

Frank Packer

+41 61 280 8449

frank.packer@bis.org

Philip D. Wooldridge

+41 61 280 8819

philip.wooldridge@bis.org

1. Überblick: Aussicht auf Zinsanstieg erschüttert Märkte

Die Aussicht, dass die US-Leitzinssätze früher als erwartet wieder steigen könnten, löste im April und Anfang Mai an den globalen Finanzmärkten eine allgemeine Verkaufswelle aus. Marktteilnehmer in aller Welt reagierten ungewöhnlich stark auf Veröffentlichungen von US-Wirtschaftsdaten; die Folge waren hohe Verluste an den Märkten für Staatsanleihen, Schuldtitle aufstrebender Volkswirtschaften und Aktien.

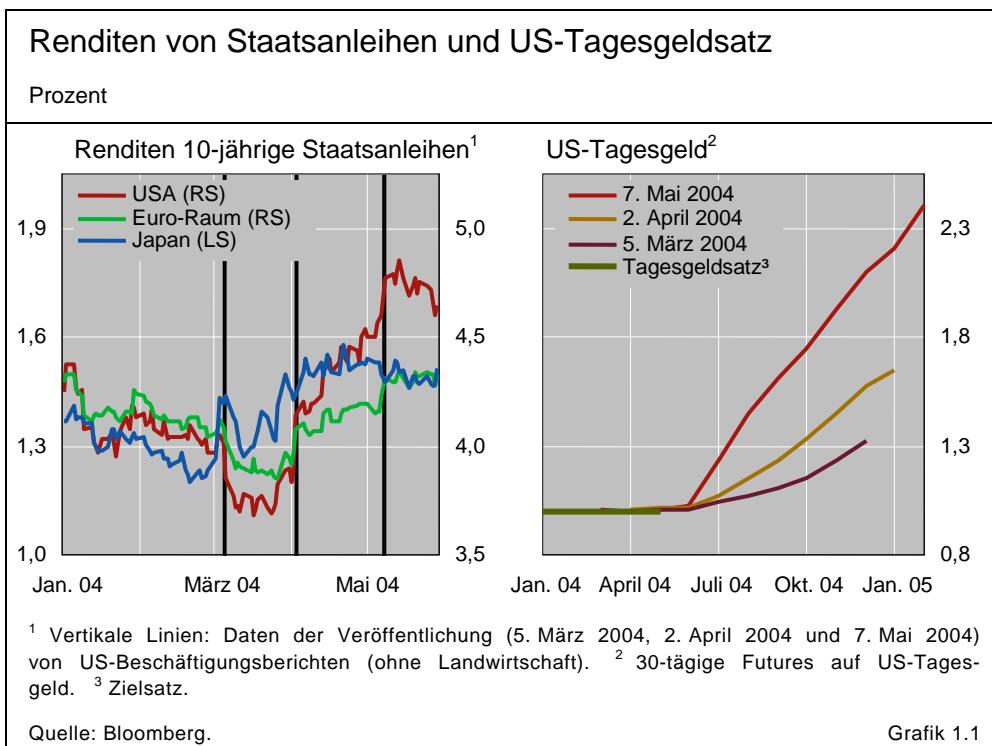
Zwar brachen die meisten Märkte ein, einige jedoch stärker als andere. Entsprechend zeigten Märkte, die sich zuvor nahezu im Gleichschritt entwickelt hatten, Anzeichen eines Auseinanderdriftens. Die US-Anleiherenditen stiegen kräftiger als die Renditen an anderen bedeutenden Märkten; insbesondere die Euro-Renditen koppelten sich von den Dollar-Renditen ab. Die Renditeaufschläge auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften weiteten sich erheblich stärker aus als diejenigen auf hoch rentierende Unternehmensanleihen, zum Teil aufgrund des stärkeren Einflusses der als „Carry Trades“ bekannten Zinsdifferenzgeschäfte am Markt für Schuldtitle aufstrebender Volkswirtschaften. Asiatische Aktienmärkte verzeichneten grössere Rückgänge als die Märkte in anderen Regionen, da die Besorgnis über eine mögliche Verlangsamung des chinesischen Wirtschaftswachstums zunahm.

Trotz des Ausmasses der Verkaufswelle herrschten an den Märkten weiterhin geordnete Verhältnisse. Es gab nur wenig Anzeichen dafür, dass die kräftigen Preisschwankungen zu unmittelbaren finanziellen Schwierigkeiten bei Emittenten oder Anleger geführt hätten; diejenigen mit besonders hohem Zinsänderungsrisiko könnten allerdings in den kommenden Monaten noch mit Schwierigkeiten konfrontiert werden.

US-Renditen nehmen Leitzinsanhebung der Federal Reserve vorweg

Von Anfang März bis Mai stiegen die Anleiherenditen in den wichtigsten Wirtschaftsräumen, insbesondere in den USA. Von Mitte März bis Mitte Mai kletterte die Rendite der 10-jährigen US-Schatzanweisung um mehr als 100 Basispunkte auf über 4,80%, den höchsten Stand seit Mitte 2002. Bei den mittleren Laufzeiten war der Anstieg der Renditen noch etwas ausgeprägter, da

Renditenanstieg
entsprechend den
Erwartungen einer
strafferen
US-Geldpolitik



sich die Erwartungen im Hinblick auf den Zeitpunkt sowie das Ausmass der geldpolitischen Straffung durch die US-Notenbank verändert hatten. Entscheidend für die Bewegungen der Märkte waren die am 2. April und am 7. Mai veröffentlichten Arbeitsmarktstatistiken; beide zeigten ein Beschäftigungswachstum (ohne Landwirtschaft), das die Erwartungen der Märkte weit übertraf, und führten zu Steigerungen der Anleiherenditen von über 20 Basispunkten an einem Tag (Grafik 1.1). Auch Anzeichen für einen robusten Verbrauch in den USA belasteten die Anleihen, ebenso wie die Erklärung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve nach seiner Sitzung vom 4. Mai, die als Hinweis auf die wachsende Bereitschaft zu einer Anhebung der Leitzinsen verstanden wurde. Ende Mai implizierten laufzeitprämienvoreinigte Terminkurven, dass die Marktteilnehmer mit einer geldpolitischen Straffung ab Juni 2004 und einer Anhebung der Leitzinsen um über 250 Basispunkte in den nächsten beiden Jahren rechneten.

