhaltende geldpolitische Straffung der Bank of England und der EZB reagieren konnten. Die Entwicklung der Gewinne in Japan konnte nach dem beschleunigten Wachstum Anfang 2006 nicht Schritt halten.

... gestützt durch hohe Unternehmensgewinne

Die Aktienkurse in den aufstrebenden Volkswirtschaften stiegen vor dem Hintergrund allgemein günstiger gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen (Kapitel III) und beträchtlicher Risikobereitschaft der Anleger weltweit. Die kräftigen Wertgewinne im Sektor der Werk- und Rohstoffe (Grafik VI.6 rechts), darunter auch Unternehmen im Bergbau und in der Metallerzeugung, sind zum Teil Ausdruck der hohen Wachstumsraten in aufstrebenden Volkswirtschaften,

Risikobereitschaft
begünstigt
Kursentwicklung in
aufstrebenden
Volkswirtschaften ...

in denen die Industrialisierung stark vorangetrieben wird, wie etwa China. Ferner hielten sich die Ansteckungseffekte politischer Unruhen in einzelnen Volkswirtschaften, z.B. Ungarn, Thailand und Ecuador, auf andere Märkte in engen Grenzen. Dennoch stagnierten die Aktien des Energiesektors ab Mitte 2006, entsprechend den tieferen Ölpreisen, ebenso die Aktienkurse im ölexportierenden Russland, wo Anfang 2007 besonders hohe Kurseinbußen verzeichnet wurden. Im Gegensatz zu den Märkten entwickelter Länder hielt das Gewinnwachstum in den aufstrebenden Volkswirtschaften nicht mit der Entwicklung der Aktienkurse Schritt. Vielmehr war dort ein kräftiger Anstieg der Kurs-Gewinn-Verhältnisse festzustellen (Grafik VI.9 Mitte), was mit der wachsenden Risikobereitschaft bei Investitionen in Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften in Einklang steht.

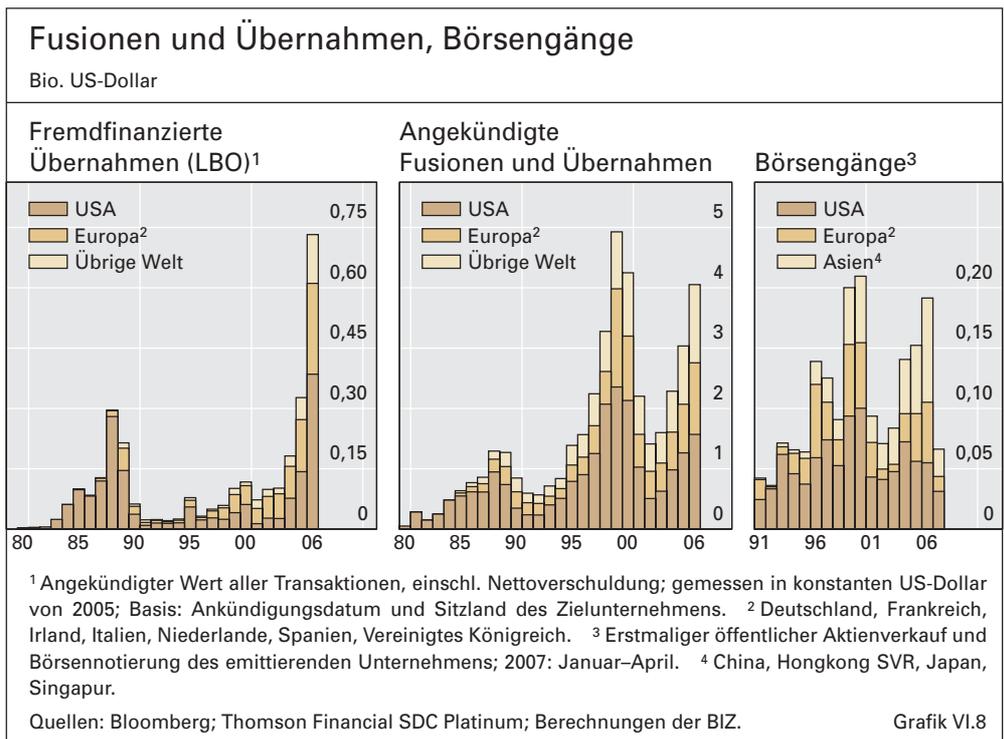
Die Aktienmärkte weltweit verzeichneten von Mai bis Juni 2006 und von Ende Februar bis März 2007 schwere Verluste, wobei der globale MSCI-Index um 13% bzw. 7% einbrach. Die Mitte 2006 auftretende Verkaufswelle scheint ihren Ursprung eher in der nachlassenden Risikobereitschaft der Anleger als in einer Neubewertung der Fundamentaldaten gehabt zu haben (Grafik VI.7 rechts). Infolgedessen war der Kurseinbruch bei den Aktien aufstrebender Volkswirtschaften mit 26% am stärksten. Demgegenüber fiel die Verkaufswelle von Anfang 2007 mit Besorgnis wegen der Schwäche der US-Wirtschaft (insbesondere des Wohnimmobilienmarktes) zusammen. Obwohl die Verkaufswelle mit einer starken Korrektur der chinesischen Börse begann, lagen die Aktienkurse in den aufstrebenden Volkswirtschaften nicht so deutlich unter denjenigen in den entwickelten Ländern wie Mitte 2006. Zudem war die weltweite Verkaufswelle diesmal nur von kurzer Dauer. Der Anstieg der Volatilität und der Rückgang der Risikobereitschaft hatten sich größtenteils schon nach nur einem Monat wieder umgekehrt (Grafik VI.7).

Fusionen und Übernahmen stützen den Markt

... und robustes
Wachstum bei
Fusionen und
Übernahmen

Laufende und absehbare Veränderungen der Kapitalstruktur stützten die Aktienkurse ebenfalls. Aktienrückkäufe nahmen weiter zu: S&P-500-Unternehmen erwarben 2006 eigene Aktien in Höhe von mehr als \$ 430 Mrd., womit das im Vorjahr erreichte Rekordniveau nochmals deutlich übertroffen wurde. Außerdem stiegen die fremdfinanzierten Übernahmen (Leveraged Buyouts, LBO) 2006 auf einen Gesamtwert von \$ 753 Mrd., wobei die Übernahmeangebote von Private-Equity-Investoren das (in konstanten Dollar gerechnete) Volumen aus dem LBO-Spitzenjahr Ende der 1980er Jahre übertrafen. Ein besonders auffallender Unterschied zwischen dem jüngsten und früheren Booms bestand darin, dass die Übernahmen nicht mehr überwiegend US-Unternehmen zum Ziel hatten; tatsächlich entfielen 31% des angekündigten Wertes aller Transaktionen auf europäische Übernahmeziele, gegenüber weniger als 10% im Jahr 1988. Übernahmen in aufstrebenden Volkswirtschaften und anderen Ländern machten ebenfalls einen beträchtlichen Anteil aus (Grafik VI.8 links).

In der allgemeiner gefassten Kategorie der Fusionen und Übernahmen (Mergers & Acquisitions, M&A) legte das Geschäft 2006 mit angekündigten Transaktionen im Wert von \$ 4,1 Bio. gegenüber dem bereits hohen Niveau



von 2005 nochmals kräftig zu und erreichte in realer Betrachtung den höchsten Stand seit 2000. Besonders schwungvoll entwickelte sich das M&A-Geschäft in Europa, wo es 2006 um 52% zunahm. Damit erhöhte sich der Gesamtwert der Transaktionen auf \$ 1,2 Bio., eine Größenordnung ähnlich wie in den USA (Grafik VI.8 Mitte). Die beispiellose Aktivität bei Unternehmensübernahmen war wahrscheinlich ein Grund für die Robustheit des europäischen Aktienmarktes. In nicht unerheblichem Maße begünstigt durch Meldungen über mögliche Übernahmen stieg der führende europäische Aktienindex im Dezember 2006 an zehn Tagen in Folge an – die längste Hausse seit 1997.

