

1. Überblick: Verbesserte Aussichten geben den Märkten Auftrieb

Freundlichere Wirtschaftsaussichten unterstützten im Zeitraum Mitte Mai bis Mitte August eine Erholung der Aktien- und der Kreditmärkte. Die Aktienmärkte verzeichneten nach guten Gewinnmeldungen einen Aufschwung und erreichten in Japan und in Europa den höchsten Stand seit mehreren Jahren. An den Kreditmärkten stabilisierten sich die Konditionen, was zum Rückgang der Renditenaufschläge für Unternehmensanleihen von den Spitzenwerten vom Mai beitrug. Gleichzeitig näherten sich die Renditenaufschläge für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften den historischen Tiefständen, die sie früher in diesem Jahr erreicht hatten, obwohl diese Schuldner in grossem Umfang Mittel an den internationalen Anleihemärkten aufnahmen.

Eine Reihe überraschender Nachrichten tat der Dynamik der Märkte kaum Abbruch. Die Terroranschläge in London vom Juli dämpften die Euphorie der Anleger nicht. Unsicherheiten politischer Natur in Brasilien und den Philippinen beeinträchtigten die aufstrebenden Märkte nur vorübergehend. Die seit langem erwartete Aufwertung des chinesischen Renminbi wurde gelassen aufgenommen und hatte nur wenig dauerhafte Auswirkungen auf die Preise an den wichtigsten Finanzmärkten. Schliesslich jedoch trug die Besorgnis über die hohen Erdölpreise dazu bei, dass die Gewinne an den Aktien- und den Kreditmärkten zum Teil wieder verloren gingen.

Die niedrigen Nominalrenditen förderten weiterhin das Interesse der Anleger an risikoreicheren Anlagen. Die langfristigen Renditen stiegen zwar im Zeitraum Ende Juni bis Mitte August an, insbesondere an den Dollar- und Yen-Märkten, als Anzeichen eines robusten Wachstums sichtbar und die Zins-erwartungen nach oben revidiert wurden. Die Renditen vermochten jedoch nicht aus der Bandbreite auszubrechen, in der sie seit einem Jahr gehandelt werden.

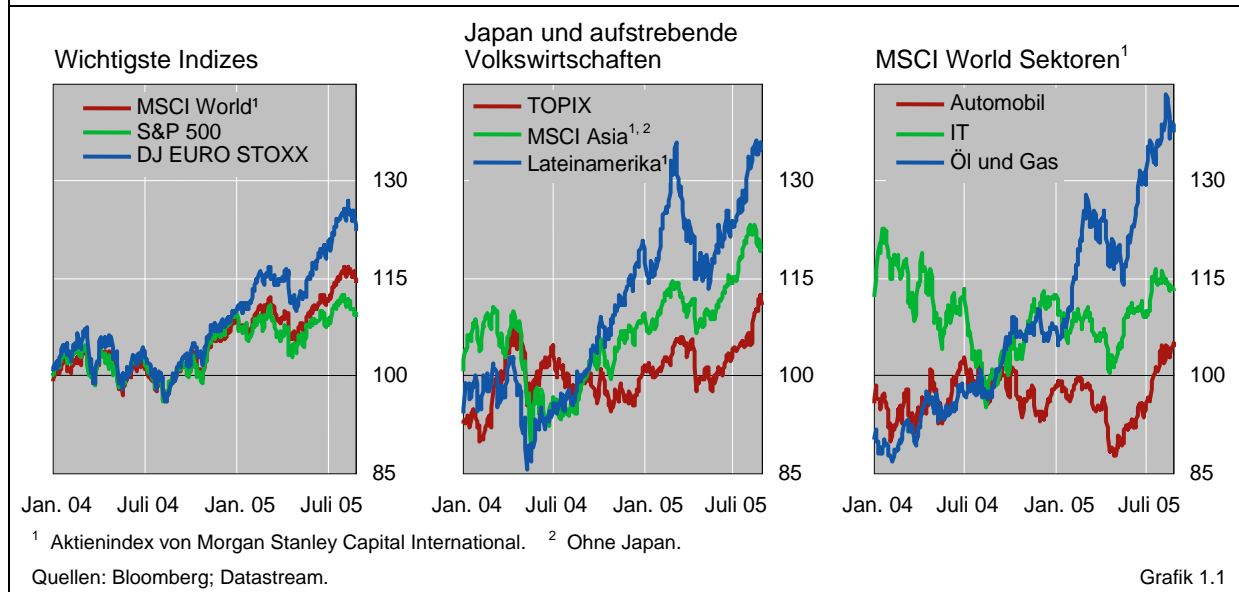
Aufschwung der Aktienmärkte nach guten Gewinnmeldungen

Im Mai begannen die Aktienmärkte kräftig zu steigen und sich von der Verkaufswelle im März und April zu erholen (Grafik 1.1). Der S&P 500 legte bis zum 26. August gegenüber seinem jüngsten Tiefstand vom 13. Mai um gut 4% zu. Der DJ EURO STOXX und der TOPIX stiegen noch stärker und erreichten

Erholung der
Aktienmärkte ...

