

1. Überblick: Niedrige Renditen bei robustem Wirtschaftswachstum

Bis in das neue Jahr hinein blieben die langfristigen Renditen an den wichtigsten Märkten überraschend niedrig. Trotz einer Festigung des weltweiten Wachstums und weiterer Anhebungen der US-Leitzinsen verharteten die langfristigen Renditen in US-Dollar unterhalb des Niveaus vor Beginn der Straffung der Geldpolitik durch die Federal Reserve. Die langfristigen Renditen in Euro waren bis Mitte Februar rückläufig; insbesondere die Renditen auf 30-jährige Bundesanleihen fielen deutlich unter ihre früheren Tiefstände. Mit diesem Trend war kein Rückgang der aus Umfragen ermittelten Inflationserwartungen verbunden, sodass hinter der Belebung der Anleihemärkte andere Faktoren zu vermuten sind. Ein von Marktteilnehmern häufig genannter Faktor war die Nachfrage von Pensionsfonds und Versicherern nach langfristigen Vermögenswerten.

Die Nachfrage der Anleger nach höherrentierenden Instrumenten liess erkennen, dass sie weiterhin auf die Stärke des Wirtschaftsaufschwungs vertrauten. Gegen Ende des Jahres 2004 sanken die Renditenaufschläge auf Schuldtitel aller Art – ob Unternehmens- oder Staatstitel, mit Anlagequalität oder hochrentierend – auf Werte in der Nähe oder sogar unterhalb der historischen Tiefstände. Die Risikoaversion der Anleger wuchs im neuen Jahr geringfügig aufgrund von Befürchtungen, die US-Leitzinsen könnten rascher erhöht werden als zuvor erwartet. Dennoch waren die Renditenaufschläge auf Unternehmenstitel und Titel aufstrebender Volkswirtschaften im Februar 2005 gegenüber dem Jahresende 2004 nur wenig verändert.

Die Aktienmärkte entwickelten sich ähnlich wie die Kreditmärkte: Sie haussierten bis zum Jahresende 2004 und verloren dann im neuen Jahr an Schwung. Ende Januar belebten sich die Aktienmärkte wieder angesichts der Aussichten, dass Unternehmen wieder Fremdkapital aufnehmen würden. Offenbar begannen besonders US-Unternehmen nach mehreren Jahren, in denen sie ihre Bilanzen gestärkt hatten, mithilfe von Aktienrückkäufen sowie Fusionen und Übernahmen eine Erhöhung der Erträge für ihre Aktionäre anzustreben, selbst wenn dadurch die Risiken für Inhaber ihrer Anleihen potenziell stiegen.

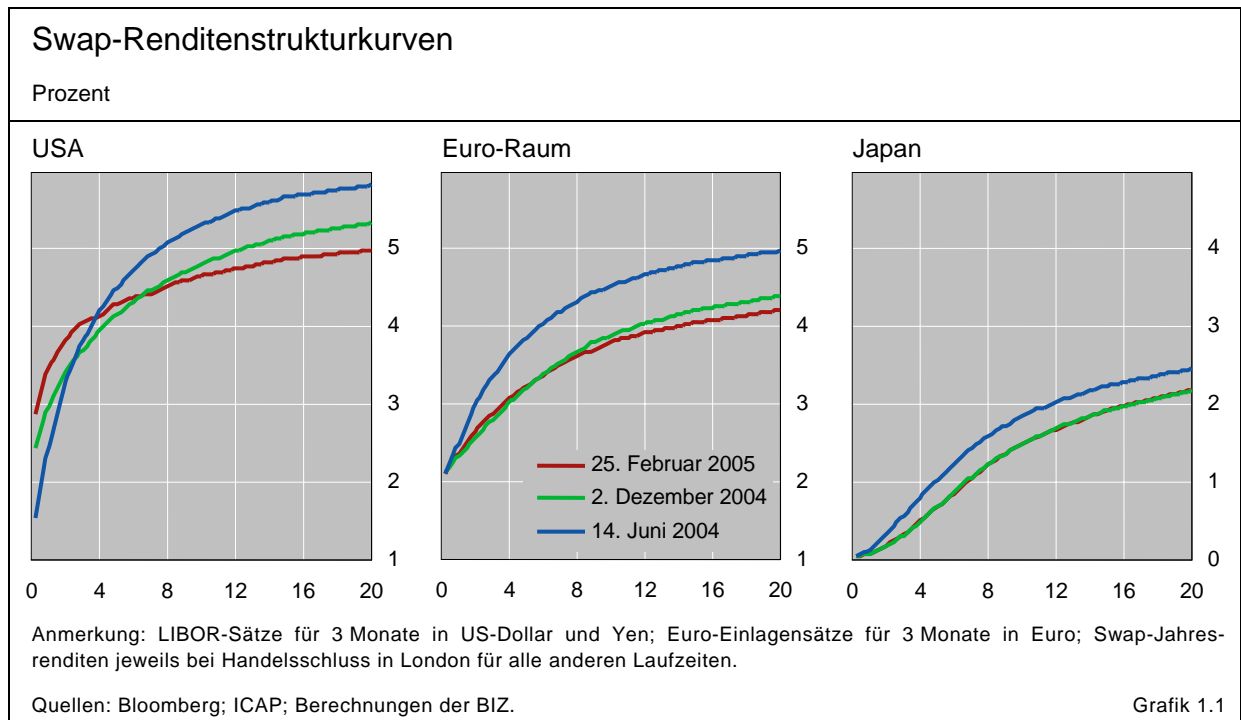
Weiterhin geringe Bewegung der langfristigen Zinsen trotz Leitzinsanhebungen durch die Federal Reserve

Die Abflachung der US-Renditenstrukturkurve, die einsetzte, als die Federal Reserve Ende Juni begann, die Leitzinsen anzuheben, hielt während des Berichtszeitraums an (Grafik 1.1). Am langen Ende wurden die Renditen auf US-Staatstitel, die im vorangegangenen Quartal bis November gestiegen waren, Anfang Dezember und bis ins neue Jahr hinein wieder leicht rückläufig. Am 9. Februar erreichten die Renditen auf 10-jährige Schatztitel mit 3,98% den tiefsten Stand seit über drei Monaten (Grafik 1.2). Gleichzeitig zogen die kurzfristigen Zinsen an, da die Federal Reserve die Straffung der Geldpolitik während des gesamten Zeitraums fortsetzte und klare Signale gab, dass sie die Leitzinsen mindestens während der nächsten Monate weiter anheben würde.

Zu dem ungewöhnlich kontrollierten Verhalten der langfristigen Zinsen trotz Leitzinsanhebungen durch die Federal Reserve dürfte zum einen beigetragen haben, dass die gesamtwirtschaftlichen Daten tendenziell hinter den Erwartungen zurückblieben, auch wenn die aus Umfragen ermittelten Wachstumserwartungen für 2005 während des Betrachtungszeitraums langsam wuchsen (Grafik 1.3). Insbesondere blieben die entscheidend wichtigen Zahlen zur US-Beschäftigungsentwicklung ausserhalb der Landwirtschaft, die Anfang Dezember und Februar bekannt gegeben wurden, deutlich hinter den Erwartungen zurück und lösten an den Tagen der Bekanntgabe Einbrüche der Renditen um 16 bzw. 9 Basispunkte aus. Auf der Preisseite blieb die Kerninflation der Verbraucherpreise verhalten, und es gab wenig Anzeichen dafür, dass sich der Ölpreisanstieg auf die langfristigen Inflationserwartungen auswirkte.

US-Renditenstrukturkurve flacher

Renditen niedrig gehalten durch unerwartet schwaches Beschäftigungswachstum ...