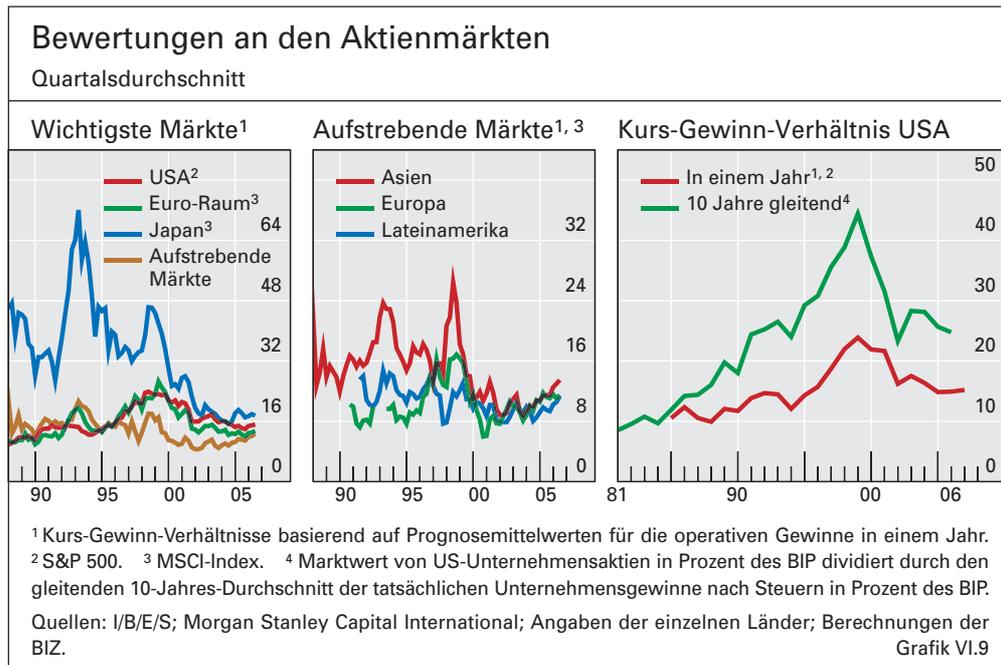
Markt für Unternehmensübernahmen in Europa besonders stark

Die Börsengänge erreichten das höchste Volumen seit 2000. Eine besonders große Zahl von Börsengängen war in Asien zu beobachten, wo sie im Rekordwert von \$ 86,4 Mrd. stattfanden – ein Anstieg um 53% gegenüber dem Vorjahr (Grafik VI.8 rechts). Außergewöhnlich hoch war das Volumen an den Börsen von Hongkong und Shanghai. Während das Volumen der Börsengänge in Europa um 27% wuchs, stagnierte es in den USA, und der Anteil der US-Transaktionen an den Börsengängen aller führenden Märkte ging auf weniger als 30% zurück.

Bewertungsniveau

Vor dem Hintergrund derart robuster Unternehmensgewinne führten die aufwärtsstrebenden Aktienkurse dennoch nicht zu einem höheren Bewertungsniveau an den Märkten der entwickelten Länder, jedenfalls nicht gemäß einigen besonders häufig verwendeten Kennzahlen. Vielmehr wurden die Gewinnprognosen schneller revidiert, als die Kurse stiegen. 2006 verharnte der S&P 500 beim 15-fachen der Gewinnschätzung für das nächste Jahr, womit diese Kennzahl geringfügig über derjenigen des MSCI für den Euro-Raum lag.

Sinkende Kurs-Gewinn-Verhältnisse in den USA und im Euro-Raum ...



Beide Kurs-Gewinn-Verhältnisse bewegten sich sogar knapp unterhalb ihres langfristigen Durchschnitts von 16 im Zeitraum 1988–2005. In Japan war das Kurs-Gewinn-Verhältnis im zweiten Halbjahr 2005 und Anfang 2006 zwar markant angestiegen, doch blieb es deutlich unter dem Niveau früherer Jahrzehnte (Grafik VI.9 links).

... dagegen Anstieg in aufstrebenden Volkswirtschaften

Demgegenüber waren die Bewertungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften recht euphorisch; sie setzten ihren 2005 begonnenen Anstieg steil fort (Grafik VI.9 Mitte). Der Wertzuwachs fiel in Asien am deutlichsten aus, obwohl die Bewertungen in den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas in den letzten fünf Jahren rascher gestiegen sind. Trotz der jüngsten Aufwärtsentwicklung waren die Bewertungen in allen großen aufstrebenden Regionen deutlich niedriger als in den späten 1990er Jahren (vor dem Einbruch der Aktienmärkte).

Freilich erscheinen die Bewertungen in den entwickelten Ländern überdehnter, wenn sie historischen Gewinndaten und nicht kurzfristigen Prognosen gegenübergestellt werden. Wie nachstehend erläutert, reichten die Gewinne in den USA als Prozentsatz des BIP 2006 bereits nahe an die historischen Höchststände heran (Grafik VI.15). Das Verhältnis realer Aktienkurse zum gleitenden 10-Jahres-Durchschnitt realer Gewinne in den USA eignet sich zur Glättung zyklischer Schwankungen und gilt als historisch robuste (inverse) Schätzgröße für künftige Erträge. Ende 2006 befand sich dieses Kurs-Gewinn-Verhältnis mit einem Wert von rund 25 deutlich über dem historischen Durchschnittswert seit den frühen 1980er Jahren von knapp 20 (Grafik VI.9 rechts).

Renditeaufschläge nahe historischen Tiefständen

Die Renditeaufschläge wurden im Berichtszeitraum bei allen Arten von Schuldtiteln kleiner, wobei die Spreads auf risikoreichere Schuldtitel am stärksten zurückgingen. Die Hausse an den Kreditmärkten wurde zweimal durch Phasen

von Marktturbulenzen unterbrochen, die jedoch von relativ kurzer Dauer waren. Wichtige Kräfte, die die Rally getragen haben, waren offenbar die solide Verfassung der Unternehmen, die große Nachfrage der Anleger nach strukturierten Kreditprodukten und die gestiegene Risikobereitschaft der Anleger.

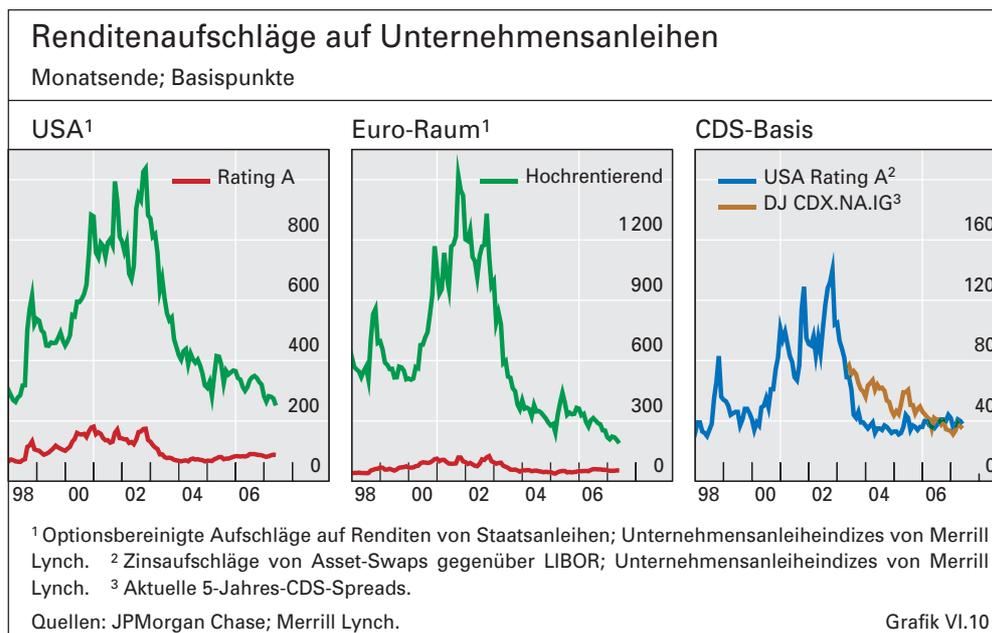
Überdurchschnittliche Kursgewinne bei den Hochzinsanleihen