Aktienkurse nach Region und Branche

In Landeswährung; 1. September 2004 = 100



ihr hohchstes Niveau seit mehreren Jahren. Sie wurden noch übertroffen von den Aktienmärkten in Lateinamerika und den aufstrebenden Ländern Asiens, die im Berichtszeitraum ein Wachstum von 19% bzw. 9% verzeichneten.

Die wichtigste treibende Kraft der Aktienmärkte waren überraschend starke Unternehmensgewinne. Die Anleger hatten erwartet, dass das Gewinnwachstum im Jahr 2005 gegenüber dem aussergewöhnlichen Tempo des Vorjahres nachlassen würde, doch es verlor weniger Schwung als erwartet. In Europa und den USA ergaben die Gewinnmeldungen der Unternehmen für das zweite Quartal 2005 ein Gewinnwachstum von über 10% gegenüber dem Vorjahr – schwächer als vor einem Jahr, doch trotzdem mehrere Prozentpunkte stärker als erwartet. Bei den S&P-500-Unternehmen übertraf die Anzahl der Meldungen unerwartet hoher Gewinne im zweiten Quartal 2005 die der unerwartet niedrigen Gewinne um die grösste Spanne seit März 2004 (Grafik 1.2). Ein ähnliches Bild zeigt sich in Europa. Grosse Einzelhandelsunternehmen wie Amazon und Wal-Mart übertrafen die Erwartungen ebenso wie führende Technologieunternehmen, z.B. Microsoft und eBay. Auch bei den Gewinnen der Automobilhersteller gab es eine Tendenz zu positiven Überraschungen, insbesondere in Europa, wo Fiat und Volkswagen deutlich höhere Gewinne meldeten als von Analysten prognostiziert. Unerwartet gute Gewinne von AIG – dem Versicherungskonzern, der fruhier im Jahr Bilanzunregelmassigkeiten eingeräumt hatte – trugen dazu bei, dass der S&P 500 während der Vormittagssitzung des 10. August um fast 1% zulegte.

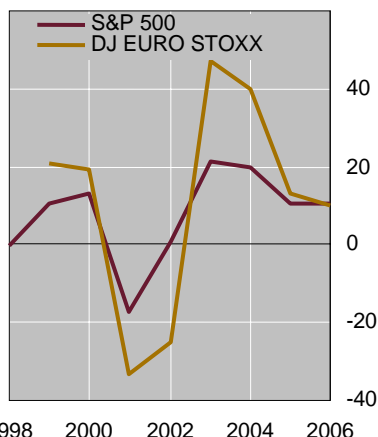
... dank überraschend starker Gewinne ...

Eine Verbesserung der Wirtschaftsaussichten verstärkte den Aufschwung der Aktienmärkte, insbesondere in den USA und Japan. In den USA deutete eine Reihe unerwartet starker Konjunkturindikatoren – darunter die ISM-Zahlen im Juli und August sowie der Arbeitsmarktbericht (ohne Agrarsektor) im August – auf ein weiterhin robustes Wachstum hin (Grafik 1.3). In Japan revi-

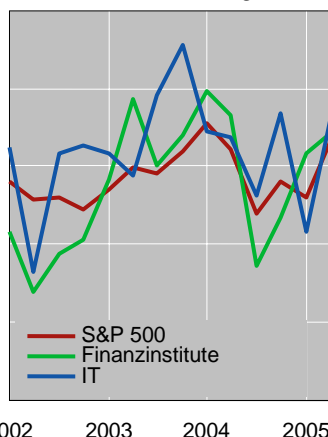
... und guter Wirtschaftsnachrichten ...