Zerlegung der langfristigen Renditen

Das niedrige Niveau der langfristigen Zinssätze an den wichtigsten Märkten, vor allem in den USA, hat viele Marktteilnehmer und Beobachter überrascht. Seit Juni 2004 ist die US-Wirtschaft stetig gewachsen, die Ölpreise stiegen steil an, und die Federal Reserve hat die Leitzinsen um 150 Basispunkte angehoben und überdies signalisiert, dass weitere Anhebungen folgen würden. Dennoch blieben die Renditen auf 10-jährige US-Schatztitel im Januar und Februar 2005 um mindestens 30 Basispunkte unterhalb des Niveaus, das vorherrschte, ehe die Federal Reserve mit der Straffung der Geldpolitik begann.

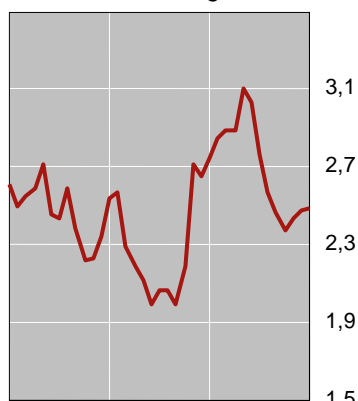
Ob das aktuelle Niveau der langfristigen Renditen den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen entspricht, lässt sich z.B. durch Zerlegung der Renditen in ihre verschiedenen Komponenten feststellen. Langfristige Zinssätze können als Funktion der erwarteten künftigen Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze und einer zeitabhängigen Risikoprämie gesehen werden. Der 1-Jahres-Terminsatz auf Schatztitel für den Horizont von neun Jahren lag z.B. am 25. Februar bei etwa 5,3%. Dies könnte einen erwarteten kurzfristigen Zins von 5,1% mit einer Risikoprämie von 20 Basispunkten impliziert haben. Die erwarteten kurzfristigen Zinssätze lassen sich in die erwartete Inflation und einen realen Zinssatz zerlegen; die Risikoprämie kann mit Veränderungen der Liquidität, der Risikoaversion der Anleger oder der Höhe des wahrgenommenen Inflationsrisikos schwanken.

Eine der Ursachen für den Rückgang der langfristigen Zinsen seit Mitte 2004 könnte ein Nachlassen der langfristigen Inflationserwartungen sein. Der Inflationsaufschlag, der durch die Differenz zwischen den nominalen und den inflationsindexierten Renditen auf Schatztitel impliziert wird, ist über lange Horizonte gesunken. Der Inflationsaufschlag für den 5- bis 10-jährigen Horizont ist z.B. seit Juni 2004 um mehr als 50 Basispunkte auf knapp 2,5% gefallen (s. nachstehende Grafik links). Dies lässt auf einen Rückgang der längerfristigen Inflationserwartungen schließen, obwohl Veränderungen des Inflationsaufschlags auch durch Veränderungen der Marktliquidität oder der Inflationsrisikoprämie beeinflusst werden können. Die langfristigen Inflationsprognosen der Ökonomen sind seit Mitte 2004 leicht gestiegen und liegen nun bei 2,5%.

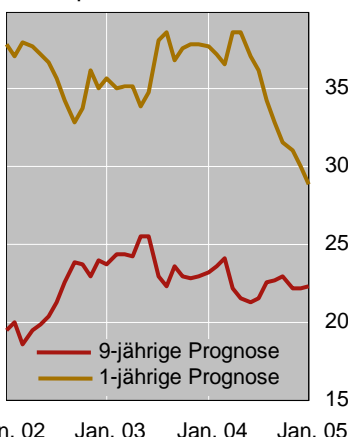
Was den realen Zinssatz betrifft, so müsste dieser der ökonomischen Theorie zufolge zu einem „natürlichen“ Zins tendieren, generell definiert als der reale kurzfristige Zinssatz, der einer stabilen Inflation entspricht. Der natürliche Zins schwankt zeitlich mit mehreren Faktoren, darunter

Einflussfaktoren von Terminzinssätzen

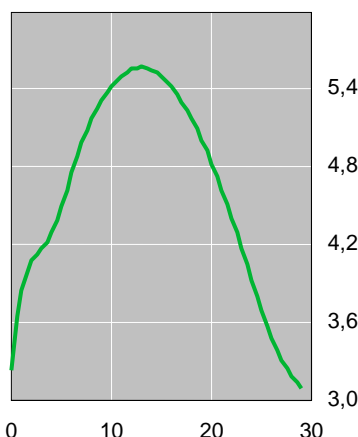
Inflationsaufschlag¹



Risikoprämien²



Terminzinssätze³



¹ Differenz zwischen nominalen und inflationsabhängigen 5-Jahres-Terminzinsen, als 5-jährige Prognose; nominale US-Schatzpapierrenditen abgeleitet aus den Bloomberg Fair Market Curves; Monatsdurchschnitt. ² Risikoprämien auf 1-Jahres-Terminzinsen; abgeleitet aus dem „three-factor affine model“ nach Q. Dai und K. Singleton, „Expectations puzzles, time-varying risk premia, and affine models of term structure“, *Journal of Financial Economics*, 63, 2002, S. 415–441; Monatsdaten; Basispunkte. ³ Nominale 1-Jahres-Terminsatz-Kurve am 25. Februar 2005; abgeleitet aus der Lehman Brothers Zero Coupon Treasury Curve.

Quellen: Bloomberg; Lehman Brothers; Berechnungen der BIZ.

dem Produktivitätswachstum. Der natürliche Zins ist nicht direkt beobachtbar und wird daher in der Regel anhand eines gesamtwirtschaftlichen Modells geschätzt. Der natürliche Zins in den USA wurde Mitte 2002 auf rund 3% geschätzt, könnte aber seither auf 2,6% gesunken sein.^① Auf kurze Sicht kann der reale Zinssatz allerdings wegen Nachfrage- oder Angebotschocks über oder unter seinem natürlichen Niveau liegen.

Ausser den Inflationserwartungen und dem realen Zinssatz enthalten Renditenstrukturkurven zu einem gegebenen Zeitpunkt auch Risikoprämien, die einen Keil zwischen die Terminalsätze aller Laufzeiten und die von den Marktteilnehmern erwartete Entwicklung der kurzfristigen Zinsen treiben. Am kurzen Ende der Kurve für US-Schatztitel sind die Risikoprämien in den letzten Jahren offenbar zurückgegangen (möglicherweise dank der effektiveren Kommunikation der Federal Reserve über ihre geldpolitischen Absichten); dies entspricht den niedrigen impliziten und historischen Volatilitäten, die derzeit an den Märkten für festverzinsliche Papiere zu beobachten sind. Am langen Ende der Kurve scheinen die Risikoprämien hingegen wenig verändert. Einer Schätzung mit einem 3-Faktoren-Modell der Renditenstrukturkurve zufolge verharrt die im 1-Jahres-Terminalsatz mit 9-jährigem Horizont enthaltene Risikoprämie seit Ende 2002 nahe bei 20 Basispunkten (mittleres Feld).

Aus diesen verschiedenen Komponenten lässt sich ableiten, dass der erwartete „Gleichgewichts“-Terminalsatz in den USA bei längeren Zeithorizonten ungefähr bei 5,5% liegen könnte: langfristige Inflationserwartungen von 2,5% plus ein natürlicher Zins von 2,6–3,0% plus eine Risikoprämie von etwa 20 Basispunkten. Mit anderen Worten: Wenn sich diese Komponenten nicht verändern, stabilisieren sich die kurzfristigen Terminalsätze bei längerem Zeithorizont wahrscheinlich auf lange Sicht bei Werten nahe 5,5%. Schätzungen der verschiedenen Komponenten der langfristigen Renditen sind sehr ungenau, und so sollten 5,5% am besten als Mittelwert einer potenziell grossen Bandbreite verstanden werden.