Bei den risikoreicheren Anleihen sanken die Aufschläge im Zuge der Hausse an einigen Märkten auf neue Tiefstände (Grafik VI.10). Ende Mai 2007 lag ein Index für Spreads auf hochrentierende US-Unternehmensanleihen bei etwas mehr als 250 Basispunkten – unter dem vorherigen Tiefstand, den er vor der Verkaufswelle an den Kreditmärkten im zweiten Quartal 2005 erreicht hatte, und nur wenige Basispunkte über seinem Rekordtief vom Oktober 1997 (235 Basispunkte). Ebenso fielen die Renditenaufschläge auf europäische Hochzinsanleihen auf weniger als 190 Basispunkte und befanden sich damit mehr als 40 Basispunkte unter dem vorherigen Tiefstand vom März 2005. Die Spreads auf US- und europäische Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating bewegten sich in einer relativ engen Bandbreite und lagen Ende Mai 2007 nur wenige Basispunkte über dem Niveau vom März 2006.

Die erste zeitweilige Neubewertung des Kreditrisikos erfolgte ab Mitte Mai 2006. Der Spread auf hochrentierende US-Unternehmensanleihen weitete sich von 288 Basispunkten am 12. Mai 2006 bis Ende Juni 2006 um 47 Basispunkte aus. Nur dank des Automobilsektors hat sich der Hochzinsspread auf Credit-Default-Swaps (CDS) im Juni und Juli nicht noch erheblich mehr ausgeweitet: Die CDS-Spreads von General Motors und Ford gingen von Ende Juni bis Ende August um mehr als 300 Basispunkte zurück. Die Aufschläge auf risikoreiche Vermögenswerte blieben im August hoch; Ende September setzte sich dann der Abwärtstrend wieder fort. Aufgrund von Umschichtungen von hochrentierenden Schuldtiteln in weniger risikoreiche Vermögenswerte im Mai und im Juni machte sich die Verkaufswelle in den Renditenaufschlägen auf

Rückläufiger Trend bei den Hochzins spreads ...

... trotz Marktturbulenzen Mai/Juni 2006 ...



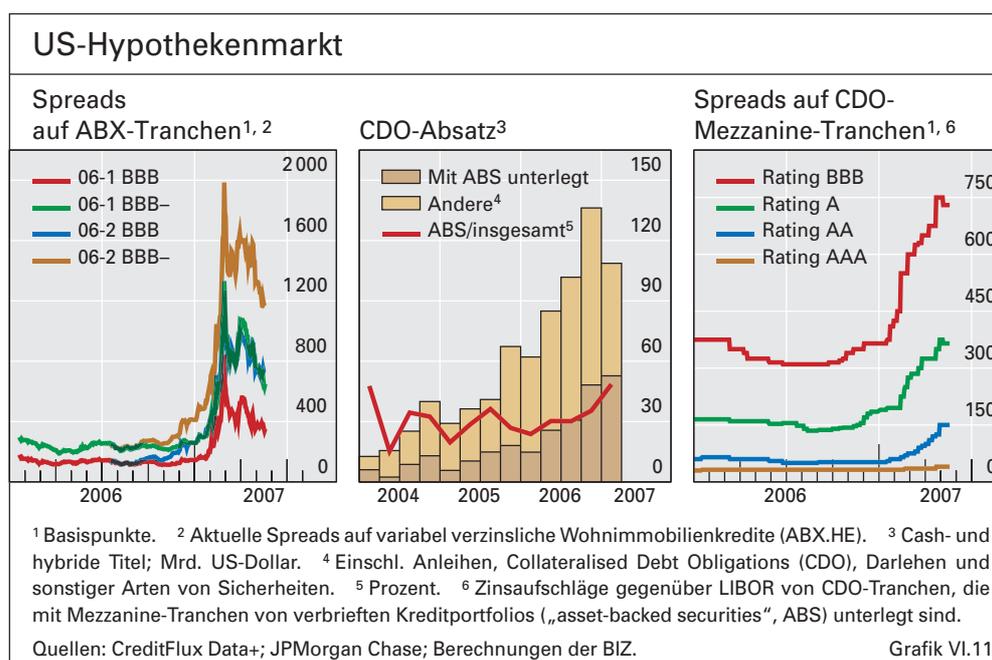
Schuldtitel mit höherem Rating nur wenig bemerkbar. Beispielsweise weiteten sich die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen mit A-Rating sowohl in den USA als auch in Europa in dieser Phase um weniger als 10 Basispunkte aus.

... und Ende
Februar/März 2007

Ende Februar und im März 2007 erlebten die Kreditmärkte eine zweite Phase von Turbulenzen, die allerdings letztendlich geringere Auswirkungen hatte. Am 27. Februar schnellten die Spreads auf US-Hochzinsanleihen vor dem Hintergrund der weltweiten Verkaufswelle an den Aktienmärkten um mehr als 20 Basispunkte in die Höhe und setzten ihren Anstieg danach noch etwa vier Tage lang fort. Während die Aktienmärkte die Kursverluste drei Wochen nach der Verkaufswelle größtenteils wieder wettgemacht hatten, ging die Erholung an den Kreditmärkten etwas langsamer voran. Erst in der zweiten Maihälfte erreichten die Spreads auf US-Hochzinsanleihen wieder ihren Tiefstand von Ende Februar.

Wachsende
Besorgnis
hinsichtlich des
US-Hypotheken-
marktes ...

Zur Marktunsicherheit trug auch eine zunehmende Besorgnis hinsichtlich des sog. Subprime-Bereichs am Markt für Wohneigentum bei. Bei diesen Krediten an Schuldner geringerer Bonität stieg die Ausfallquote, die sich 2004 und 2005 zumeist um 10% bewegt hatte, bis Ende 2006 auf 13%, wobei ein Großteil des Anstiegs im vierten Quartal erfolgte (Kapitel VII). Dies führte zu einer Reihe von Insolvenzen bei Kreditgebern von nicht erstklassigen Hypotheken und ab November 2006 zu einer beträchtlichen Ausweitung der Spreads auf den als unterhalb Investment-Grade eingestufteten Tranchen von Wohnimmobilienkrediten („home equity loans“; s. auch Grafik VI.11 links). Im Anschluss an die Ankündigung höherer Rückstellungen für notleidende Subprime-Kredite durch die HSBC vom 8. Februar 2007 und die Abwärtskorrektur der Prognose von New Century Financial zum Kreditvergabevolumen für 2007 erhöhten sich die Spreads in diesem Marktsegment in nur zwei Tagen um nicht weniger als 200 Basispunkte.



Ob und in welcher Form die Probleme am US-Hypothekenmarkt für nicht erstklassige Schuldner auf andere Märkte übergreifen könnten, bleibt offen. Zum Teil sind die Risiken begrenzt, da der Subprime-Markt vergleichsweise klein ist. Der Anteil der Kreditvergabe an nicht erstklassige Schuldner an der gesamten US-Hypothekenkreditvergabe lag im Jahr 2006 bei nur 21%, und am Jahresende machten diese Kredite 14% der gesamten ausstehenden Hypothekenkredite aus. Ungeachtet dessen hat die Besorgnis der Anleger stetig zugenommen, dass sich eine anhaltende Verschlechterung auf die Bewertungen von forderungsgedeckten Schuldverschreibungen („collateralised debt obligations“, CDO), die durch forderungsunterlegte Wertpapiere („asset-backed securities“, ABS) besichert sind, auswirken könnte. Dabei ist schwer auszumachen, wo genau im CDO-Markt die Risiken in Bezug auf nicht erstklassige Hypothekenkredite im weiteren Sinn (Subprime- und sog. Alt-A-Kredite) konzentriert sind. Schätzungen auf Basis individueller CDO-Transaktionen zeigen, dass ABS etwa ein Drittel der Sicherheiten ausmachen, mit denen Cash-CDO unterlegt sind (Grafik VI.11 Mitte). Branchenschätzungen lassen vermuten, dass ein großer Teil mit Subprime- und Alt-A-Hypothekenkrediten besichert ist. Die Spreads auf CDO-Tranchen, die durch Mezzanine-Tranchen von ABS besichert sind, weiteten sich ab Ende Januar 2007 aus, was ein Zeichen dafür ist, dass die Anleger einer erheblichen Verschlechterung des zugrundeliegenden Sicherheitenpools eine größere Wahrscheinlichkeit beimessen (Grafik VI.11 rechts).