Unternehmensgewinne

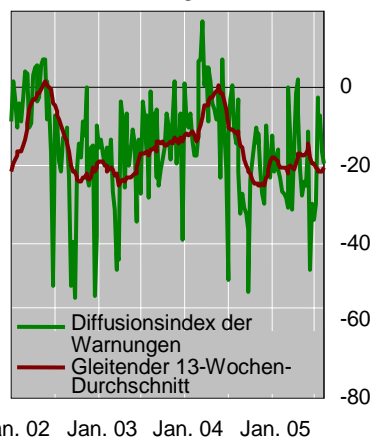
Gewinnwachstum¹



Gewinnüberraschungen^{2,3}



Gewinnwarnungen^{2,4}



¹ Veränderung des gewichteten Durchschnitts der operativen Gewinne pro Aktie gegenüber Vorjahr in Prozent; 2004: Schätzungen; 2005/06: Prognosen. ² Unternehmen des S&P-500-Index. ³ Anzahl der Unternehmen, die über den Erwartungen liegende Quartalsgewinne meldeten, abzüglich der Anzahl der Unternehmen mit hinter den Erwartungen zurückbleibenden Gewinnen; in Prozent der Unternehmen, die Quartalsgewinne meldeten. ⁴ Anzahl der Unternehmen, die ihre Gewinnprognosen nach oben korrigierten, abzüglich der Unternehmen, die ihre Gewinnprognosen nach unten korrigierten; in Prozent der Unternehmen, die ihre Prognosen korrigierten oder unverändert ließen.

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

Grafik 1.2

dierten Ökonomen ihre Wachstumsprognosen angesichts guter gesamtwirtschaftlicher Nachrichten wie der positiven *Tankan*-Erhebung im Juli und der im August gemeldeten ausgezeichneten Auftragslage im Maschinenbau nach oben.

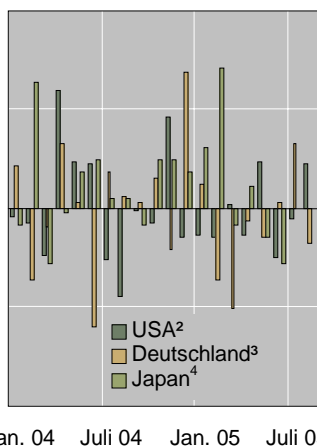
... trotz höherer Ölpreise

Weitere Ölpreissteigerungen dämpften den Optimismus der Anleger zunächst nur wenig. Der Preis für Rohöl des Typs Brent stieg von \$ 47 pro Barrel Mitte Mai stetig an, bis er Mitte August den (nominalen) Rekordwert von \$ 67 erreichte. Steigende Energiepreise waren einer der Faktoren, die Unternehmen bei Warnungen bezüglich der Gewinnprognosen häufig zitierten. Allerdings konnten Unternehmen die steigenden Rohstoff- und Energiekosten in der ersten Jahreshälfte 2005 offenbar mit höheren Verkaufspreisen und weiteren Kostensenkungen auffangen, sodass ihre Gewinnmargen gleich blieben oder sogar wuchsen. Gegen Ende August nahm aber offenbar die Besorgnis der Anleger zu, ob dies auch im zweiten Halbjahr 2005 andauern würde, und die Aktienmärkte büßten einen Teil ihrer Gewinne wieder ein.

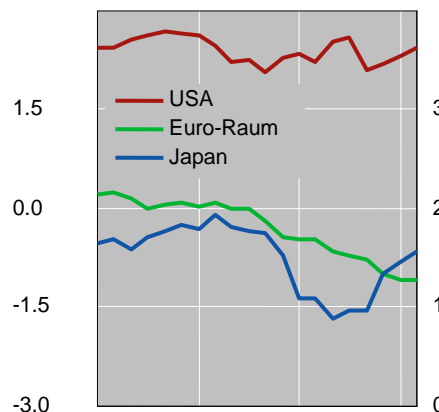
Die Anleger reagierten nach wie vor sensibel auf veränderte Erwartungen bezüglich des Tempos der geldpolitischen Straffung, insbesondere auf Anzeichen einer Überhitzung in den USA, die ein weniger „massvolles“ Tempo erzwingen könnte. Aufwärtskorrekturen der erwarteten Entwicklung der US-Leitzinsen im Juni und Juli brachten den Aufschwung der Aktienmärkte nicht zum Stehen, da sich gleichzeitig die Wachstumsaussichten verbesserten (s. unten). Dagegen verstärkten die unerwartet hohen Beschäftigungszahlen (ohne Agrarsektor) vom 5. August die Besorgnis, die Federal Reserve könnte sich zu einer rascheren Straffung gezwungen sehen, um ein Anwachsen des Inflationsdrucks zu verhindern, und lösten so an jenem Tag einen deutlichen

Gesamtwirtschaftliche Daten

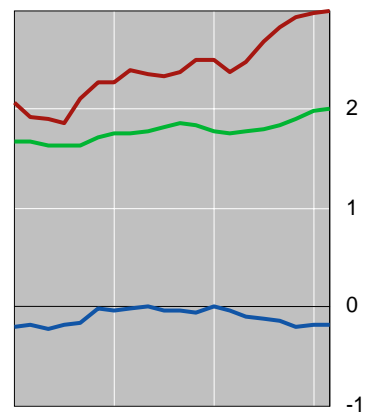
Überraschende Wirtschaftsdaten¹



Wachstumsprognosen für 2005⁵



Inflationsprognosen für 2005⁵



Jan. 04 Juli 04 Jan. 05 Juli 05

Jan. 04 Juli 04 Jan. 05 Juli 05

Jan. 04 Juli 04 Jan. 05 Juli 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 Basis: Monatserhebung zur Industrieproduktion. ⁵ 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