Dennoch erscheint das aktuelle Niveau der 1-Jahres-Terminalsätze bei fast allen Laufzeiten relativ niedrig (rechtes Feld). Am 25. Februar lagen die 1-Jahres-Terminalsätze die ersten 5 Jahre unter 4,5% und erreichten erst bei 8 Jahren 5%. Bei sehr langen Laufzeiten (über 15 Jahre) gehen die Terminalsätze sogar zurück und fallen schliesslich deutlich unter 5%. Der Rückgang der Terminalsätze bei sehr langen Laufzeiten könnte auf den Rückgang einer oder mehrerer der obengenannten Komponenten zurückzuführen sein. Er könnte allerdings auch vorübergehende Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage am Markt für Staatstitel widerspiegeln. So könnte die starke Nachfrage nach langfristigen Aktiva seitens der Pensionsfonds und Versicherer, gepaart mit einem schwindenden Angebot solcher Vermögenswerte, die langfristigen Renditen niedrig halten. Bei Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs ist dies seit vielen Jahren der Fall.

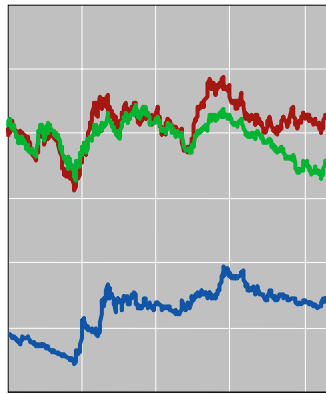
^① S. T. Laubach und J.C. Williams, „Measuring the natural rate of interest“, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, Nr. 4, November 2003, S. 1063–1070; J. Amato, „The role of the natural rate of interest in monetary policy“, *BIS Working Papers*, Nr. 171, März 2005.

Ein zweiter wahrscheinlicher Grund für die niedrigeren Anleihezinssätze war die geringere Unsicherheit im Hinblick auf Verlauf und Auswirkungen einer baldigen geldpolitischen Straffung. Die Federal Reserve blieb während des Berichtszeitraums bei ihrer Einschätzung der ausgewogenen Risiken für Preise und Wachstum sowie ihrer Erwartung, künftige Straffungen „in massvollen Schritten“ zu vollziehen. Die impliziten Volatilitäten der Futures auf US-Staatsanleihen näherten sich den Tiefständen der neunziger Jahre, während die geschätzten Risikoprämien auf kurz- bis mittelfristige Renditen deutlich sanken (Grafik 1.2; s. auch obenstehenden Kasten). Zweifellos erschütterte die Veröffentlichung des Protokolls der Offenmarktausschusssitzung vom Dezember bereits am 4. Januar – so früh wie nie zuvor – die Märkte: Die Äusserungen bestimmter Ausschussmitglieder über eine zu hohe Risikobereitschaft der Märkte und möglichen Inflationsdruck sowie ihre Zweifel,

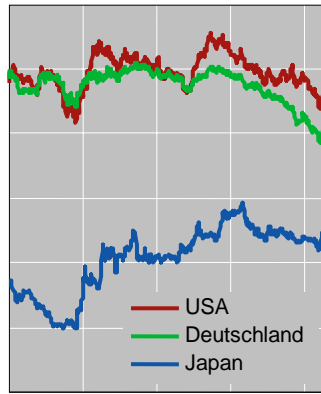
... und geringere
Unsicherheit
hinsichtlich der
Geldpolitik

Märkte für Staatsanleihen

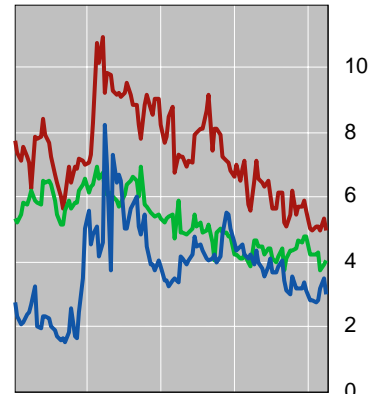
10-jährige Renditen¹



30-jährige Renditen^{1,2}



Implizite Volatilität³



Jan. 03 Juli 03 Jan. 04 Juli 04 Jan. 05

Jan. 03 Juli 03 Jan. 04 Juli 04 Jan. 05

Jan. 03 Juli 03 Jan. 04 Juli 04 Jan. 05

¹ Prozent. ² USA: Renditen des am längsten laufenden Schatzpapiers. ³ Preisvolatilität, die durch den Preis von Call-Optionen am Geld auf Futures auf 10-jährige Staatsanleihen impliziert wird; Wochendurchschnitt.

Quelle: Bloomberg.

Grafik 1.2

ob weiterhin Zinserhöhungen „in massvollen Schritten“ in Aussicht gestellt werden sollten, lösten eine kurze Verkaufswelle an den Anleihemärkten aus. Spätere Kommentare von Vertretern der US-Notenbank, gepaart mit der praktisch unveränderten schriftlichen Erklärung des Ausschusses nach seiner Sitzung vom 2. Februar, bestätigten jedoch den Eindruck, dass die Federal Reserve nicht zu einer beschleunigten Anhebung der Leitzinsen neigte.

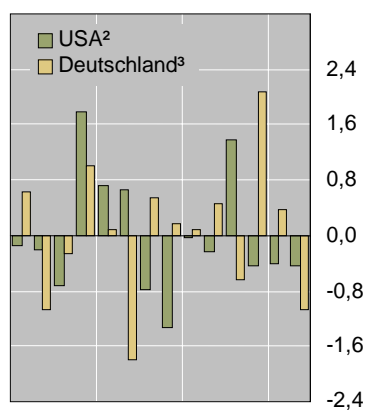
Trotz dieser Erklärungen für die gedämpften Bewegungen der Renditen während des Berichtszeitraums meinten mehrere Beobachter, das *Niveau* der langfristigen Renditen in den USA sei wohl angesichts der gesamtwirtschaftlichen Bedingungen und der historischen Erfahrungen ungewöhnlich niedrig (s. Kasten). Der Federal-Reserve-Vorsitzende Greenspan schien dies in seinem Bericht vor dem Kongress am 16. Februar zu bestätigen, als er das niedrige Niveau der langfristigen Renditen als „Rätsel“ bezeichnete. An jenem Tag stiegen die langfristigen Renditen um 6 Basispunkte.

Auch im Euro-Raum fielen die Renditen während des Berichtszeitraums deutlich ab; die Rendite auf die 10-jährigen Bundesanleihen sank zwischen Anfang Dezember und dem 10. Februar um fast 40 Basispunkte auf einen historischen Tiefstand von 3,31%. Die Abstände zwischen den Renditen in den USA und dem Euro-Raum, die sich im Vorquartal erheblich ausgeweitet hatten, blieben in der Größenordnung von 60–70 Basispunkten. Obwohl der Abwärtstrend der Renditen wahrscheinlich u.a. schwindende Wachstumserwartungen für den Euro-Raum widerspiegelt, waren die gesamtwirtschaftlichen Daten Europas eher durchwachsen als rein negativ. Der deutsche ifo-Geschäftsklimaindex sorgte im Dezember und Januar sogar für positive Überraschungen und liess erkennen, dass die Stimmung im Exportsektor trotz der Euro-Aufwertung im vorausgegangenen Quartal noch immer gut war (Grafik 1.3 links).

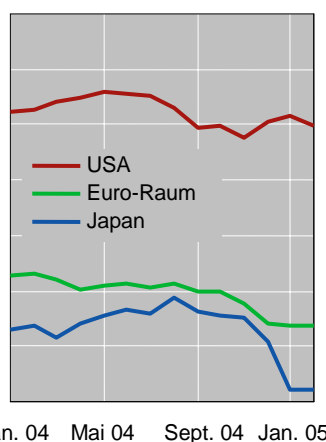
Euro-Renditen auf Rekordtief

Gesamtwirtschaftliche Daten

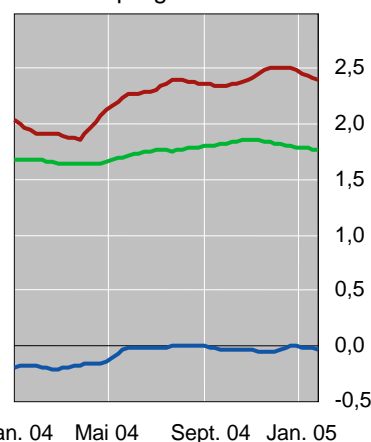
Überraschende Wirtschaftsdaten¹



Wachstumsprognosen für 2005⁴



Inflationsprognosen für 2005⁴



Jan. 04 Mai 04 Sept. 04 Jan. 05

Jan. 04 Mai 04 Sept. 04 Jan. 05

Jan. 04 Mai 04 Sept. 04 Jan. 05

¹ Abweichung der tatsächlichen Zahlen vom Prognosemittelwert, normalisiert mit der Standardabweichung vergangener Überraschungen; 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, Einzelhandelsumsätzen, Erzeuger- und Verbraucherpreisen. ³ Geschäftsklimaindex, der vom ifo Institut für Wirtschaftsforschung mithilfe von Umfrageergebnissen erstellt wird. ⁴ Prognosen gemäss monatlicher Veröffentlichung von Consensus Economics; die Beobachtungen werden dem Monat zugerechnet, in dem die Prognose erfolgte; Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent.