Zwischen dem jüngsten Abwärtstrend und der weltweiten Verkaufswelle an den Anleihemärkten im Sommer 2003 gab es einige Parallelen. In beiden Fällen schnellten insbesondere die Renditen auf langfristige US-Schatzpapiere in weniger als zwei Monaten um über 100 Basispunkte empor. Ebenso hat in beiden Fällen das Bestreben der Anleger, die längere Duration hypothekarisch unterlegter Wertpapiere („mortgage-backed securities“, MBS) durch Verkäufe an Märkten für andere langfristige Festzinsinstrumente auszugleichen, den Anstieg der Renditen auf US-Schatzanleihen offenbar verstärkt.

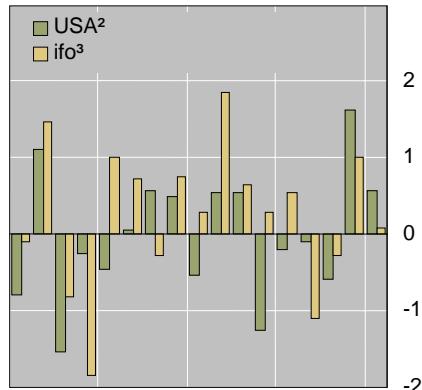
Andererseits gab es bedeutende Unterschiede. Erstens war der jüngste Anstieg der US-Renditen in erster Linie eine Folge positiver Wirtschaftsdaten, vor allem vom Arbeitsmarkt (Grafik 1.2). Da die Federal Reserve deutlich

Jüngste Verkaufswelle an den Anleihemärkten ähnelt der des Jahres 2003 ...

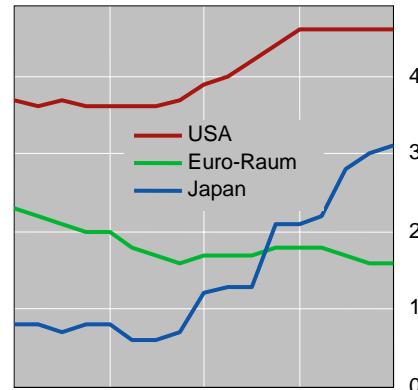
... jedoch eher von positiven Arbeitsmarktdaten bestimmt

Wirtschaftsdaten und Wachstumsprognosen

Überraschende Wirtschaftsdaten¹



Wachstumsprognosen für 2004⁴



¹ Normalisierte überraschende Ankündigungen auf der Basis der Abweichung der tatsächlichen Zahlen vom Prognosemittelwert aus Expertenbefragungen. Die Beobachtungen werden dem Monat zugerechnet, in dem die tatsächlichen Zahlen publiziert wurden. ² Gewichteter Durchschnitt der normalisierten überraschenden Ankündigungen zu ISM-Erhebung, Beschäftigungsentwicklung ausserhalb der Landwirtschaft, Einzelhandelsumsätze, Erzeuger- und Verbraucherpreisen. ³ Die deutsche ifo-Erhebung ist ein Geschäftsklimaindex, der vom ifo Institut für Wirtschaftsforschung mithilfe von Umfrageergebnissen erstellt wird. ⁴ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. Prognosen gemäss monatlicher Veröffentlichung von Consensus Economics. Die Beobachtungen werden dem Ende des Monats zugerechnet, in dem die Prognose erfolgte.

Quellen: Bloomberg; © Consensus Economics; Berechnungen der BIZ.

Grafik 1.2

signalisiert hatte, dass sie die Leitzinsen erst nach einer klaren Verbesserung der Beschäftigungslage anheben würde, bewegten sich die Anleihemärkte entsprechend der erwarteten geldpolitischen Straffung, sobald positive Arbeitsmarktdaten publik wurden. Der Anstieg der Renditen im Sommer 2003 war dagegen eher davon bestimmt gewesen, dass unkonventionelle geldpolitische Massnahmen der Federal Reserve (z.B. massive Ankäufe von Anleihen) zur Abwendung des Deflationsrisikos als weniger wahrscheinlich wahrgenommen wurden.

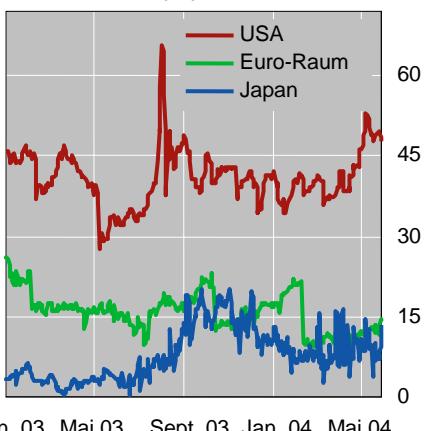
Ein zweiter Unterschied besteht darin, dass die Auswirkungen von MBS-Absicherungsgeschäften in der aktuellen Episode offenbar vergleichsweise weniger stark waren. Am Swapmarkt z.B., wo sich durch Konvexität bedingte Ströme am stärksten auswirken, legten die Renditenaufschläge seit Ende April rund 10 Basispunkte zu, doch diese Bewegung war weit begrenzter und weniger abrupt als die Spitze des vorherigen Sommers (Grafik 1.3). Damals hatte die rückläufige Liquidität der Swapmärkte zu erhöhtem direktem Verkaufsdruck auf MBS und Schuldtitel staatsnaher Körperschaften geführt; in der aktuellen Episode dagegen kam es zu keinen ungeordneten Marktverhältnissen.

Ein dritter bedeutender Unterschied ist, dass die jüngste Verkaufswelle an entwickelten Anleihemärkten ausserhalb der USA weit schwächer war als im Vorjahr. Im Euro-Raum stiegen die Renditen auf Bundesanleihen im Vergleich zum Sommer 2003 um weniger als die Hälfte (Grafik 1.4), obwohl die Erwartung des Marktes, dass die EZB die Leitzinsen senken würde, nach der Sitzung

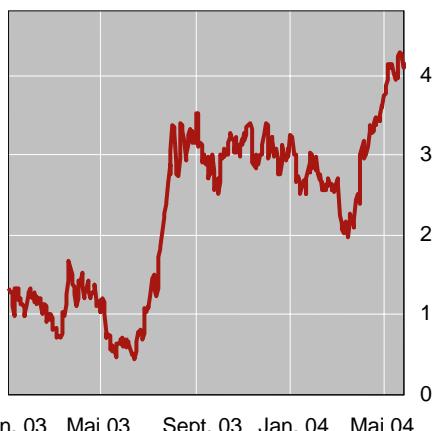
Verkaufswelle an den Anleihemärkten des Euro-Raums weit schwächer ...

Swap- und Hypothekenmärkte

5-Jahres-Swapspreads¹



Duration von MBS²



¹ Spread zwischen 5-jährigen Zinsswaps und 5-Jahres-Renditen auf Staatspapieren; Basispunkte.