Rückgang an den weltweiten Aktienmärkten aus. Der grösste Anstieg des S&P 500 innerhalb eines Tages während des Aufschwungs betrug 1,2% und wurde am 8. Juli verzeichnet, als der Arbeitsmarktbericht für Juni leicht hinter den Erwartungen zurückblieb und die Besorgnis um eine Konjunkturüberhitzung minderte.

Ein Zeichen für die grundlegende Stärke des Aufschwungs war die Widerstandsfähigkeit der Aktienmärkte gegenüber den Terroranschlägen in London vom 7. Juli. Im Gegensatz zu den Anschlägen des 11. September in den USA wurde in London keine Infrastruktur beschädigt, die der umfangreichen Finanzmarktaktivität der City dient. Infolgedessen wurde der Handel wie gewöhnlich fortgesetzt. Zwar gaben der FTSE und der DJ EURO STOXX am Tag des Anschlags um rund 1½% nach, doch der Abwärtstrend kehrte sich bald um, und beide Indizes erreichten innerhalb von wenigen Tagen wieder ihr vorheriges Niveau. In scharfem Gegensatz stand dies auch zu dem Madrider Terroranschlag vom März 2004, von dem sich die Indizes erst nach mehr als einem Monat erholten.

Auch die Aufwertung des chinesischen Renminbi am 21. Juli (s. Kasten auf S. 8) vermochte die Aktienmärkte nicht zu beeinträchtigen. Zwar brachen die Aktien japanischer Exporteure nach der Aufwertung zunächst ein, da damit gerechnet wurde, dass eine erhebliche Aufwertung der japanischen Währung folgen könnte. Am Tag der Aufwertung legte der Yen gegenüber dem US-Dollar 2% zu, und die Börse von Tokio fiel bei ihrer Eröffnung am folgenden Tag um über ½%. Doch diese Aufwertung des Yen erwies sich als kurzlebig, und damit auch die Wirkung auf die Börse: In weniger als einer Woche hatte sie die Niveaus vor der Aufwertung wieder erreicht. Andere Märkte Asiens tendierten

Märkte widerstandsfähig angesichts der Londoner Terroranschläge ...

... und der Aufwertung des chinesischen Renminbi

an den Tagen nach Bekanntgabe der Aufwertung nach oben, und Chinas Markt für A-Aktien schnellte um 2,5% empor. In den USA und Europa reagierten die Märkte kaum.

In Japan versetzten in der ersten Augustwoche Unsicherheiten politischer Art die Börse von Tokio in Unruhe. Als die Erwartungen stiegen, dass das Gesetz zur Privatisierung der Post abgelehnt werden würde, brachen die Kurse am 5. August massiv ein. Nach der Ablehnung des Gesetzesvorschlags am 8. August und der Ankündigung von Neuwahlen bekamen die japanischen Aktien jedoch wieder Aufwind.