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

Grafik 1.3

Zum Teil spiegelten die Renditendifferenzen die Erwartung des Marktes wider, dass die EZB die Leitzinsen bis spät im Jahr unverändert lassen würde. Obwohl sich die EZB gelegentlich besorgt über Liquiditätsüberschüsse und rasch steigende Immobilienpreise äusserte, vermittelten Kommentare von führenden EZB-Vertretern über die negativen Folgen der Aufwertung für die Wirtschaft den Marktteilnehmern den Eindruck, dass der EZB die Labilität des Wirtschaftsaufschwungs im Euro-Raum bewusst sei. Darüber hinaus deuteten Mitglieder des EZB-Rates im Januar an, dass sie für den Euro-Raum wieder eine Inflation von 2% gegenüber dem Vorjahr erwarteten, was deutlich innerhalb ihres Zielbereichs läge.

Sowohl im Euro-Raum als auch in den USA war der Abwärtstrend der Renditen bei sehr langen Laufzeiten besonders ausgeprägt. Während z.B. Swaprenditen bei Laufzeiten von 10 bis 30 Jahren in der zweiten Jahreshälfte 2004 mehr oder minder parallel zurückgegangen waren, war der Rückgang der Swaprenditen in Euro und Dollar im neuen Jahr bei sehr langen Laufzeiten stärker (Grafik 1.1). Die Renditen der 30-jährigen Bundesanleihen sanken auf ein Rekordtief, und die der letzten aktuellen 30-jährigen US-Schatztitel näherten sich den tiefen Niveaus von Anfang 2003 (Grafik 1.2 Mitte). Selbst als die französische Regierung Ende Februar eine 50-jährige Anleihe ankündigte und andere europäische Regierungen ähnliche Emissionen in Betracht zogen, dämpfte diese Aussicht auf eine erhöhte Verfügbarkeit ultralanger Laufzeiten den Enthusiasmus der Anleger kaum.

Viele Marktteilnehmer erwähnten auch strukturelle Faktoren für die sinkenden Renditen auf langlaufende Anleihen. In den USA wurde die Hausse der längerfristigen Anleihen zum Teil auf Ankündigungen einer möglichen

Starke Nachfrage nach Anleihen mit sehr langen Laufzeiten ...

... möglicherweise in Erwartung von Rentenreformen

Rentenreform zurückgeführt. Berichten zufolge waren es insbesondere Vorschläge, leistungsorientierte Betriebsrentensysteme durch eine korrektere Bewertung von Aktiva und Passiva sowie eine Minimierung von Deckungslücken zu stärken, die einige Pensionsfonds zum Kauf langfristiger Aktiva motivierten. Im Euro-Raum waren strukturelle Faktoren offenbar von noch grösserer Bedeutung. Einige wichtige Anleiheindizes von Märkten des Euro-Raums verlängerten aus technischen Gründen ihre Durationen, sodass sich manche Anleger, die diese Indizes als Benchmarks nutzten, gezwungen sahen, die Duration ihrer Anlagen ebenfalls zu erhöhen. Eine Rentenreform in den Niederlanden stärkte die Nachfrage nach langfristigen Aktiva, und der (aus steuerlichen Gründen) für das Jahresende typische starke Mittelzufluss in deutsche Lebensversicherungen bescherte der Branche einen Liquiditätsüberschuss, der in langfristige Papiere angelegt werden konnte. Normalerweise wirken sich solche technischen „Nachfragefaktoren“ im Vergleich mit gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen nur marginal auf die Renditen aus; Anfang 2005 herrschte jedoch der Eindruck vor, dass sie signifikanten Druck auf das lange Ende der Kurve ausübten, insbesondere im Euro-Raum.

Yen-Renditen ab
Februar steigend

In Japan war im Gegensatz zu den anderen wichtigen Märkten insgesamt ein Aufwärtstrend der langfristigen Zinsen zu beobachten. Allerdings brachen die Renditen im Januar ein, da die Erwartung eines nahen Endes der Deflation sowie der Politik der quantitativen Lockerung der Bank of Japan schwanden. Eine entscheidende Rolle spielte hierbei die am 19. Januar veröffentlichte Zwischenbilanz der Inflationsprognosen des Policy Board der Bank of Japan vom letzten Herbst. Sie liess einen deutlichen Rückgang des antizipierten Preisdrucks erkennen, der den schwächeren Wachstumserwartungen entsprach (Grafik 1.3 Mitte). Ab Februar gewannen die Renditen jedoch wieder an Boden, gestärkt durch die überraschend positive Auftragslage im Maschinenbau und Gewinne am Aktienmarkt; am 14. Februar erreichten sie mit 1,45% den höchsten Stand seit dem vergangenen November.

Renditenaufschläge zum Jahresende nahe an Rekordtief

Schuldtitel von
Unternehmen und
aufstrebenden
Volkswirtschaften
haussieren ...

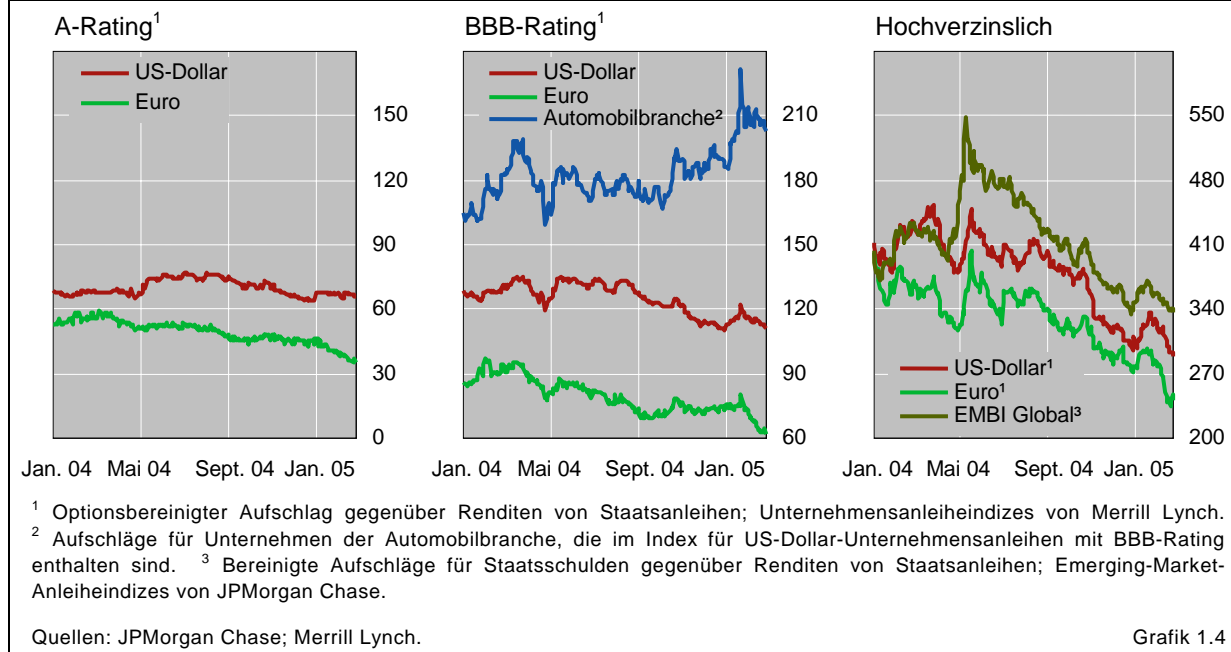
Da die langfristigen Renditen niedrig blieben, bevorzugten Anleger, die höhere Erträge anstrebten, weiterhin Spreadprodukte, darunter auch Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften. Im vierten Quartal 2004 haussierten alle Arten von Schuldtiteln – ob Unternehmens- oder Staatstitel, mit Anlagequalität oder hochrentierend (Grafik 1.4). Bis Ende Dezember waren die Renditenaufschläge an allen Märkten in der Nähe oder sogar unterhalb ihrer historischen Tiefstände. So standen die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen in US-Dollar mit A-Rating gegen Ende Dezember bei 64 Basispunkten – 16 Basispunkte über ihrem früheren Tiefstand im Oktober 1997. Die Spreads auf Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften gingen auf nur 335 Basispunkte zurück – weit unter ihren früheren historischen Tiefstand.