² Modifizierte bereinigte Duration des Index festverzinslicher US-MBS von Lehman Brothers.

Quellen: Bloomberg; Lehman Brothers.

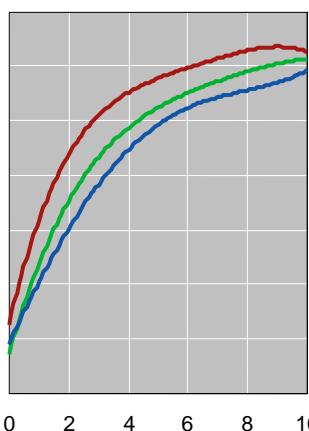
Grafik 1.3

des EZB-Rats am 1. April nach unten korrigiert wurde. Nicht nur die Renditen auf Bundesanleihen entkoppelten sich von gleichwertigen Dollar-Anleihen, sondern auch die aussergewöhnlich hohe Korrelation der wöchentlichen Renditeschwankungen bei Bundesanleihen und Dollar-Anleihen, die Ende 2003 und Anfang 2004 beobachtet worden war, nahm merklich ab. Diese Entkopplung spiegelte wahrscheinlich einen wachsenden Konsens wider, dass die Fundamentaldaten des Euro-Wirtschaftsraums weniger stark waren, wie es im Übrigen die Abwärtskorrektur der Wachstumsprognosen für den Euro-Raum erkennen liess (Grafik 1.2).

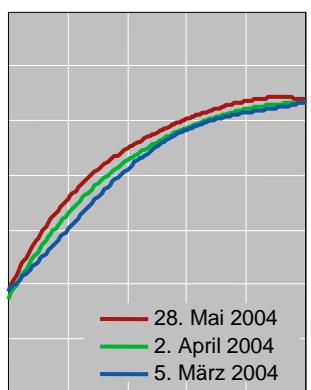
Termingeschäfte¹

Prozent

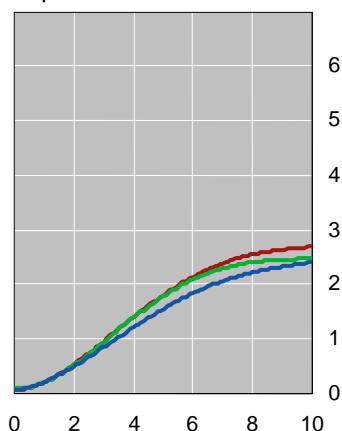
USA



Euro-Raum



Japan



¹ 3-Monats-Termingeschäfte, abgeleitet aus der LIBOR/Swap-Kurve.

Quelle: Bloomberg.

Grafik 1.4

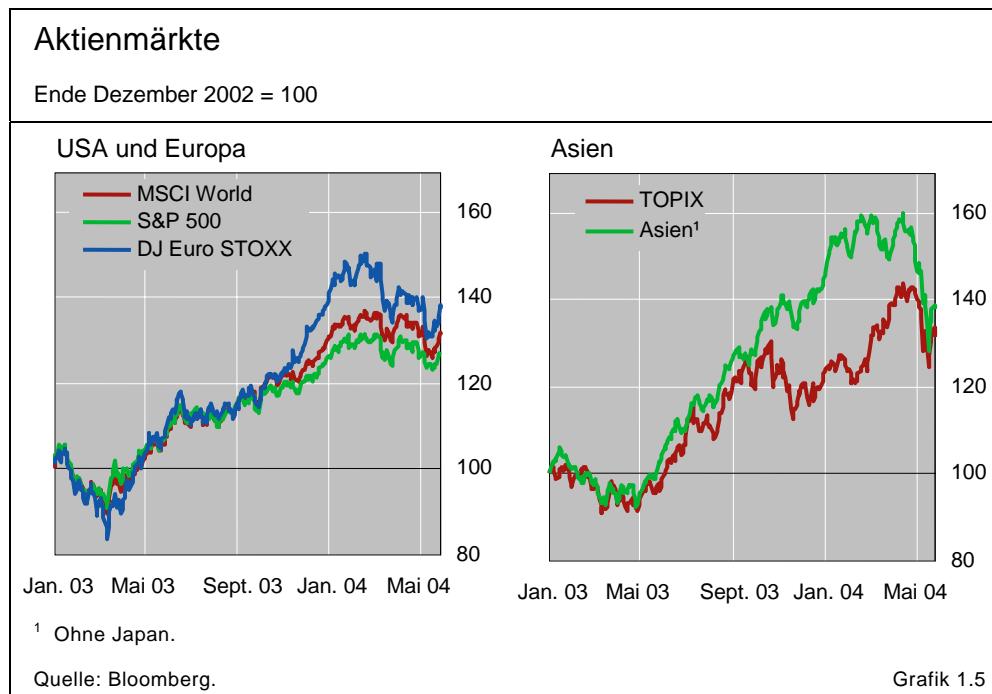
... und japanische Renditen am kurzen Ende praktisch unverändert

Auch die japanischen Renditen zogen während des Berichtszeitraums zwar leicht an, jedoch wesentlich schwächer als die Renditen in den USA: Die bereits niedrigen Korrelationen der wöchentlichen Schwankungen von Renditen auf japanische Staatsanleihen und auf Dollar- bzw. Bundesanleihen wurden noch schwächer. Insbesondere der Einbruch der japanischen Aktienkurse ab Ende April heizte die Nachfrage inländischer Anleger nach japanischen Staatsanleihen an. Auch die Befürchtung eines Konjunkturabschwungs in China, das als Empfängerland japanischer Exporte im Vorjahr erheblich zu Japans Wachstum beigetragen hatte, hielt den Anstieg der Anleiherenditen in Grenzen. Und im Gegensatz zu den Märkten der USA wie auch Europas blieben die japanischen Renditen am kurzen Ende der Kurve verankert (Grafik 1.4), wohl nicht zuletzt weil mehrere Erklärungen der Bank of Japan darauf hindeuteten, dass die Wahrscheinlichkeit einer baldigen Rückkehr der Inflation (und folglich das Ende der Politik der quantitativen Lockerung) weiterhin gering war.