... und der Folgen für die CDO-Märkte

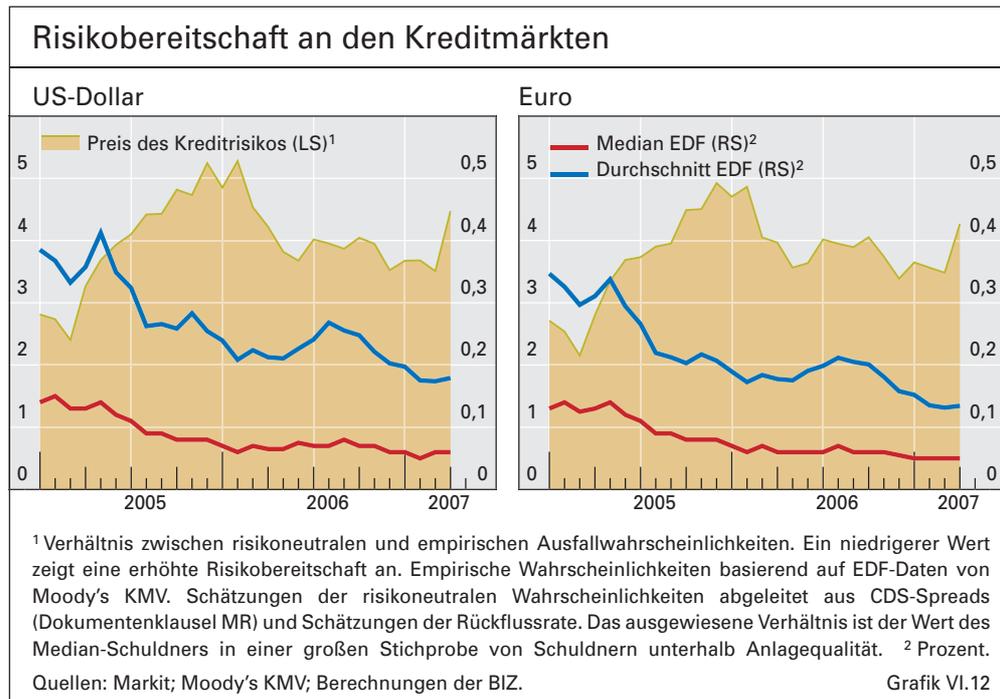
Höhere Risikobereitschaft der Anleger

Während im Allgemeinen solide Unternehmensbilanzen (s. unten) die Bewertungen an den Kreditmärkten stützten, gibt es auch Hinweise dafür, dass Veränderungen in der Risikobereitschaft der Anleger zum Abwärtstrend der Spreads auf risikoreiche Vermögenswerte beitrugen. Eine einfache Schätzung des Preises für eine „Einheit“ Risiko in einem bestimmten Kreditmarktsegment ergibt sich aus dem Verhältnis zwischen der aus den Renditenaufschlägen abgeleiteten Ausfallwahrscheinlichkeit und der aus zugrundeliegenden Bilanzinformationen abgeleiteten Ausfallwahrscheinlichkeit, in diesem Fall den von Moody's KMV geschätzten erwarteten Ausfallhäufigkeiten („expected default frequencies“, EDF). Je größer dieses Verhältnis ist, umso höher ist die Kompensation, die von den Gläubigern für die Übernahme eines gegebenen Ausfallrisikos verlangt wird. Natürlich können EDF selbst gewisse Elemente der Marktstimmung beinhalten, da sie zum Teil Aktienkurse und Volatilitäten widerspiegeln. Trotzdem sind sie ein brauchbarer Näherungswert für die Einschätzung des grundlegenden Ausfallrisikos durch die Marktteilnehmer.

Veränderungen in der Risikobereitschaft der Anleger ...

Im Wesentlichen weisen diese Indikatoren darauf hin, dass die Risikobereitschaft der Anleger über weite Strecken des Jahres 2006 zunahm. Die positive Entwicklung der Unternehmen trug zweifellos zum niedrigen Niveau sowohl der EDF als auch der CDS-Prämien im Berichtszeitraum bei. Die Prämien für CDS sind jedoch vergleichsweise stärker zurückgegangen, was vermuten lässt, dass neben Veränderungen der Fundamentaldaten vor allem auch Veränderungen in der Risikobereitschaft der Anleger einen wichtigen Einfluss auf die Entwicklung der Risikoaufschläge auf Hochzinsanleihen hatten

... tragen zu niedrigeren Aufschlägen auf Hochzinsanleihen bei



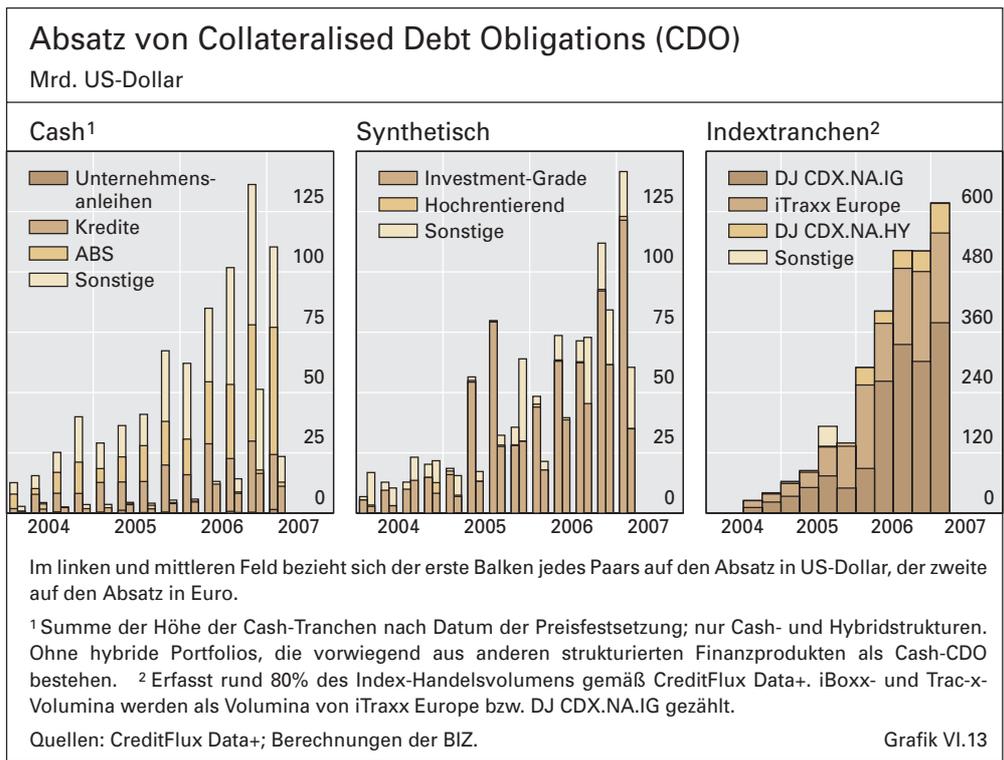
(Grafik VI.12). Der geschätzte Preis für das Kreditrisiko, der Ende 2005 einen Höchststand erreicht hatte, ging im Jahr 2006 und Anfang 2007 zumeist zurück, ein Trend, der nur kurzzeitig durch die Verkaufswelle im Mai/Juni 2006 unterbrochen wurde. Die neuesten verfügbaren Daten deuten darauf hin, dass der Anstieg der Spreads auf Hochzinsanleihen Ende Februar und im März 2007 weitgehend auf einen Anstieg des Preises für das Risiko zurückzuführen war.