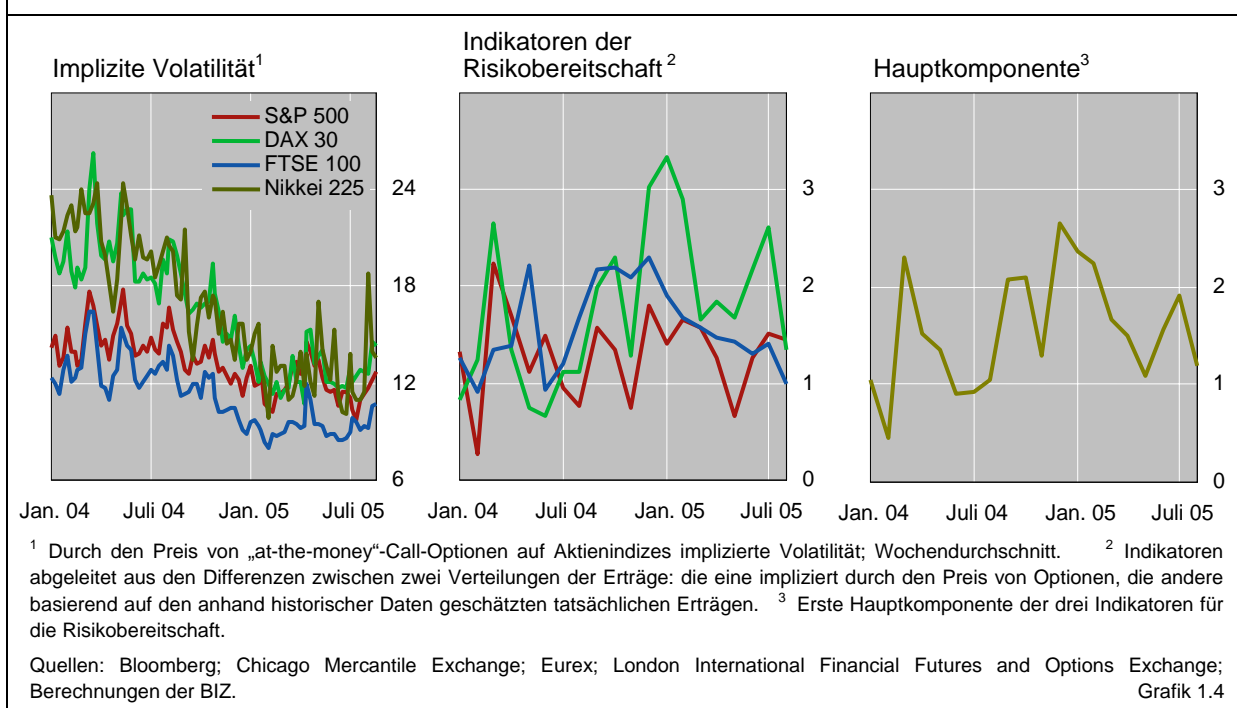
Risikobereitschaft weiterhin gedämpft ...

Beim Aufschwung an den weltweiten Aktienmärkten spielte, im Gegensatz zu den unerwartet guten Unternehmensgewinnen, eine deutlich höhere Risikobereitschaft offenbar kaum eine Rolle (Grafik 1.4). Im Spätfrühling und Frühsommer hatten aus den Preisen für Aktienindexoptionen und ihrer Beziehung zur realisierten Volatilität abgeleitete Messgrößen zwar einen steilen Anstieg der Risikobereitschaft in den USA und Deutschland erkennen lassen, doch diese Indizes gaben im August wieder nach, als die impliziten Volatilitäten zunahmen. Die Hauptkomponente für Messgrößen der Risikobereitschaft, die auf dem DAX, dem FTSE und dem S&P 500 basiert, war im August auf einem ähnlichen Niveau wie nach der Verkaufswelle an den Aktienmärkten im März und April und weit unterhalb der geschätzten Höchstwerte vom Jahresende 2004.

... und Kurs-Gewinn-Verhältnis nahe historischen Durchschnittswerten

Die relativ gedämpfte Risikobereitschaft erklärt vielleicht, warum das auf Gewinnerwartungen basierende Kurs-Gewinn-Verhältnis an den wichtigsten Aktienmärkten trotz der Hausse dem historischen Durchschnitt entsprach. Basierend auf einem erwarteten Gewinnwachstum von 11% während des

Volatilität und Risikobereitschaft an Aktienmärkten



nächsten Jahres betrug das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den S&P 500 im August rund 15 (Durchschnitt der 1990er Jahre zum Vergleich: 16). In der Vergangenheit haben Analysten das Gewinnwachstum tendenziell überschätzt, und so könnten sich die aktuellen Prognosen noch als optimistisch erweisen. Andererseits haben in den letzten Quartalen die tatsächlichen Gewinne die Prognosen der Analysten übertroffen.