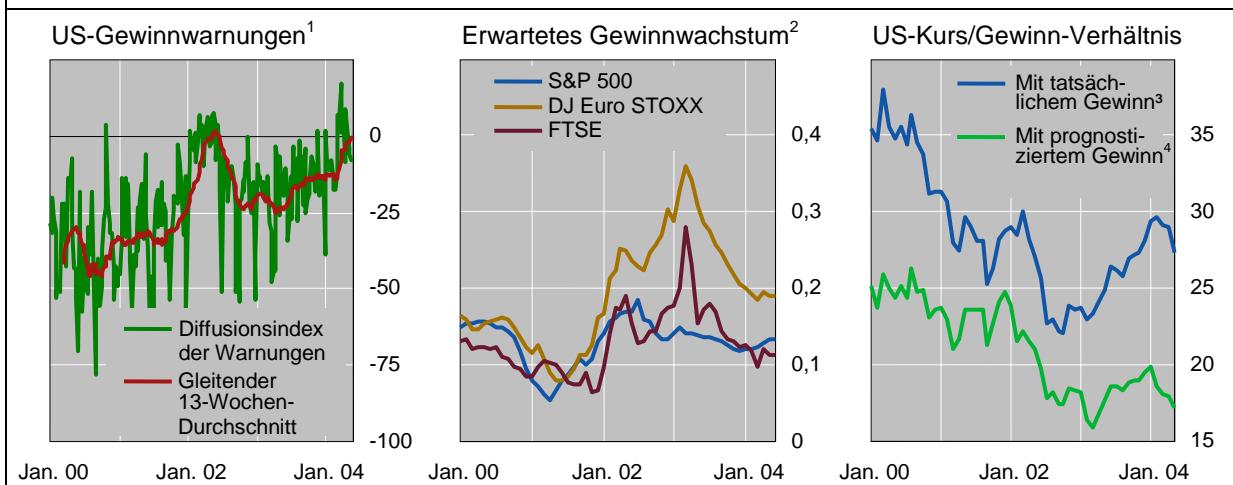
Rückläufige Aktienmärkte trotz positiver Gewinnmeldungen

Aktienmärkte rückläufig trotz positiver Gewinnmeldungen ...

Obwohl der Anstieg der Renditen auf Staatspapiere im Wesentlichen auf den Konjunkturaufschwung in den USA zurückzuführen war, verzeichneten die Aktienmärkte aller grossen Wirtschaftsräume Verluste (Grafik 1.5) – und dies trotz immer positiverer Gewinnmeldungen (Grafik 1.6). So meldeten zwar über 70% der Unternehmen des S&P 500 für das erste Quartal höhere Gewinne als prognostiziert, und die Diffusionsindizes für Gewinnwarnungen stiegen weiter, doch die Indizes S&P 500 und DJ Euro STOXX fielen von Anfang März bis Ende Mai um 4% bzw. 3% ab.



Gewinne und Bewertungen



¹ Differenz zwischen positiven und negativen Ankündigungen der Unternehmen zu künftigen Gewinnen in Prozent aller Ankündigungen. ² Basierend auf Analystenschätzungen, ausgedrückt als Logarithmus der für die nächsten 12 Monate prognostizierten Gewinne gegenüber den tatsächlichen Gewinnen der letzten 12 Monate. ³ Basierend auf einem 5-Jahres-Durchschnitt der tatsächlichen Gewinne. ⁴ Basierend auf einem 1-Jahres-Durchschnitt der prognostizierten Gewinne.

Quellen: Bloomberg; Datastream; I/B/E/S; Berechnungen der BIZ.

Grafik 1.6

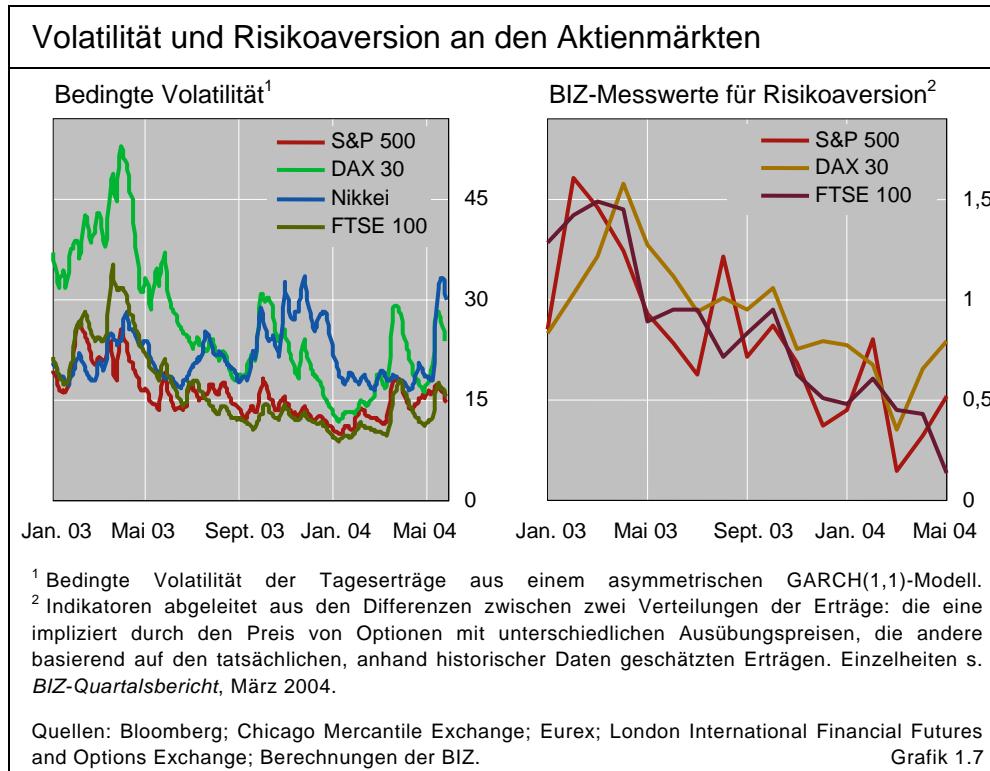
Der Hauptgrund dieser Schwäche war die zunehmende Befürchtung einer Leitzinsanhebung, die die überraschend positiven Gewinnmeldungen überwog. Allerdings ignorierten die Marktteilnehmer die Gewinnmeldungen nicht vollständig. Positive Meldungen von eBay und Qualcomm am 21. April trugen z.B. zu einem kräftigen Anstieg der wichtigsten US-Aktienindizes bei. Dennoch spielten korrigierte Erwartungen hinsichtlich der Geldpolitik eine Schlüsselrolle. So entwickelten sich die Marktindizes während der gesamten Woche vom 19.–23. April flach, nachdem die Rede von Notenbankpräsident Alan Greenspan vor dem US-Kongress als Hinweis auf eine grösse Wahrscheinlichkeit höherer Zinsen gedeutet wurde.

... aufgrund der Befürchtung eines Zinsanstiegs ...