Rasant steigender Absatz von strukturierten Kreditprodukten

Rekordabsatz von CDO ...

Der Abwärtstrend der Spreads auf Hochzinsanleihen erfolgte in einem Zeitraum, der von einem hohen Absatz strukturierter Kreditprodukte geprägt war, was einige Beobachter zu der Vermutung veranlasste, das Wachstum des CDO-Marktes seit 2004 habe zur Verengung der Spreads beigetragen. Im Jahr 2006 erreichte der weltweite Absatz von auf US-Dollar und auf Euro lautenden Cash-CDO mit \$ 470 Mrd. einen Rekordwert, wobei das Geschäft im vierten Quartal besonders lebhaft war (Grafik VI.13). Ebenso übertraf 2006 die Emission von synthetischen CDO (oder CDO auf CDS) mit \$ 524 Mrd. die Vorjahreswerte bei Weitem, was auch auf den Handel mit CDS-Indextranchen (\$ 1 736 Mrd.) zutraf.

Es gibt mindestens zwei Kanäle, über die der Absatz von strukturierten Produkten Abwärtsdruck auf die Renditenaufschläge ausüben kann. Erstens vergrößert der Absatz von Cash-CDO ganz allgemein die Anlegerbasis von – und damit auch die Nachfrage nach – Unternehmensschuldtiteln. Anleger, die ausschließlich in Wertpapieren mit hohem Rating investieren, können über den Kauf höherrangiger CDO-Tranchen indirekt Engagements in Unternehmensschuldtiteln ohne Investment-Grade-Rating eingehen. Der zweite Kanal betrifft den Verkauf von Kreditabsicherungen am CDS-Markt durch die Emittenten synthetischer CDO und anderer strukturierter Kreditprodukte, was die Liquidität sowohl am Derivat- als auch am Kassamarkt verbessern kann. Tatsächlich ist der durch den Absatz strukturierter Produkte erzeugte Absicherungsumfang



möglicherweise sogar höher, als aus der Summe der Nominalwerte der CDO zu schließen wäre. Zum Beispiel erfordert die Absicherung von Single-Tranche-CDO, bei denen nur ein bestimmtes Intervall der Ausfallverteilung an Anleger veräußert wird, dass die Arrangeure Kreditabsicherungen im vielfachen Umfang des Nominalwerts verkaufen, um die hohe Preisreagibilität dieser Tranchen auszugleichen. Bei komplexeren Produkten, wie etwa „constant proportion portfolio insurance“ (CPPI) und „constant proportion debt obligations“ (CPDO) kann das Vielfache sogar noch höher liegen.

Der Absatz strukturierter Produkte kann prinzipiell durch beide Kanäle Abwärtsdruck auf die Spreads ausüben; die verfügbaren Daten legen jedoch nahe, dass dies im Jahr 2006 möglicherweise keine entscheidende Rolle gespielt hat, zumindest nicht an den Hochzinsmärkten. Weniger als 1% der gesamten Cash-CDO-Emissionen war mit Anleihen als Sicherheit unterlegt, und ein Großteil dieser Anleihen besaß ein Investment-Grade-Rating. Ebenso bezog sich der Absatz von synthetischen CDO, Index-Tranchen und CPDO meist auf Investment-Grade-Schuldner. Auch wenn der CDO-Absatz mit engeren CDS-Prämien im Hochzinssegment einhergeht, lässt eine einfache Regressionsanalyse darauf schließen, dass die Korrelation gering und bei Verwendung monatlicher Daten statistisch kaum signifikant ist.

Trotzdem gibt es Hinweise darauf, dass die Zunahme des Absatzes synthetischer CDO zur Abkopplung der Spreads auf Investment-Grade-Anleihen von den entsprechenden CDS-Prämien beigetragen haben könnte (Grafik VI.10 rechts). Vom Ende der Verkaufswelle an den Kreditmärkten im März 2005 bis Ende Februar 2007 wurden die CDS-Spreads von US-Dollar- und Euro-Schuldtiteln mit Investment-Grade-Rating kontinuierlich enger, während gleichzeitig besonders viele strukturierte Produkte abgesetzt wurden. Im

... mit kaum nachweisbarem Effekt an den Hochzinsmärkten ...

... jedoch spürbaren Auswirkungen in den Investment-Grade-Segmenten

Gegensatz dazu haben sich die Asset-Swap-Spreads bei Investment-Grade-Schuldnern insgesamt kaum verändert.

Eine Wende im Kreditzyklus?

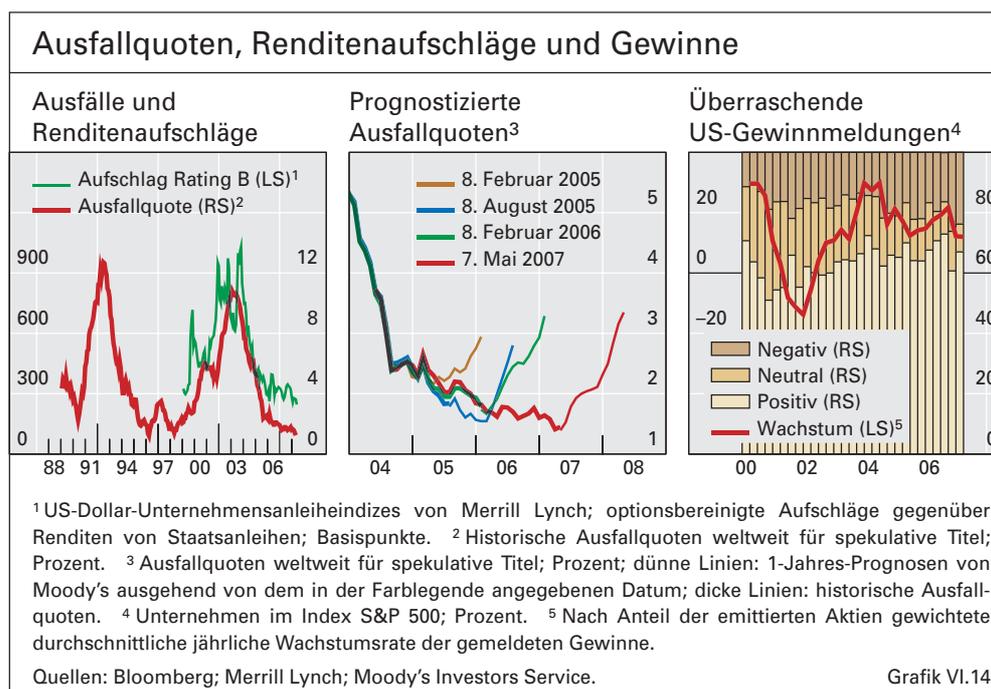
Mit den Spreads in der Nähe ihres Rekordtiefs, waren die Kreditmärkte wohl anfällig für eine Neubewertung. In den Phasen von Marktturbulenzen im Berichtszeitraum dürfte die latente Nervosität der Marktteilnehmer darüber zum Ausdruck gekommen sein, dass die Abwärtsrisiken in guten Zeiten tendenziell größer sind.