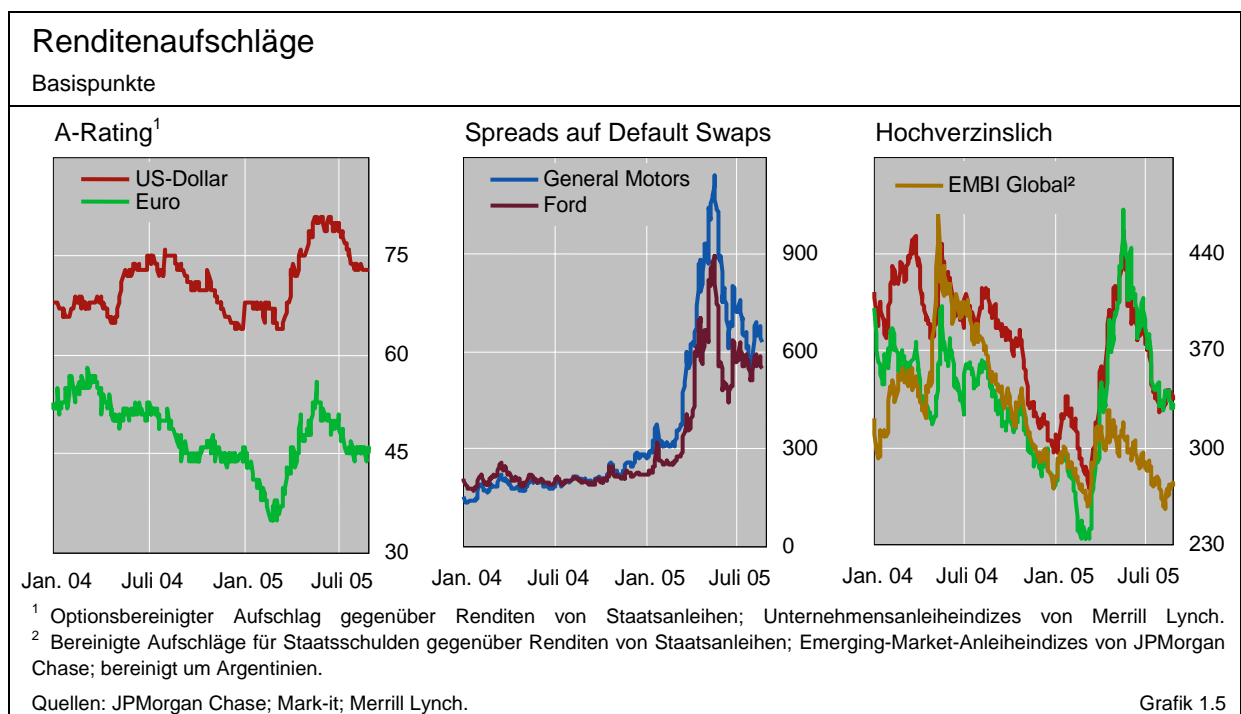
Erholung der Kreditmärkte

Die an den Aktienmärkten beobachtete Erholung der Anlegerstimmung prägte auch die Kreditmärkte. Nach der Ausweitung von Mitte März bis Mitte Mai gingen die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen und Credit Default Swaps während der drei Folgemonate stetig zurück. Der Aufschlag von Unternehmensanleihen mit A-Rating gegenüber US-Schatztiteln, der von 65 Basispunkten am 16. März auf 81 Basispunkte am 18. Mai gestiegen war, fiel bis zum 26. August auf 73 Basispunkte zurück (Grafik 1.5). Noch besser entwickelten sich die Aufschläge bei hochrentierenden Unternehmensanleihen. Sie gingen bis zum 26. August auf 334 Basispunkte zurück und standen damit nur 63 Basispunkte über ihrem Tiefstwert vom März und 123 Basispunkte unter ihrem Höchstwert vom Mai.

Dass die Turbulenzen an den Märkten für Kreditderivate Anfang Mai – ausgelöst durch die Herabstufung von General Motors und Ford – nur begrenzt auf andere Kreditmarktsegmente übergreifen hatten, trug dazu bei, das Vertrauen der Anleger Ende Mai und im Juni zu stabilisieren. Befürchtungen um Finanzierungsprobleme eines oder mehrerer grosser Finanzinstitute und um Liquidierungen von Hedge-Fonds-Vermögenswerten erwiesen sich als unbegründet. Zwar erlitten einzelne Hedge-Fonds – insbesondere solche, die

Stetiger Rückgang der Kreditrisikoaufschläge ...

... dank begrenzter Spillover-Effekte der Turbulenzen an den Kreditderivatmärkten im Frühjahr



Arbitragegeschäfte mit Wandelanleihen getätigt hatten – im ersten Halbjahr grosse Verluste und wurden liquidiert; insgesamt verzeichneten die Hedge-Fonds im zweiten Quartal jedoch weiterhin einen Nettozufluss an neuen Mitteln. Am Markt für Indexranchen kehrte die Liquidität nur langsam zurück, und Meldungen zufolge lösten „leveraged loans“ (besicherte Kredite an Unternehmen mit Rating unterhalb Anlagequalität) zunehmend synthetische Instrumente als wichtigste Besicherungen bei Neuemissionen von CDO („collateralised debt obligations“; forderungsgedeckten Schuldverschreibungen) ab. Dennoch gewann der CDO-Absatz nach der Flaute vom Mai im Juni und Juli wieder kräftig an Fahrt. Das Funktionieren der Märkte für Kreditderivate dürfte also keinen dauerhaften Schaden genommen haben.