Dieses Muster wiederholte sich während des Berichtszeitraums mehrfach; bei täglicher Betrachtung war es besonders klar. Am 13. April fielen die grossen US-Aktienindizes z.B. deutlich ab, trotz positiver Gewinnmeldungen von Merrill Lynch und Johnson & Johnson; angesichts der unerwartet hohen Einzelhandelsumsätze, die an diesem Tag bekannt wurden, trugen die Märkte der erwarteten Straffung durch die Federal Reserve schon im Voraus Rechnung. Die US-Indizes brachen auch nach dem unerwartet guten Arbeitsmarktbericht vom 7. Mai ein, obwohl als Folge der überfälligen Erholung des Arbeitsmarktes nicht nur bei den Zinsen, sondern auch bei den Einkommen der privaten Haushalte und der Stimmung der Verbraucher ein Aufwärtstrend denkbar war.

Dämpfend dürfte sich auf die Aktienmärkte während des Berichtszeitraums auch ausgewirkt haben, dass sich der langlebige Trend steigender Risikotoleranz bei den Aktienanlegern zum Teil umkehrte (Grafik 1.7). Die zunehmende Risikoaversion war in Kontinentaleuropa besonders spürbar. Nach den markanten Aktienkursverlusten und den Spitzen bei der bedingten

... und zunehmender Risikoaversion



Volatilität nach den Madrider Terroranschlägen vom 11. März stieg hier der BIZ-Messwert der Risikoaversion für den DAX erheblich an. Auch die Messzahl für den US-Aktienmarkt zeigte ab März eine erhöhte Risikoaversion.

Verkaufswelle in Asien am stärksten

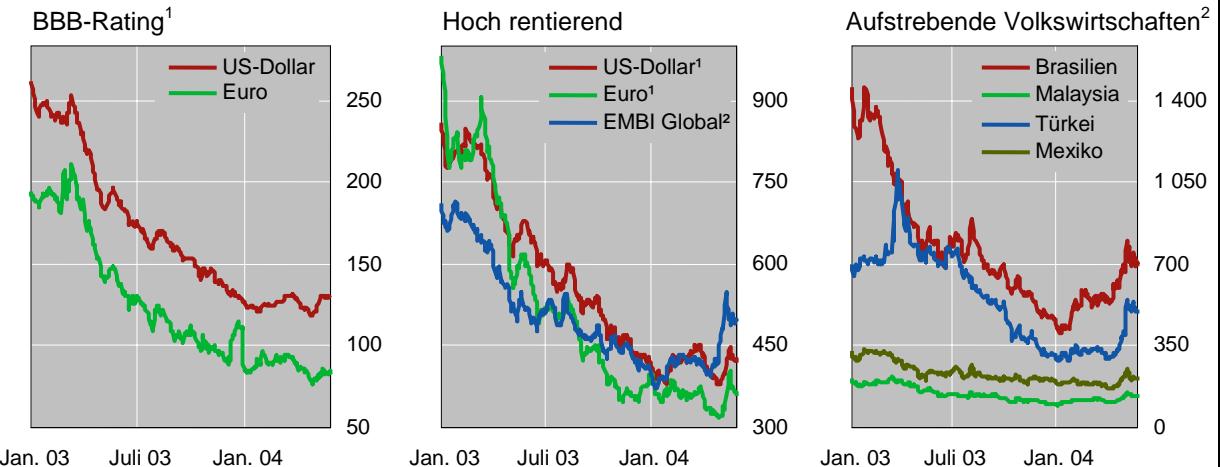
Die Aktienmärkte in Japan und anderen Ländern Asiens verzeichneten ab Mitte April eine weitaus stärkere Verkaufswelle als die anderen Börsen. Der TOPIX und breitere Indizes für Asien (ohne Japan) verloren 6% bzw. 11%. Der japanische Markt war im Mai besonders volatil: Die vier grössten Kursausfälle an einem einzigen Tag seit März wurden in den ersten Maiwochen beobachtet, darunter am 10. Mai der grösste Einbruch seit den Terroranschlägen des 11. September 2001. Hierbei dürfte die Besorgnis über einen möglichen Konjunkturabschwung in der Volksrepublik China, einem wichtigen Wachstumsmotor in der Region, eine zentrale Rolle gespielt haben – zumal die chinesische Regierung Schritte angekündigt hatte, um die Kreditexpansion zu bremsen. Auch höhere Ölpreise sowie zunehmend uneinheitliche Signale hinsichtlich einer Erholung der japanischen Wirtschaft waren von Bedeutung. Als z.B. am 13. Mai bekannt wurde, dass die Auftragsbücher der Maschinenbauindustrie weit schmäler waren als erwartet, ging der Nikkei 225 um 2% zurück.

Aufschwung an den Kreditmärkten erlahmt

Die Aussicht auf eine unerwartet frühe Anhebung der US-Leitzinsen setzte dem langen Aufschwung an den Kreditmärkten ein Ende. Der seit Oktober 2002 beobachtete Abwärtstrend bei den Renditenaufschlägen für Anleihen von Unternehmen und aufstrebenden Volkswirtschaften flachte Anfang 2004 ab, und für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften kehrte er sich Ende April dann um.

Renditenaufschläge

Aufschläge auf Renditen von Staatsanleihen; Basispunkte



¹ Optionsbereinigter Aufschlag; Unternehmensanleiheindizes von Merrill Lynch. ² Bereinigte Aufschläge für Staatsanleihen; EMBI-Global-Indizes von JPMorgan Chase.

Quellen: Bloomberg; JPMorgan Chase; Merrill Lynch.

Grafik 1.8

Die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen bewegten sich während der ersten fünf Monate 2004 innerhalb relativ enger Spannen; für Schuldner mit BBB-Rating schwankten sie am Dollarmarkt zwischen 120 und 135 Basispunkten (Grafik 1.8). Wie schon während der Verkaufswelle an den Staatsanleihemärkten Mitte 2003 hatte der Anstieg der langfristigen Renditen im April und Mai nur geringe Auswirkungen auf die Renditenaufschläge für Unternehmensanleihen. Bis weit in den April hinein wurden diese Aufschläge für Schulden mit Anlagequalität und für hoch rentierende Schulden sogar enger, während die Renditen auf Staatsanleihen stiegen und die Aktienmärkte Verluste verzeichneten. Erst gegen Ende April zogen diese Renditenaufschläge wieder an, und Ende Mai war ihr Stand sowohl bei den Anleihen mit Anlagequalität als auch bei den hoch rentierenden Anleihen mehr oder weniger gleich wie zum Jahresende 2003. Insgesamt waren die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen – abgesehen von den Talsohlen Anfang 2004 – noch immer niedriger als zu jedem anderen Zeitpunkt seit August 1998.