... trotz hohen
Absatzes

Nicht einmal ein hoher Absatz schien die Nachfrage der Anleger nach Schuldtiteln von Unternehmen und aufstrebenden Volkswirtschaften zu dämpfen. Der Absatz hochrentierender Unternehmensanleihen am US-Markt

Renditenaufschläge

Basispunkte



schnellte im letzten Quartal 2004 empor (Grafik 1.5), ebenso wie die Zeichnungen von Konsortialkrediten (s. Kasten im Kapitel „Das internationale Bankgeschäft“). Auch die Mittelaufnahme von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften an den internationalen Anleihe- und Kreditmärkten war im vierten Quartal so umfangreich, dass ihre gesamte Mittelaufnahme für das Jahr 2004 den früheren Höchststand von 1997 übertraf (Grafik 1.6).

Der Absatz von CDO („collateralised debt obligations“; forderungsgedeckten Schuldverschreibungen) liess die Renditenaufschläge ebenfalls zurückgehen, da viele CDO-Manager nach Möglichkeit hochrentierende Schuldtitel kauften, um strukturierte Produkte zu stützen, oder Absicherung am Markt für Credit Default Swaps verkauften, um synthetische CDO zu stützen. Der Absatz fundierter CDO, der gewöhnlich gegen Jahresende am höchsten ist, stieg von etwa \$ 25 Mrd. in jedem der ersten drei Quartale auf fast \$ 50 Mrd. im vierten Quartal 2004 (Grafik 1.5). Laut JPMorgan Chase bildeten Kredite an Unternehmen mit Rating unterhalb Anlagequalität („leveraged loans“), z.B. für fremdfinanzierte Übernahmen, im vierten Quartal mit 45% einen ungewöhnlich hohen Teil der Deckung von CDO-Strukturen (gegenüber 30% in den drei vorangegangenen Quartalen). Entsprechend dem üblichen saisonalen Muster fiel der CDO-Absatz zu Beginn des neuen Jahres steil ab.

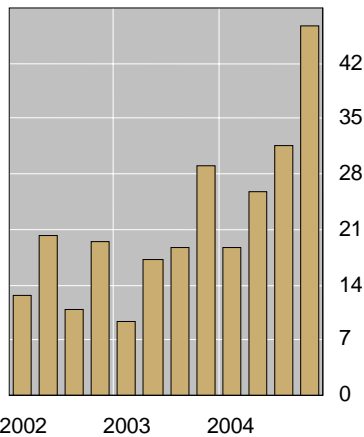
Angekurbelt wurde die Nachfrage nach CDO von der „Jagd nach Rendite“, die die Finanzmärkte seit spätestens Ende 2003 prägt. Nachdem lange Zeit Geschäftsbanken den CDO-Markt dominierten, werden nun auch institutionelle Anleger aktiver. JPMorgan Chase schätzt, dass eine synthetische CDO in jüngster Vergangenheit zu fast 40% bei Fondsmanagern und nur zu einem Drittel bei Geschäftsbanken platziert wurde. Die relativ hohen Renditen von

Starke Nachfrage nach CDO

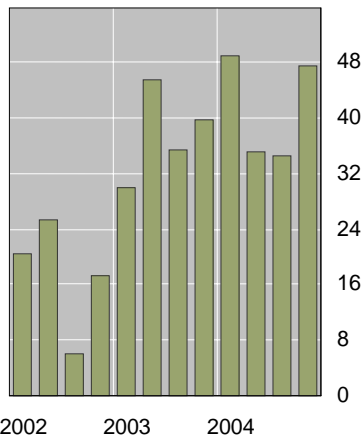
Angebot an höherverzinslichen Instrumenten

Mrd. US-Dollar

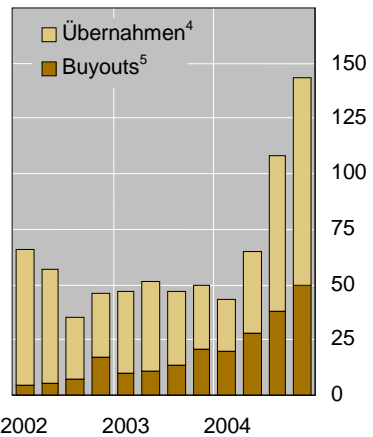
CDO¹



Hochzinsanleihen²



Finanzierung von Fusionen und Übernahmen³



¹ Absatz von Arbitrage-finanzierten CDO. ² Inländischer Absatz von Unternehmensanleihen in den USA. ³ Bereitgestellte Konsortialkredite. ⁴ Übernahmekredite und -fazilitäten. ⁵ Fazilitäten für fremdfinanzierte Übernahmen und Management-Buyouts.

Quellen: Bloomberg; Dealogic Loanware; JPMorgan Chase; Berechnungen der BIZ.

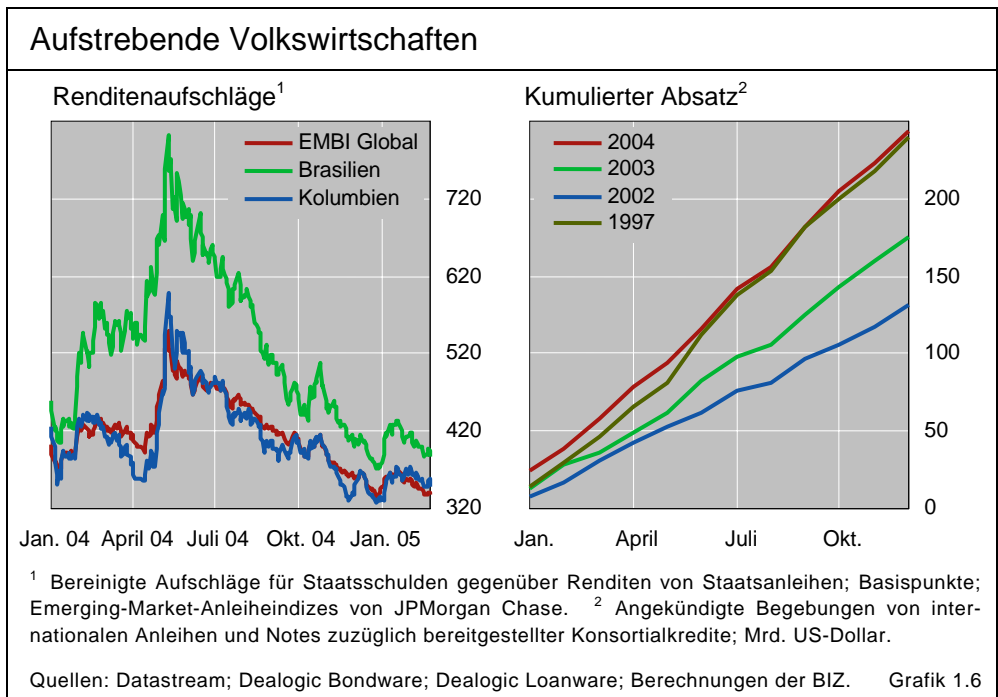
Grafik 1.5

CDO sind mit Sicherheit ein entscheidender Faktor des wachsenden Interesses der Fondsmanager. Aufgrund ihrer Komplexität und Illiquidität rentieren CDO mit AAA-Rating im Regelfall mindestens 30 Basispunkte höher als Unternehmensanleihen mit vergleichbarem Rating; noch höher rentieren CDO mit Hebelwirkung, die z.B. mit anderen CDO oder mit „leveraged loans“ unterlegt sind.