Nach den Ereignissen im Mai 2005 bleibt allerdings die offene Frage, wie die Kreditmärkte auf eine allgemeine Verschlechterung der Kreditqualität reagieren könnten. Zweifellos haben Kreditderivate die Liquidität der Kreditmärkte insgesamt verbessert und das Management und die Überwachung von Kreditrisiken erleichtert. Gleichzeitig ist es angesichts der Komplexität einiger Produkte und der entsprechenden Risikomanagementsysteme, der zunehmenden Präsenz von fremdfinanzierten Akteuren an den Kreditmärkten und der Möglichkeit, dass die Anlagestrategien vielleicht weniger diversifiziert sind als erwartet, schwierig vorherzusagen, wie die Kreditmärkte unter angespannteren Bedingungen funktionieren würden.

Neues Vertrauen
dank starker
Fundamentaldaten

Trotzdem bleibt die Wahrscheinlichkeit einer breiten Bonitätsverschlechterung in naher Zukunft gering. Das starke Wirtschafts- und Gewinnwachstum der letzten Monate hat dazu beigetragen, das Vertrauen der Kreditanleger in die Entwicklung der Bonität nach der Verkaufswelle wieder zu stärken. Zwar zog die kurzfristige Mittelaufnahme in den letzten Quartalen an, insbesondere bei US-Unternehmen, und das Verhältnis der Rating-Heraufstufungen zu den Herabstufungen scheint Anfang 2005 seinen Scheitelpunkt erreicht zu haben. Auch erwartet Standard & Poor's, dass die Ausfallquoten bei Schuldnern mit spekulativem Rating im Laufe des nächsten Jahres allmählich ansteigen werden. Prognosen zufolge dürften die Ausfallquoten jedoch deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt bleiben. Tatsächlich sind die Bilanzen der Unternehmen in den USA, Europa und Japan nach wie vor solider als seit vielen Jahren.

Automobilbranche
als Anführer des
Aufschwungs

Ebenso wie bei der Verkaufswelle der Vormonate waren auch bei dem jüngsten Aufschwung an den Kreditmärkten die Automobilhersteller führend (Grafik 1.5). Obwohl General Motors und Ford von der Mehrheit der wichtigsten Agenturen auf ein Rating unterhalb der Anlagequalität herabgestuft wurden, haben Schuldtitel der beiden Unternehmen noch immer einen erheblichen Anteil an vielen Portfolios und dienen als Referenztitel in zahlreichen strukturierten Produkten. Ermutigend für die Anleger waren Bemühungen von General Motors um ein höheres Rating, möglicherweise mit Anlagequalität, für seine Finanztochter General Motors Acceptance Corporation (GMAC).

Leben mit dem neuen Renminbi-Wechselkursregime

Guonan Ma, Corrinne Ho, Robert McCauley und Eli Remolona

Am Donnerstag, dem 21. Juli 2005, gab die People's Bank of China (PBC) bekannt, dass der Wechselkurs des Renminbi von einer De-facto-Koppelung an den US-Dollar auf kontrolliertes Floaten auf der Basis eines Währungskorbs umgestellt werde. Darüber hinaus wurde er gegenüber dem Dollar um 2% aufgewertet, und es wurde eine tägliche Schwankungsbandbreite von $\pm 0,3\%$ für den bilateralen Dollarwechselkurs festgelegt. An den folgenden Tagen verdeutlichte die PBC ihre Absichten hinsichtlich weiterer Wechselkursänderungen und nannte die im Korb enthaltenen Währungen. Dieser Kasten bietet einen Überblick über die Entwicklungen an den Finanzmärkten nach Bekanntwerden der Umstellung und erörtert einige mögliche Gründe für die – bis jetzt – relativ begrenzten Auswirkungen des neuen Wechselkursregimes.

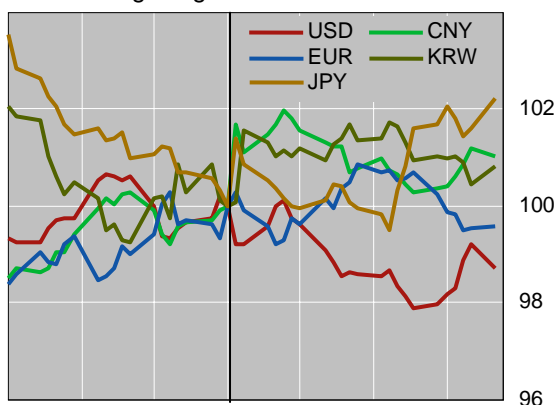
Die Devisenmärkte verkrafteten diesen lang erwarteten politischen Schritt mühelos. In Asien reagierten die Währungen zunächst reflexartig, aber geordnet. Fünf asiatische Währungen vollzogen anfänglich die Erhöhung des Renminbi-Kassakurses mit: der koreanische Won, der Yen, der thailändische Baht, der Singapur-Dollar und der Neue Taiwan-Dollar. Die Reaktionen der anderen asiatischen Währungen waren relativ mild, die des Euro und des australischen Dollars gedämpft. Der 1-Jahres-Terminkurs des Hongkong-Dollars bewegte sich um nur 0,2%, während der Kassakurs des malaysischen Ringgit gegenüber dem Dollar knapp 1% zulegte.