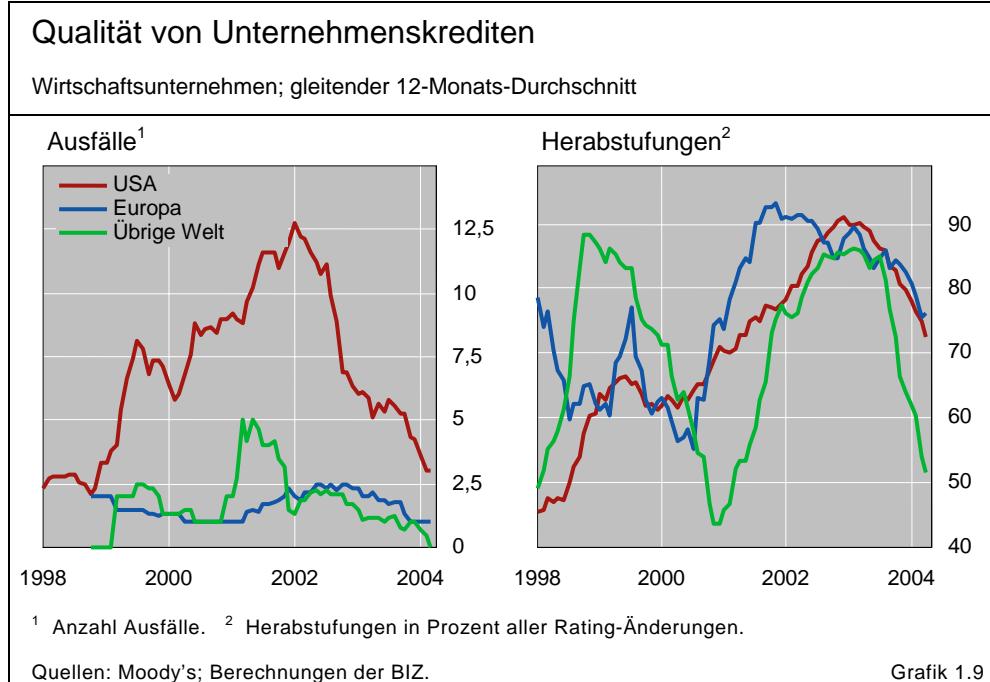
Geringe Schwankungsbreite bei Renditen- aufschlägen auf Unternehmens- anleihen

Die schwindende Risikobereitschaft der Anleger bzw. das Nachlassen ihres Renditenstrebens setzte die Kreditzinsspannen im April und Mai unter Aufwärtsdruck. Anleger, deren Interesse zuvor den hohen Renditen von Unternehmensanleihen und Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften gegolten hatte, stiessen risikoreichere Vermögenswerte ab und wandten sich Staatsanleihen zu, als die Renditen risikoärmerer Werte stiegen. So verzeichneten US-Investmentfonds, die in hoch rentierende Titel und Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften investierten, im April und besonders im Mai umfangreiche Abflüsse.

Begrenzter Anstieg der Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen dank besserer Bonität

Gleichzeitig hielten offenbar Bonitätsverbesserungen den Anstieg der Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen in Grenzen. Die Anleger schienen darauf zu vertrauen, dass das Wirtschaftswachstum vor allem in den USA eine weitere Stärkung der Unternehmensbilanzen unterstützen und mögliche negative Auswirkungen höherer Zinssätze ausgleichen würde. Das robuste Wachstum der Unternehmensgewinne im ersten Quartal 2004 sowie zahlenmäßig weiter rückläufige Insolvenzen und Rating-Herabstufungen stärkten dieses Vertrauen (Grafik 1.9). Auch die Erfahrungen der Vergangenheit wirkten vertrauensbildend: Die Aufschläge auf Unternehmensanleihen waren in früheren Zyklen der geldpolitischen Straffung zunächst tendenziell enger geworden.

Darüber hinaus stützte der geringe Umfang der Neuemissionen von Unternehmensanleihen zum Jahresbeginn 2004 die Renditeaufschläge. Sowohl in den USA als auch im Euro-Raum war das Volumen der Emissionen von Wirtschaftsunternehmen während der ersten vier Monate des Jahres trotz gesunken Finanzierungskosten um etwa 5% geringer als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Die verbesserte Ertragslage verringerte den Fremdmittelbedarf vieler Unternehmen; andere wiederum, die Kapital benötigten, hatten einen grossen Teil ihres Mittelbedarfs schon 2003 abgedeckt. Einige Schuldner nutzten die seit dem Vorjahr wieder steigenden Aktienkurse, um neues Eigenkapital zu beschaffen. Im März legte General Electric – einer der grössten Schuldner am Markt für Unternehmensanleihen in Dollar und eines der ganz wenigen Unternehmen mit dem Spitzenrating AAA – zum ersten Mal seit 1961 neue Aktien auf und beschaffte damit \$ 3,8 Mrd. für die Schuldentilgung. Und Ende April gab das Internet-Unternehmen Google seine Absicht bekannt, durch einen weithin erwarteten Börsengang \$ 2,7 Mrd. aufzunehmen (s. Kasten auf S. 10).



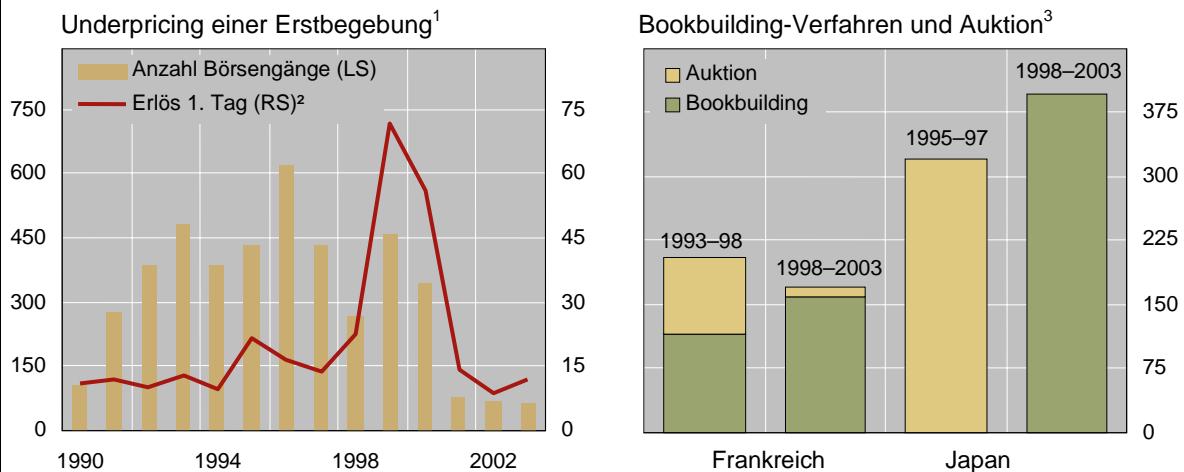
Google und die Preisbildung bei Börsengängen