Zu Jahresbeginn liess das Renditestreben vorübergehend nach, besonders bei US-Anlegern. Während die Renditenaufschläge in der ersten Januarhälfte bei Titeln mit Anlagequalität stabil blieben oder zurückgingen, weiteten sich die Spreads auf hochrentierende Unternehmensanleihen um über 30 Basispunkte aus; dies war die grösste Bewegung seit Mai 2004 (Grafik 1.4). Auch die Spreads für aufstrebende Volkswirtschaften weiteten sich in dieser Zeit aus. Die Verkaufswelle war jedoch schwach und kurzlebig; die Renditenaufschläge blieben deutlich unterhalb ihres Durchschnittsniveaus von 2004 und näherten sich im Februar wieder ihrem Stand von Ende 2004.

Der Auslöser der anfänglichen Ausweitung der Renditenaufschläge war die Aussicht, dass die US-Geldpolitik rascher als erwartet gestrafft werden würde, die durch die Veröffentlichung des Federal-Reserve-Sitzungsprotokolls am 4. Januar verstärkt wurde. Die Spreads für aufstrebende Volkswirtschaften stiegen am folgenden Tag um 9 Basispunkte; die Verkaufswelle betraf vor allem Brasilien und andere südamerikanische Länder (Grafik 1.6). Die Reaktion der Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen war gedämpfter und vorwiegend auf Schuldner mit niedrigerer Bonität beschränkt. Dieses Muster zeigt sich spätestens seit der weltweiten Verkaufswelle an den Anleihemärkten im zweiten Quartal 2004. Auch dort waren die Spreads für aufstrebende

Vorübergehende Ausweitung der Renditenaufschläge Anfang Januar



Volkswirtschaften weit stärker gestiegen als für hochrentierende Unternehmensanleihen, als sich die Erwartungen hinsichtlich des Kurses der US-Geldpolitik änderten.

Als Mitte Januar Besorgnis über eine mögliche Herabstufung von General Motors auf ein Rating unter „investment grade“ aufkam, beschleunigte sich die Ausweitung der Renditenaufschläge auf hochrentierende Unternehmensanleihen. Am 19. Januar veröffentlichte GM eine enttäuschende Gewinnprognose für das erste Quartal 2005. Daraufhin rechneten viele Marktteilnehmer noch früher mit einer Herabstufung durch Standard & Poor's und erhöhten dadurch die Wahrscheinlichkeit, dass GM aus den Anleiheindizes mit Anlagequalität entfernt würde. Dies hätte Anleger, die jene Indizes als Benchmarks nutzen, zum Verkauf ihrer Bestände zwingen können. Folglich schnellten die Renditenaufschläge für GM und andere Automobilhersteller nach der Gewinnwarnung steil in die Höhe. Die Verkaufswelle schwappte auch auf die Märkte für hochrentierende Schuldtitel über, da Manager solcher Titel von Schuldner mit schlechteren Ratings in GM umschichteten. Verstärkt wurde dieser Spillover-Effekt durch das schiere Volumen der Verschuldung von GM: Von einer Herabstufung wären mindestens \$ 30 Mrd. in Anleihen betroffen gewesen – etwa 3% des gesamten Umlaufs an hochrentierenden Anleihen.

Besorgnis über eine Herabstufung von General Motors

Eine technische Änderung in Lehman Brothers' Konstruktion seiner Anleiheindizes setzte der Verkaufswelle ein Ende.¹ Infolge dieser Änderung wäre GM bei einer Herabstufung durch S&P nicht aus Lehman Brothers' Anleiheindizes mit Anlagequalität entfernt worden. An den zwei auf die Änderung

¹ Lehman Brothers gab am 24. Januar bekannt, bei der Beurteilung, ob ein Wertpapier in seine Anleiheindizes aufzunehmen sei, würden die Kreditratings aller drei grossen Rating-Agenturen – Fitch, S&P und Moody's – berücksichtigt werden statt nur das jeweils niedrigere von S&P und Moody's. Da Fitch und Moody's GM einen Grad besser bewerteten als S&P, verringerte dies die kurzfristigen Auswirkungen einer möglichen Herabstufung durch S&P.

folgenden Tagen gingen die Renditenaufschläge auf hochrentierende Unternehmensanleihen um 9 Basispunkte zurück, und der Rückgang hielt an, bis die Anleger Ende Februar meinten, mehr Spielraum für das Eingehen von Risiken zu haben.

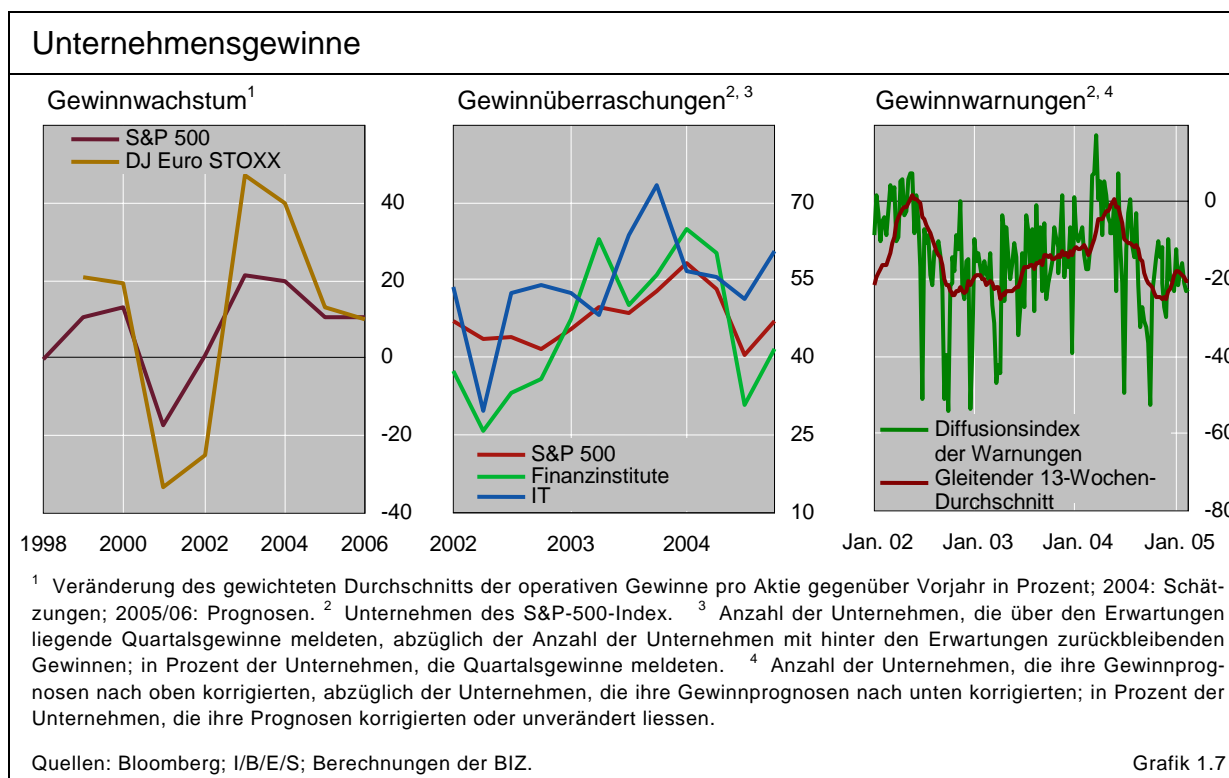
Anzeichen für Scheitelpunkt des Kreditzyklus

Langsameres Gewinnwachstum erwartet

Auch die überraschend guten Unternehmensgewinne trugen zum Rückgang der Zinsaufschläge in den ersten beiden Monaten des neuen Jahres bei. Während die Gewinne der S&P-Unternehmen im dritten Quartal enttäuscht hatten, übertrafen sie im vierten Quartal (gemeldet im Januar und Februar 2005) die Erwartungen der Analysten (Grafik 1.7). Auch begann die Zahl der Unternehmen, die Abwärtskorrekturen ihrer Gewinnprognosen bekannt gaben, nach einem Anstieg im Zeitraum Juni bis November 2004 im Dezember wieder zu sinken, und Aufwärtskorrekturen nahmen zu. Trotzdem wird eine Verlangsamung des Gewinnwachstums bei den S&P-500-Unternehmen von 19,7% im Jahr 2004 auf 10,5% im Jahr 2005 und bei den Euro-STOXX-Unternehmen von 39,7% auf 13,4% erwartet.