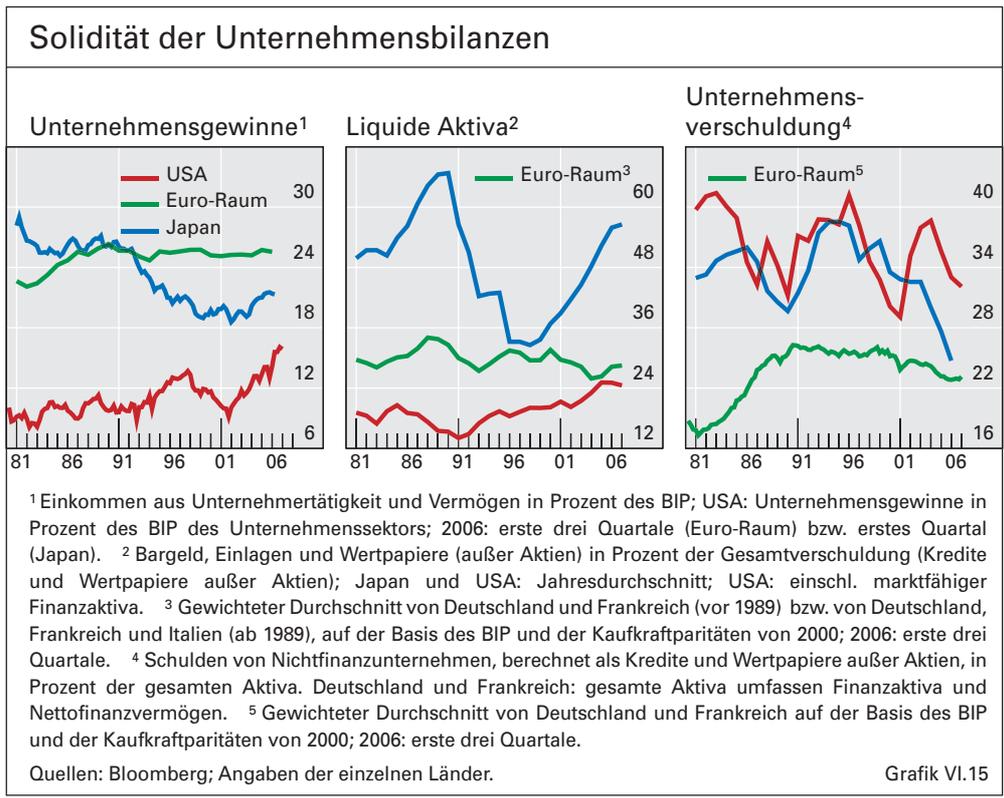
Auf kurze Sicht scheinen jedoch nur wenige Marktteilnehmer besorgt darüber, dass sich die Kreditqualität plötzlich und auf breiter Basis verschlechtern könnte. Im spekulativen Bereich sank die Ausfallquote bei den Unternehmen im Jahr 2005 auf unter 2% und blieb seitdem in dieser Größenordnung, womit sie immer wieder unter den Prognosen der Ratingagenturen lag (Grafik VI.14). Ungeachtet dessen lässt die Tatsache, dass sich die Renditenaufschläge bei kurz- und mittelfristigen Instrumenten stärker verringert haben als bei Schuldtiteln mit längeren Laufzeiten, darauf schließen, dass die Marktteilnehmer allgemein von steigenden Ausfallquoten ausgehen.

Ein Faktor, der eine Neubewertung der Kreditrisiken auslösen könnte, wäre eine Verschlechterung der Unternehmensrentabilität. Zwar erreichte diese in den USA im Jahr 2006 insgesamt einen Rekordwert (s. oben), doch hat sich das Wachstum der Unternehmensgewinne Ende 2006 und Anfang 2007 erheblich verlangsamt. Obwohl die negativen Gewinnüberraschungen im vierten Quartal erneut von den positiven übertroffen wurden, hat sich der Abstand gegenüber den Vorquartalen deutlich verringert. Im ersten Quartal 2007 nahm die Zahl der positiven Überraschungen zwar wieder etwas zu, doch war dies im Wesentlichen auf niedrigere Erwartungen und nicht auf ein stärkeres Gewinnwachstum zurückzuführen.

Wenig Besorgnis hinsichtlich einer bevorstehenden Wende im Kreditzyklus

Möglicher Auslöser: langsames Wachstum der Unternehmensgewinne





Die Auswirkungen eines langsameren Wachstums der Unternehmensgewinne auf die gesamte Ausfallquote könnten sich aufgrund der soliden Unternehmensbilanzen eine Zeit lang in Grenzen halten. Tatsächlich deuten allgemeine Messgrößen zur Bilanzsituation der Unternehmen darauf hin, dass nur wenig Anlass zur Sorge besteht (Grafik VI.15). Insgesamt blieb der Fremdfinanzierungsgrad der Unternehmen in den USA und in Japan weit unter dem Niveau, das auf dem Höhepunkt der New-Economy-Euphorie verzeichnet worden war, und im Euro-Raum war er rückläufig. Ebenso verharnte das Verhältnis von liquiden Vermögenswerten zur Gesamtverschuldung in den USA leicht unter seinem zuletzt erreichten Höchststand und setzte seinen Aufwärtstrend in Japan und im Euro-Raum fort. Schließlich war der Anteil der Unternehmensgewinne am BIP im Jahr 2006 hoch. Zumindest in den USA unterscheidet sich die gegenwärtige Situation offenbar recht deutlich von der Lage, die vor der Wende im Kreditzyklus Ende der 1980er Jahre und Ende der 1990er Jahre herrschte, als die Unternehmensgewinne niedriger und der Fremdfinanzierungsgrad etwas höher waren als heute.

Auf den ersten Blick scheint der tendenzielle Rückgang des Fremdfinanzierungsgrads der Unternehmen im Widerspruch zu dem wachsenden Volumen des M&A-Geschäfts und anderer weiter oben erwähnter aktionärsfreundlicher Maßnahmen zu stehen (Grafik VI.8). Allerdings ist die Bedeutung der aktionärsfreundlichen Maßnahmen, gemessen an der Größe des Unternehmenssektors auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, noch nicht besonders hoch. Selbst in den USA machte der Gesamtwert der LBO im Jahr 2006 nur etwa 3% des Marktwerts sämtlicher Aktien aus, und die Transaktionen waren relativ breit unter den Branchen gestreut.

Vielleicht begrenzte Auswirkungen dank solider Unternehmensbilanzen

Höheres Ereignisrisiko (M&A, LBO) bei einzelnen Unternehmen

Trotzdem können LBO zu einem beträchtlichen Anstieg der Verschuldung einzelner Unternehmen führen und damit das Risiko von insolventen Großunternehmen und Anspannungen in der betroffenen Branche erhöhen. Die Mehrheit der jüngsten M&A-Transaktionen wurde mit liquiden Mitteln finanziert, die oft zuvor an den Schudtitelmärkten aufgenommen worden waren. Der Anteil der mit Aktien finanzierten Geschäfte am gesamten Transaktionsvolumen lag 2006 bei nur 12%, nach 19% im Jahr 2004 und 26% im Jahr 2002. Mit liquiden Mitteln finanzierte Geschäfte erhöhen die Verschuldung tendenziell stärker als mit Aktien finanzierte Geschäfte. Gemäß Angaben einer führenden Ratingagentur erreichte das durchschnittliche Verhältnis Verschuldung/Cashflow bei Unternehmen, die von Private-Equity-Gesellschaften erworben wurden, 2006 den Rekordwert von 5,4 (Kapitel VII). Für bisherige Gläubiger fielen die Verluste aus unerwarteten Veränderungen der Kapitalstruktur hoch aus; laut einigen Berechnungen führten die fünf größten LBO börsennotierter Unternehmen für die Inhaber ausstehender Anleihen der übernommenen Unternehmen zu Marktwertverlusten von rund \$ 2 Mrd.

Früher oder später wird es zu einer Wende im Kreditzyklus kommen, und die Ausfallquoten werden zu steigen beginnen. Strategien, mit denen sich in einem Umfeld niedriger Renditenaufschläge ansehnliche Gewinne erzielen lassen, könnten sich dann plötzlich als risikoreicher herausstellen als erwartet. Insbesondere ist unklar, ob das gegenwärtige Niveau der Aufschläge hoch genug ist, um auch nur einen geringfügigen Anstieg der Ausfallquoten auszugleichen. Berechnungen einer Investmentbank legen nahe, dass das derzeit niedrige Niveau der Renditenaufschläge am US-Markt für Hochzinsanleihen in keiner Kohorte 5-jähriger Unternehmensanleihen ausgereicht hätte, um die Anleger für die tatsächlichen Kreditausfälle seit Mitte der 1970er Jahre zu entschädigen.