Als das Internet-Unternehmen Google im April seinen Börsengang ankündigte, reagierten die Finanzmärkte mit grossem Interesse – immerhin wird dies der weitaus namhafteste Börsengang sein, seit die Technologieblase im Jahr 2000 platze und die öffentlichen Erstbegebungen von Aktien in den USA in der Folge deutlich zurückgingen (s. nachstehende Grafik). Mit einem Umfang von \$ 2,7 Mrd. ist die geplante Emission auch eine der grössten der letzten Jahre. Das Bedeutsamste daran könnte jedoch Googles Absicht sein, die Preisbildung für die Erstzeichnung im Wege einer elektronischen Auktion durchzuführen; damit will Google ein sowohl für Klein- als auch für Grossaktionäre faires Verfahren gewährleisten. Da die Preisbildung per Auktion bei Börsengängen privater Unternehmen nicht die Regel ist, wurde weithin spekuliert, der Fall Google könnte eine grundlegende Veränderung in der Preisbildung bei grossen Börsengängen auslösen.

Die häufigste Vorgehensweise für den Börsengang ist das so genannte Bookbuilding-Verfahren, an dem oft die Tendenz bemängelt wird, den Ausgabepreis zu niedrig anzusetzen („Underpricing“).¹ Hierbei ermitteln die federführenden Emissionsinstitute die Zeichnungsbereitschaft der Anleger und setzen dann nach Absprache mit den Emittenten den Ausgabepreis fest. So vollzieht sich die Preisbildung bei praktisch allen Börsengängen in den USA, dem weltweit grössten Markt für Börsengänge. Dieses Verfahren hat oft dazu geführt, dass die Ausgabepreise weit unter den Marktpreisen am ersten Handelstag lagen, in manchen Jahren durchschnittlich bis zu 70% (s. Grafik). Die Folge ist, dass erhebliche Summen nicht den Unternehmen und den Investoren der ersten Stunde zugute kommen, sondern in die Taschen der Empfänger der Erstzuteilung wandern. Provisionsgeschäfte um Erstzuteilungen mit expliziter Gewinnbeteiligung waren in den letzten Jahren denn auch vielfach Gegenstand von Ermittlungsverfahren.

Akademische Bookbuilding-Modelle setzen oft voraus, dass breite Kreise von Anlegern privates Wissen über den Wert von Unternehmen besitzen, die an die Börse gehen. In diesem Zusammenhang können Underpricing und diskretionäre Erstzuteilungen ein Mittel sein, institutionelle

Börsengänge



¹ Bei Erstbegebungen in den USA; basierend auf Daten in J. Ritter, *Some factoids about the 2003 IPO market*, University of Florida, Januar 2004. ² Gleichmässig gewichteter Durchschnitt der Abweichung des Schlusskurses am ersten Handelstag gegenüber dem Ausgabepreis; Prozent. ³ Basierend auf: F. Degeorge, F. Derrien und K. Womack, „Quid pro quo in IPOs: why book-building is dominating auctions“, *Working Paper*, März 2004; F. Kerins, K. Kutsuna und R. Smith, „Why are IPOs underpriced? Evidence from Japan hybrid auction-method offerings“, *Working Paper*, September 2003; Japan Securities Dealers Association.

⁴ Der Ländervergleich zeigt, dass das so genannte Festpreisverfahren (bei dem der Ausgabepreis festgesetzt wird, bevor Informationen über die Nachfrage eingeholt wurden) zu noch stärkerem Underpricing führt als das Bookbuilding-Verfahren (s. T. Loughran, J. Ritter und K. Rydqvist, „Initial public offerings: international insights“, *Pacific-Basin Finance Journal*, Juni 1994).

Anleger für die Preisgabe ihrer privaten Informationen zu entlohnern. Dagegen bieten Auktionen, die für alle interessierten Anleger offen sind und sie in die Bestimmung des Ausgabepreises und die Zuteilung einbeziehen, eine alternative Methode der Zuteilung und Preisfindung, die in vielen Ländern angewandt wird. In Israel und Taiwan, China, sind Auktionen der gängige Mechanismus. Darüber hinaus scheinen empirische Untersuchungen zu belegen, dass das Underpricing bei Auktionen signifikant geringer ist als beim Bookbuilding-Verfahren.

Google wird seine Aktien im Rahmen einer „holländischen Auktion“ (zum Einheitspreis) verkaufen, bei der alle, die mindestens den – im Nachhinein – festgelegten Preis geboten haben, ihre ersteigerten Aktien zu diesem Preis erhalten. Die gängigste Alternative ist die diskriminierende Auktion, bei der die Anleger, die den Zuschlag erhalten haben, den Preis zahlen müssen, den sie geboten haben.^② Für den Emittenten könnte eine diskriminierende Auktion zwar vorteilhaft erscheinen, doch die Anleger wissen, dass ein erfolgreiches Gebot sie teuer zu stehen kommen kann, da der Zuschlag wahrscheinlich bedeutet, dass sie mehr zahlen als das niedrigste erfolgreiche Gebot. Eine holländische Auktion verringert dieses Problem und fördert dadurch aggressive Gebote. Tatsächlich belegen theoretische wie auch empirische Analysen, dass Emittenten in einer Einheitspreisauktion mit der gleichen Anzahl von Aktien höhere Erlöse erzielen als in einer diskriminierenden Auktion.

Gegen die möglichen Vorteile von holländischen oder anderen Auktionen scheint die Tatsache zu sprechen, dass Auktionen von Erstbegebungen in den USA noch immer selten sind und an mehreren anderen wichtigen Märkten für Erstbegebungen an Boden verloren haben. In Frankreich etwa, wo sich Auktionen und Bookbuilding-Verfahren in den neunziger Jahren etwa die Waage hielten, werden Auktionen immer seltener (s. Grafik). In Japan war ein Hybrid-Verfahren, bei dem in der Anfangsphase eine Auktion eine entscheidende Rolle für die Bestimmung des Marktpreises spielte, in den späten neunziger Jahren die Norm, wurde aber praktisch aufgegeben, nachdem das Bookbuilding-Verfahren zugelassen wurde. Dies lässt vermuten, dass bei der Wahl des Verfahrens für die Erstbegebung andere Faktoren schwerer wiegen als die Gewinnmaximierung für die Eigentümer zum Zeitpunkt des Börsengangs.