Vermehrte Aktienrückkäufe und Dividendenausschüttungen

Angesichts fehlender Anzeichen dafür, dass sich das Ertragswachstum beschleunigt, nachdem nun seit mehreren Jahren die Kosten gesenkt wurden, deutet einiges darauf hin, dass Unternehmen nach alternativen Strategien suchen, um ihr Gewinnwachstum aufrechtzuerhalten, z.B. indem sie ihr Fremdkapital wieder aufstocken. Aktienrückkäufe und Dividendenausschüttungen waren im Jahr 2004 zwei der wichtigsten Motive für den Absatz an den Märkten für Unternehmensanleihen; laut Moody's dienten 17% der aufgenommenen



Mittel diesen Zwecken. Dagegen waren im Jahr 2003 nur 5% der aufgenommenen Mittel an Anteilseigner geflossen. Auch bei Fusionen und Übernahmen war im Berichtszeitraum ein Wachstum zu verzeichnen; viele dieser Transaktionen wurden mit Fremdmitteln finanziert. Konsortialkredite für fremdfinanzierte Übernahmen und Management-Buyouts erreichten im vierten Quartal 2004 den absoluten Höchststand von \$ 49 Mrd., mehr als das Doppelte des entsprechenden Vorjahreszeitraums, und die Mittelaufnahme für andere Arten von Übernahmen stieg auf \$ 94 Mrd. (Grafik 1.5).

Diese Zeichen deuten darauf hin, dass die Kreditqualität in den USA ihren Höhepunkt erreicht haben könnte. Tatsächlich fiel das Verhältnis zwischen Heraufstufungen und Herabstufungen von US-Unternehmen durch Moody's Investors Service von 1,1 im dritten Quartal auf 0,7 im vierten Quartal 2004, nachdem es zwei Jahre lang stetig besser geworden war. Firmeninsolvenzen dürften im Jahr 2005 zunehmen, wenn auch nur marginal und vom aussergewöhnlich tiefen Niveau Ende 2004 aus. Dagegen waren in Europa und Japan weiterhin Anzeichen für eine Verbesserung der Bonität zu erkennen, da viele Unternehmen immer noch die Umstrukturierung ihrer Geschäfte und Bilanzen in den Mittelpunkt stellten.

Auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften gab es Anzeichen für eine verbesserte Bonität. Während hohe Rohstoffpreise einigen Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften zugute kamen, unternahmen viele Staaten und Firmen in aufstrebenden Volkswirtschaften konzertierte Anstrengungen, um ihre Verwundbarkeit gegenüber Veränderungen der Marktbedingungen zu verringern. Diese Anstrengungen umfassten sowohl die Verlängerung der Laufzeit ihrer Schulden als auch die Nutzung des wachsenden Marktes für Anleihen in Landeswährung (s. „Der internationale Anleihemarkt“). Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften waren 2004 sehr aktiv an den internationalen Anleihemärkten, doch die aufgenommenen Mittel dienten in erster Linie der Tilgung fälliger Schulden; der Nettoabsatz blieb weit unterhalb seines letzten Höchststands.

Bonität in aufstrebenden Volkswirtschaften weiter steigend

Fusionen beleben Aktienmärkte

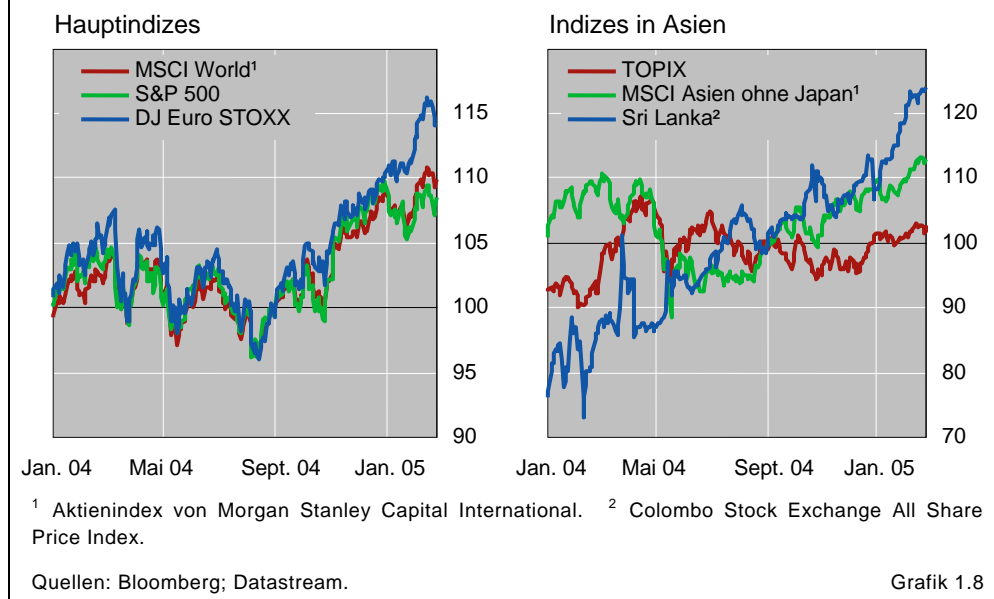
Die Aussicht, dass Unternehmen wieder Fremdkapital aufnehmen würden, verlieh den Aktienmärkten im neuen Jahr zusätzlichen Schwung. Nachdem sie in den letzten Monaten des Jahres 2004 starke Gewinne verzeichnet hatten, reagierten die globalen Aktienmärkte im Februar 2005 mit einer erneuten Hausse auf eine Serie von Fusionen und Übernahmen (Grafik 1.8). Am 15. Februar schloss der MSCI World Index auf dem höchsten Niveau seit August 2001, nachdem er im Jahr 2004 10% und in den ersten sechs Wochen des neuen Jahres weitere 2% zugelegt hatte.

Aktienmärkte auf höchstem Niveau seit 2001 ...

An den Aktien- wie den Kreditmärkten nahm die Risikoaversion der Anleger Anfang 2005 geringfügig zu. In den USA und dem Vereinigten Königreich waren die von Aktienindexoptionen abgeleiteten Messzahlen der effektiven Risikoaversion nach einem Rückgang Ende 2004 wieder höher (Grafik 1.9). Auslöser für diese leichte Stimmungsänderung könnte die Aussicht gewesen

Aktienkurse

In Landeswährung; 1. September 2004 = 100



sein, dass die geldpolitische Straffung in den USA rascher vorangehen könnte als erwartet; nach der Veröffentlichung des Sitzungsprotokolls der Federal Reserve fiel der S&P 500 am 5. Januar um fast 1%. Interessanterweise war in Deutschland kein derartiger Anstieg der effektiven Risikoaversion zu erkennen; hier wird weiterhin erwartet, dass die EZB die Leitzinsen mindestens bis gegen Ende 2005 unverändert lassen wird.