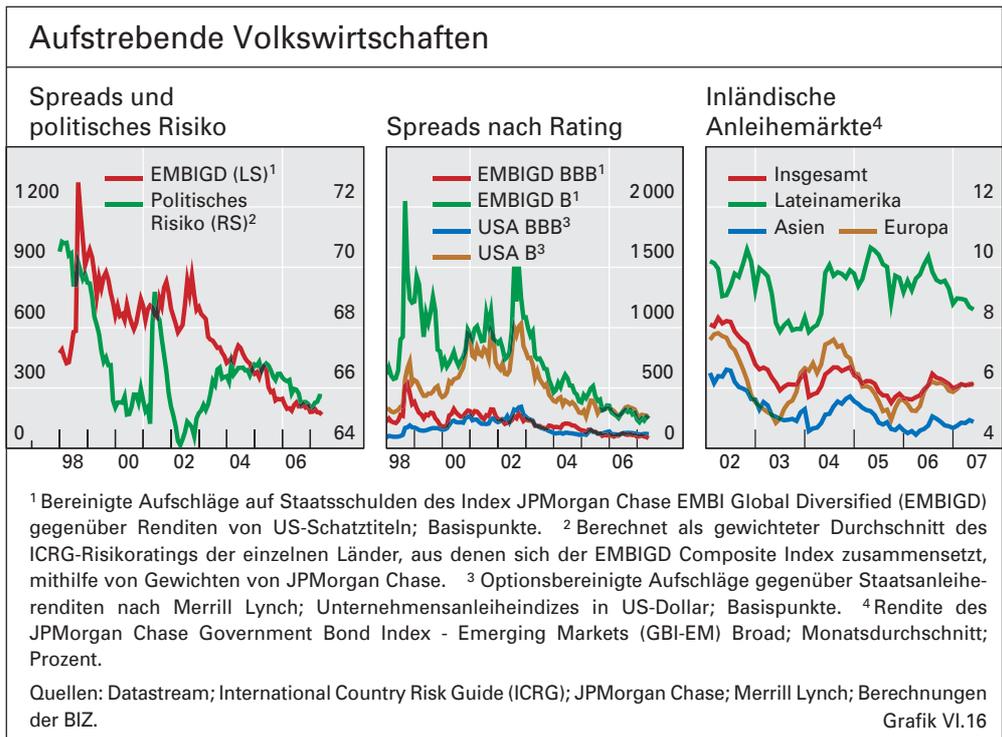
Große Nachfrage nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften

Hausse an den
Märkten
aufstrebender
Volkswirtschaften ...

Die Preise für Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften haben sich ähnlich entwickelt wie die Vermögenspreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Insbesondere an den Aktienmärkten setzte sich der außergewöhnlich kräftige Kursanstieg der Vorjahre fort (s. weiter oben). Die Spreads auf staatliche Auslandsschulden der aufstrebenden Volkswirtschaften gingen weiter zurück, wenn auch langsamer als 2005, und der EMBI Global fiel auf neue Tiefstände (Grafik VI.16). Die Aufschläge auf diese Schudtitel sanken unter das Niveau der Aufschläge auf US-Unternehmensanleihen mit gleichem Rating. Wie an den Kreditmärkten der entwickelten Volkswirtschaften weiteten sich die Aufschläge während der zwei Verkaufswellen im Berichtszeitraum nur vorübergehend aus. Die Renditen von Schudtiteln in Landeswährung stiegen im ersten Halbjahr 2006 kräftig an, gingen danach aber wieder zurück.

... dank positiver
gesamtwirtschaftlicher
Entwicklung ...

Die gute Performance der Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften wurde durch ein weiteres Jahr mit einer hervorragenden gesamtwirtschaftlichen Entwicklung untermauert. Das hohe Wirtschaftswachstum in den



aufstrebenden Volkswirtschaften setzte sich fort, und viele Länder verzeichneten erneut eine Verbesserung ihres öffentlichen Haushalts und ihrer Zahlungsbilanz, was die Aufnahme von Auslandsschulden begrenzte (Kapitel III). Außerdem lösten einige Länder wiederum Schuldtitel in Fremdwährung durch Anleihen in Landeswährung ab. Mit \$ 6 Mrd. lag der Nettoabsatz internationaler Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften zwar über dem Niveau des Vorjahres (\$ 5 Mrd.), blieb jedoch weit hinter den Volumina der späten 1990er Jahre zurück (fast \$ 50 Mrd. pro Jahr). Nicht staatliche Schuldner nutzten im Jahr 2006 die günstigen Finanzierungsbedingungen und emittierten neue Schuldtitel in Höhe von \$ 130 Mrd., wovon fast vier Fünftel auf Finanzinstitute entfielen. Der Aktienabsatz erreichte ebenfalls neue Höchststände, wozu mehrere sehr umfangreiche Börsengänge aus dem Finanzsektor, hauptsächlich in China und Russland, beitrugen.

Vereinzelt erhöhten auch politische und wirtschaftliche Ereignisse die Volatilität, insgesamt aber hatten sie kaum nachhaltige Auswirkungen. Beispielsweise ließ in Ecuador die Befürchtung, es könne zu einer Schuldenumstrukturierung nach argentinischem Vorbild kommen, die Spreads der Auslandsschulden des Landes von weniger als 500 Basispunkten im Sommer 2006 auf über 1 000 Basispunkte im Januar 2007 ansteigen. Danach aber fielen sie wieder nahezu auf ihr Ausgangsniveau. Im September 2006 weiteten sich die Spreads wegen des Militärputsches in Thailand und Unruhen in Ungarn allgemein aus, was jedoch nur wenige Tage anhielt. Als Thailand im Dezember 2006 die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen bekannt gab, um die Aufwertung des Baht zu stoppen, gingen die Kurse an der Börse von Bangkok um 15% zurück, und der Baht wertete in den folgenden Tagen um 4% ab, aber außerhalb Thailands gab es nur wenig Auswirkungen. In den folgenden Monaten allerdings erholten sich die Aktienkurse in Thailand dann wieder

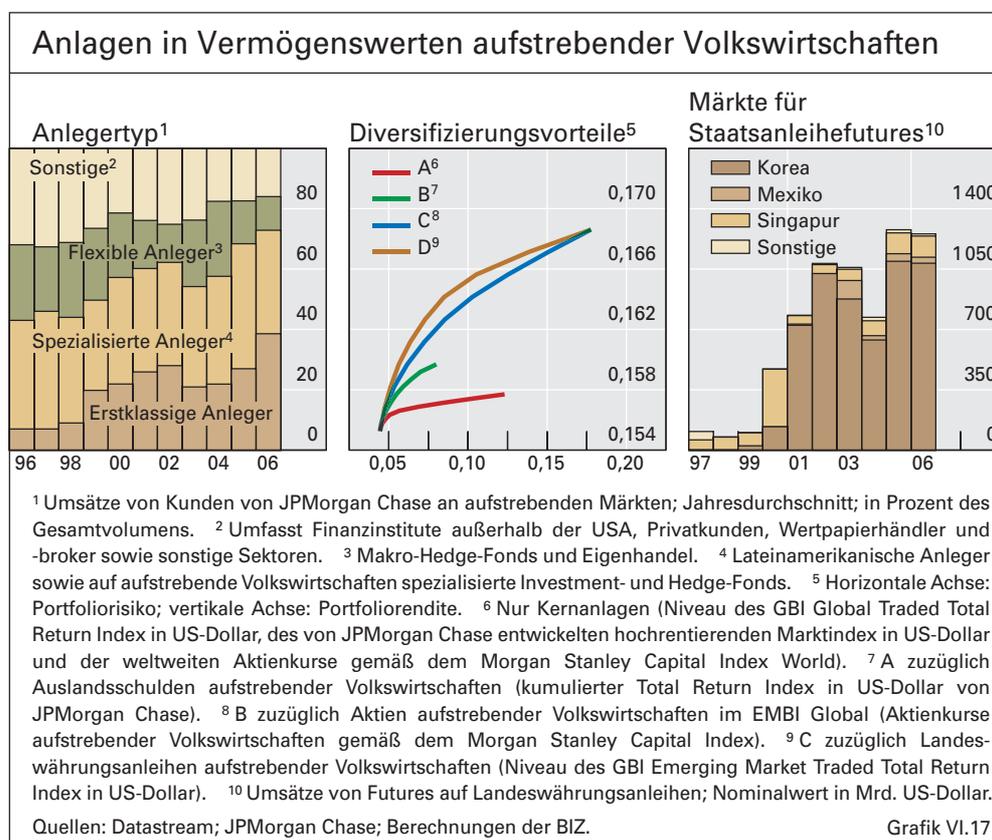
... und weitgehend unbeeinträchtigt von politischen Ereignissen