^② Gemäss den Vorschriften der US-Börsenaufsichtsbehörde SEC müssen alle Aktien einer Erstbegebung zu einem Einheitspreis verkauft werden; dies verhindert in den USA diskriminierende Auktionen bei Börsengängen. Google hat sich das Recht vorbehalten, den Ausgabepreis unter dem in der Auktion ermittelten Gleichgewichtspreis anzusetzen, sodass jedes Gebot, das höher ist als der Ausgabepreis, eine anteilige Zuteilung erhält.

Verkaufswelle in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Renditenaufschläge für Titel aufstrebender Volkswirtschaften und hoch rentierende Unternehmensanleihen entkoppelt ...

Während die Renditenaufschläge bei Unternehmensanleihen relativ geringfügig schwankten, schnellten sie bei Titeln aufstrebender Volkswirtschaften im April und Mai in die Höhe. Hier kam es zur grössten Verkaufswelle seit Mitte 2002, als politische Wirren in mehreren wichtigen aufstrebenden Ländern, zusammen mit einer Neubewertung des Kreditrisikos nach der Bilanzkorrektur von WorldCom, die Renditenaufschläge für Titel aufstrebender Volkswirtschaften in die Höhe getrieben hatten. Ende Mai 2004 standen die Spreads auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften um 125 Basispunkte über ihrem Tiefstwert vom Januar; das im Vorjahr gewonnene Terrain war damit wieder verloren gegangen. Allerdings blieben die Aufschläge mit rund 500 Basispunkten noch immer deutlich unterhalb ihres Durchschnittsniveaus von 1998–2003.

Die Verkaufswelle setzte am 14. April ein, als vor allem Brasiliens Renditenaufschläge infolge umfangreicher Kursverluste von US-Aktien empor schnellten. Die Aufschläge auf brasilianische Dollar-Staatsanleihen erreichten am 10. Mai einen Spitzenwert von 800 Basispunkten – fast das Doppelte des

Tiefstwerts vom Januar –, ehe sie bis Ende Mai wieder auf rund 700 Basispunkte abfielen. Auch die Aufschläge auf türkische Anleihen stiegen steil an, insbesondere nach der Veröffentlichung der US-Arbeitsmarktdaten am 7. Mai. Sogar bei staatlichen Schuldern mit Anlagequalität, u.a. Malaysia und Mexiko, zogen die Renditenaufschläge auf ihre internationalen Anleihen vorübergehend an.

Überraschenderweise entkoppelten sich im Zuge der Verkaufswelle die Renditenaufschläge für Schuldtitle aufstrebender Volkswirtschaften und für hoch rentierende Unternehmensanleihen. Bei den aufstrebenden Volkswirtschaften setzte der Anstieg der Aufschläge zwei Wochen früher ein als bei den hoch rentierenden Anleihen und war deutlich stärker. Während des Aufschwungs an den Kreditmärkten hatten sich beide sehr ähnlich entwickelt, zum Teil aufgrund des Renditenstrebens der Anleger. Ihr Auseinanderdriften während der Verkaufswelle legt den Schluss nahe, dass neben dem schwindenden Renditenstreben auch andere Faktoren zur Erhöhung der Aufschläge auf Titel aufstrebender Volkswirtschaften beitrugen.

Einer dieser Faktoren waren die ungewissen Wachstumsaussichten der aufstrebenden Volkswirtschaften. Während sich die Bonität von Unternehmen in den USA und Europa auch in einem Umfeld steigender Zinssätze weiterhin verbessern dürfte, scheinen viele aufstrebende Volkswirtschaften gegenüber Zinssteigerungen reagibler geworden zu sein. Die Erwartung höherer Ölpreise und langsameren Wachstums in China hat die Wirtschaftsaussichten für einige aufstrebende Länder zusätzlich getrübt. Länder mit hohen Haushaltsdefiziten wie Brasilien und die Türkei scheinen gegenüber einer Umlenkung von Kapitalströmen von den aufstrebenden zu den entwickelten Märkten besonders anfällig zu sein. Das hohe Emissionsvolumen aufstrebender Volkswirtschaften im ersten Quartal 2004 offenbarte ihren Bedarf an Fremdkapital, insbesondere in Anbetracht der rückläufigen Emissionen von Unternehmen. Viele Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften konnten zu sehr günstigen Konditionen langfristige Mittel aufnehmen und dadurch das Laufzeitprofil ihrer Verschuldung glätten (s. „Der internationale Anleihemarkt“). Eine dauerhafte Verbesserung ihrer Finanzierungsbedingungen dürfte allerdings beschleunigte Wirtschafts- und Strukturreformen voraussetzen.

Auch der Vormarsch von Hedge-Fonds und anderen mit Fremdmitteln operierenden Anlegern am Markt für Titel aufstrebender Volkswirtschaften trug zur Divergenz zwischen den Aufschlägen auf Titel aufstrebender Volkswirtschaften und jenen auf hoch rentierende Anleihen bei. Während des Aufschwungs an den Kreditmärkten war es eine beliebte Strategie dieser Anleger gewesen, kurzfristige Fremdmittel in höher rentierende Anleihen zu investieren. Liquidität ist bei diesen so genannten Carry Trades ein wichtiger Gesichtspunkt, da es notwendig werden kann, Positionen rasch glattzustellen, falls die Zinsen steigen oder Kreditlinien gekürzt werden. Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften waren Berichten zufolge ein beliebtes Instrument gewesen, da sie liquider sind als Unternehmensanleihen mit ähnlichem Rating. Die durchschnittliche Emissionsgröße von Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften des EMBI-Global-Index von JPMorgan Chase liegt z.B. bei über \$ 1,5 Mrd., die von hoch rentierenden Unternehmensanleihen des US-High-

... aufgrund
ungewisser
Wachstums-
aussichten der
aufstrebenden
Volkswirtschaften ...

... und der
Glattstellung von
Carry Trades

Yield-Master-Index von Merrill Lynch hingegen bei weniger als \$ 300 Mio. Darüber hinaus zählen Credit Default Swaps auf Staatsschuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften zu den am meisten gehandelten Kontrakten; als wegen der erwarteten Leitzinsanhebung in den USA die Glattstellung von Carry Trades einsetzte, wirkte sich dies folglich stärker auf Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften als auf Unternehmenstitel aus.