... trotz höherer
olpreise

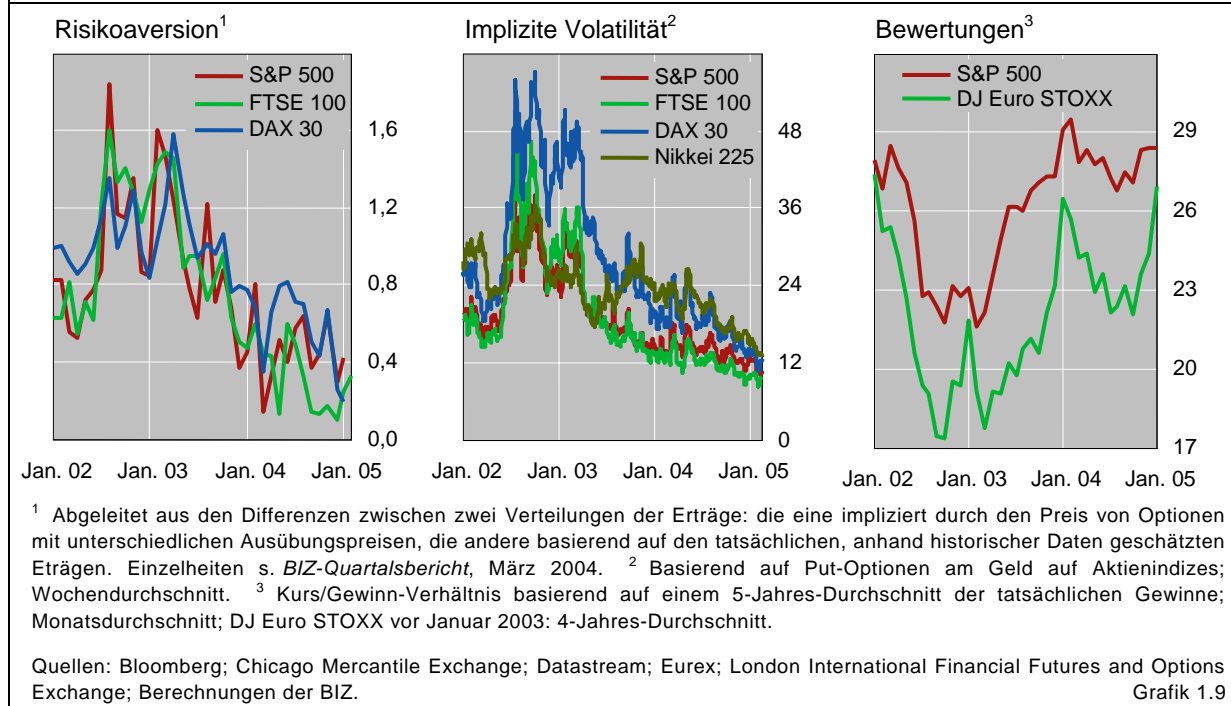
Der rasante olpreisanstieg setzte die Aktienpreise im neuen Jahr unter zusätzlichen Abwärtsdruck. Kaltes Wetter in den USA, Sorgen wegen Unruhen im Irak im Zusammenhang mit den dortigen Wahlen und Gerüchte über Kürzungen der Fördermengen durch die OPEC-Länder trugen im Januar zu einer Verteuerung von Brent Crude um 15% bei. Im Februar zogen die Preise weiter an; Ende Februar näherte sich Brent Crude der Marke von \$ 50/Barrel und damit seinem Höchststand vom Oktober 2004.

überraschend starke Unternehmensgewinne trugen zu einem Stimmungsumschwung bei (Grafik 1.7). Die enttuschenden Ergebnisse von Unternehmen wie dem Aluminiumhersteller Alcoa und dem Biotech-Unternehmen Genentech für das vierte Quartal, aber auch die Gewinnwarnungen der Chiphersteller Advanced Micro Devices und STMicroelectronics hatten die Anleger zunächst beunruhigt. Später wurde ihre Besorgnis durch unerwartet gute Ergebnisse von Intel, Samsung Electronics, IBM, Nokia und anderen führenden Unternehmen gemildert.

Zunahme von
Fusionen und
übernahmen

Die Ankündigung mehrerer milliardenschwerer Fusionen gegen Ende Januar stimmte die Aktienanleger noch zuversichtlicher. Die grösste Transaktion war der Kauf von Gillette durch Procter & Gamble für \$ 55 Mrd., finanziert in Form eines Aktientauschs, aber verbunden mit einem Aktienrückkauf, dessen Wert fast dem halben Kaufpreis entsprach. Weitere umfangreiche Transaktionen waren die Übernahme von Travelers Life & Annuity durch

Risikoaversion, Volatilität und Bewertungen



MetLife für fast \$ 12 Mrd. in bar und Aktien sowie von „Ma Bell“ (AT&T) durch eine ihrer „Baby Bells“, SBC Communications, für \$ 15 Mrd. in Aktien. Die Risikoaversion sank weiter nach dem US-Arbeitsmarktbericht vom 4. Februar, der Befürchtungen einer beschleunigten Anhebung der Leitzinsen durch die Federal Reserve minderte.

Trotz der beschriebenen Schwankungen fielen die historischen und impliziten Volatilitäten an den Aktienmärkten Anfang 2005 auf ihre tiefsten Werte seit fast zehn Jahren (Grafik 1.9). Offenbar setzten die Anleger ungewöhnlich grosses Vertrauen in die Aktienbewertungen. Basierend auf den Gewinnerwartungen entsprach das Kurs/Gewinn-Verhältnis für den S&P 500 Mitte Februar seinem Durchschnittswert von 17 für den Zeitraum 1961–1995. Allerdings waren Gewinnprognosen in der Vergangenheit oft zu optimistisch, und basierend auf dem 5-Jahres-Durchschnitt der tatsächlich erzielten Gewinne lag das Kurs/Gewinn-Verhältnis mit 29 weit oberhalb seines historischen Durchschnittswerts. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis für den DJ Euro STOXX war ähnlich hoch.

In Japan erwiesen sich die Erwartungen hinsichtlich der Stärke des Aufschwungs tatsächlich als zu optimistisch. Selbst als andere wichtige Märkte im vierten Quartal 2004 haussierten, blieb der Tokioter Markt schwunglos, verunsichert durch enttäuschende Berichte über die japanische Wirtschaft. So fiel der TOPIX am 9. Dezember um 1%, als der Bericht über die Auftragslage im Maschinenbau weit schwächer ausfiel als erwartet. Indizien für eine starke Auslandsnachfrage gaben den japanischen Aktien gegen Ende 2004 und nochmals im Februar 2005 Auftrieb. Dennoch blieben die japanischen Aktienkurse selbst nach mehreren positiven Berichten über die Industrieproduktion,

die Verbraucherpreise und neue Wohnbauprojekte Ende Februar unterhalb der Höchststände vom April 2004.

Asiatische Märkte
durch den Tsunami
nicht beeinträchtigt

Im Gegensatz zu Japan haussierten andere asiatische Märkte bis in das neue Jahr hinein. Die Kurse asiatischer Anleihen und Aktien zeigten keine Beeinträchtigung durch den Tsunami, der die Länder um den Indischen Ozean am 26. Dezember traf. Obwohl der Tsunami mit über 250 000 Todesopfern verheerende menschliche Folgen hatte, waren seine Auswirkungen auf die Finanzmärkte relativ gering. Eines der am schwersten betroffenen Länder war Sri Lanka; zusätzlich zu der hohen Zahl der Todesopfer erlitten seine Fischerei und sein Tourismus schwere Schäden. Dennoch erholte sich die Börse Sri Lankas nach einem anfänglichen Einbruch von 4% rasch, teilweise dank eines Stroms von Hilfeleistungen, um die Versorgung der Bevölkerung und den Wiederaufbau zu unterstützen. Ende Februar schloss die Börse Sri Lankas fast 10% höher als vor dem Tsunami, und die Rupie hatte gegenüber dem US-Dollar um 5% aufgewertet (Grafik 1.8).