weitgehend, nachdem die Behörden viele Transaktionen von den Kontrollen befreit hatten. Im Zuge der Einführung eines umfangreichen Verstaatlichungsprogramms Anfang 2007 in Venezuela stiegen die Anleihespreads, und die Aktienkurse brachen ein. An anderen Märkten war jedoch kaum etwas zu spüren. Ebenso wurden die aufstrebenden Volkswirtschaften insgesamt von einer politischen Krise in der Türkei etwa zur gleichen Zeit nur wenig beeinflusst. Trotz dieser Ereignisse ging das durchschnittliche politische Risiko in 22 aufstrebenden Volkswirtschaften gemäß einem allgemein verwendeten Maßstab im ersten Halbjahr 2006 deutlich zurück und blieb danach stabil, wobei wachsende Risiken in einigen Ländern durch sinkende Risiken in anderen Ländern ausgeglichen wurden (Grafik VI.16 links).

Haben sich Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften bereits als Anlagekategorie etabliert?

Erstklassige Anleger ...

Lange Zeit wurde die Kapitalanlage in Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften von spezialisierten Anlegern dominiert. Das ist inzwischen nicht mehr der Fall. Der Anteil der sog. High-Grade-Anleger – d.h. der Anleger, deren primäres Mandat die Anlage in erstklassigen Vermögenswerten ist –, der vor 10 Jahren noch 7% betragen hatte, erreichte 2006 fast 40% des gesamten Kundenumsatzes in den aufstrebenden Volkswirtschaften, wie aus einer (allerdings begrenzt aussagekräftigen) Datenreihe hervorgeht (Grafik VI.17 links). Die Bedeutung der auf die aufstrebenden Volkswirtschaften ausgerichteten Anleger, wie etwa spezialisierten Investment- oder Hedge-Fonds, ist zwar nach wie vor groß, doch hat sich der Schwerpunkt ihrer Anlagestrategie offenbar



von staatlichen Auslandsschulden in Fremdwährung auf Vermögenswerte in Landeswährung verlagert.

Hohe Renditen und die erhofften Diversifizierungsvorteile haben nicht spezialisierte Anleger dazu bewegt, Finanzmittel in Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften anzulegen. Eine Schätzung anhand eines Standardportfoliomodells über den Zeitraum von Januar 2002 bis März 2006 (zugegebenermaßen ein Zeitraum mit hohen Wertzuwächsen) ergibt, dass Anlagen in US-Dollar-Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften die Risiko-Ertrags-Eigenschaften eines Portfolios im Vergleich zu einem Referenzportfolio ohne Anlagen in aufstrebenden Volkswirtschaften erheblich verbessert hätten (Grafik VI.17 Mitte). Im Nachhinein betrachtet, hätte sich die „Efficient Frontier“ eines Portfolios durch Beimischung von Aktien und Landeswährungsschuld-titeln aufstrebender Volkswirtschaften noch weiter nach oben verschoben.

... werden von den Vorteilen der Diversifizierung angezogen

Engagements in den aufstrebenden Volkswirtschaften können zwar grundsätzlich das Risiko massiver Verluste in Krisenzeiten erhöhen, doch war dies bei den zwei relativ leichten Verkaufswellen im Berichtszeitraum nicht der Fall. So hätte ein Portfolio mit einem hohen Anteil an Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften – insbesondere wenn es Anleihen in Landeswährung enthalten hätte – nur während der Verkaufswelle im Mai/Juni 2006 schlechter abgeschnitten als ein entsprechendes Portfolio ausschließlich mit Vermögenswerten entwickelter Volkswirtschaften. Allerdings wären die Unterschiede in der Wertentwicklung dieser Portfolios mit der Erholung der Märkte innerhalb weniger Wochen wieder verschwunden. Im Februar 2007 hätte ein höherer Anteil an Anlagen in aufstrebenden Volkswirtschaften sogar stabilisierend auf den Wert des Portfolios gewirkt.

Zwar haben Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften unter institutionellen Anlegern eindeutig an Popularität gewonnen, doch wäre es verfrüht, sie bereits als etablierte Anlagekategorie zu betrachten. Ein Hindernis für eine größere Beteiligung ausländischer Anleger sind die in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften bestehenden Kapitalverkehrskontrollen. Solche Einschränkungen sind möglicherweise eine Erklärung dafür, dass die Beteiligung ausländischer Anleger an den asiatischen Anleihemärkten in Landeswährung weitaus geringer ist als in Mittel- und Osteuropa oder in Lateinamerika, wo Kapitalverkehrskontrollen weniger stark verbreitet sind. Trotzdem können sich ausländische Anleger bis zu einem gewissen Grad selbst in schwer zugänglichen Märkten engagieren, und zwar indirekt über Quasi-Termingeschäfte („non-deliverable forwards“, NDF; s. auch Kapitel III). Diese Instrumente werden im Ausland gehandelt und in Fremdwährung abgerechnet. Sie bilden somit Zahlungsströme von Instrumenten in Landeswährung ab, ohne dabei irgendwelche Transaktionen in der Währung des Zielmarktes zu beinhalten.

Ein zweites Hindernis für höhere Anlagen ausländischer Investoren, insbesondere an den Anleihemärkten in Landeswährung, ist die begrenzte Verfügbarkeit von Instrumenten zur Absicherung von Währungs- und Zinsänderungsrisiken. Zwar ist die Absicherung gegenüber Wechselkursveränderungen über wenige Monate im Allgemeinen möglich, bei längeren Zeiträumen jedoch ist es sehr viel schwieriger, einen Schutz gegen Wechselkursschwankungen zu erhalten. Bei der Absicherung gegenüber Zins-

änderungsrisiken ist die Situation noch prekärer. Nur wenige Länder, nämlich Korea, Singapur und in geringerem Maße auch Mexiko, besitzen einen liquiden Markt für Anleihefutures (Grafik VI.17 rechts), wenngleich Derivate auf kurzfristige Zinssätze weiter verbreitet sind. Das Fehlen liquider Futuresmärkte behindert möglicherweise auch die Entwicklung eines Marktes für Zinsswaps, da Swaphändler zur Absicherung ihrer Positionen oft Futures einsetzen. Auch wenn sie bei Weitem nicht vollständig sind, weisen die verfügbaren BIZ-Daten nur in Hongkong-Dollar umfangreiche Zinsswappositionen aus; allerdings deuten nationale Datenquellen auch auf Geschäfte in mehreren anderen Währungen hin.

Ein drittes Hindernis besteht möglicherweise darin, dass sich die Widerstandsfähigkeit von Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften noch nicht unter weniger günstigen internationalen Rahmenbedingungen bewähren konnte. Seit der Zahlungsunfähigkeit Argentiniens Ende 2001 hat es in den aufstrebenden Volkswirtschaften keine größere Störung mehr gegeben. Dies steht ganz im Gegensatz zur Erfahrung in den 1980er und 1990er Jahren, als Anleger an diesen Märkten zeitweise schwere Anlageverluste hinnehmen mussten.