Abgesehen vom ersten Tag nach der Ankündigung vom 21. Juli schienen die Entwicklungen wie zuvor von Bewegungen der Hauptwährungen bestimmt, insbesondere des Währungspaares Yen/Dollar. In gewogener Betrachtung werteten drei der „Hauptwährungen“ im Korb der PBC – der Yen, der Euro und der Won – in den folgenden Wochen auf, der Dollar hingegen ab. Der nominale gewogene Aussenwert des Renminbi erhöhte sich gegenüber dem Wert vor der Umstellung moderat, doch Ende August hatte er seit der Aufwertung um 2% wieder um rund 0,5% nachgegeben (Grafik A).

Die grossen Anleihemärkte der Welt blieben von der Änderung der Währungspolitik weitgehend unberührt; es kam lediglich zu einigen kurzfristigen Schwankungen. In den ersten Londoner und New Yorker Börsenstunden nach der Meldung stieg die Rendite der 10-jährigen US-Schatztitel, die als Benchmark dienen, um 10 Basispunkte. Dies ist zwar eine starke Reaktion auf eine Nachricht von den Devisenmärkten, entspricht aber der normalen Reaktion auf einen US-Arbeitsmarktbericht (ohne Agrarsektor) mit einer durchschnittlichen positiven Überraschung, d.h. mit einer um 80 000 höheren Kennzahl als erwartet. Diese erste Reaktion schien auf die Erwartung hinzudeuten, dass die Nachfrage Chinas nach US-Schatzpapieren infolge des neuen Renminbi-Regimes sinken würde. Als die US-Anleiherenditen jedoch weiter nach oben tendierten, deutete dies eher auf robuste Wirtschaftsdaten und eine mögliche Straffung der Geldpolitik durch die Fed hin als auf Erwartungen einer veränderten Nachfrage aus China.

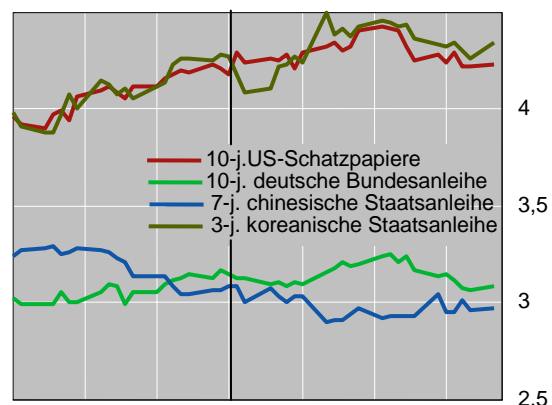
Gewogener Aussenwert der Währung und Renditen von Staatsanleihen¹

Nominaler gewogener Aussenwert²



23. Juni 2. Juli 11. Juli **20. Juli** 29. Juli 7. Aug. 16. Aug.

Renditen von Staatsanleihen³



23. Juni 2. Juli 11. Juli **20. Juli** 29. Juli 7. Aug. 16. Aug.

¹ Die vertikalen Linien zeigen die letzten Schlusskurse vor der Bekanntgabe an. ² 20. Juli 2005 = 100. ³ Prozent.

Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder; BIZ.

Grafik A

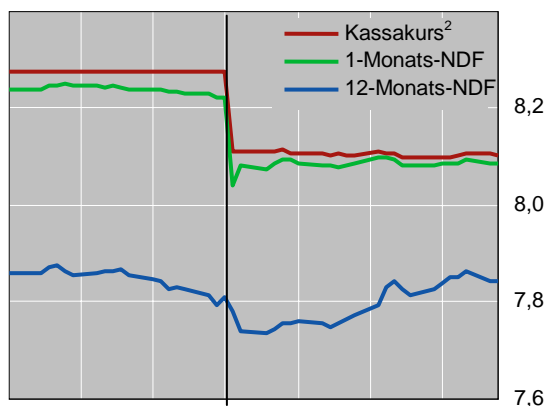
Ein wahrscheinlicher Grund für die relativ verhaltene Reaktion der Finanzmärkte war, dass die Meldung 12 Wochen nach einer kurzen Episode erfolgte, die von den Marktteilnehmern als „Probelauf“ eingestuft wurde. Am 29. April stieg der Renminbi über seine enge De-facto-Handelsbandbreite hinaus und verharrte 20 Minuten lang ausserhalb des Bandes. Viele Marktteilnehmer glaubten, dies sei schon die Änderung des Wechselkursregimes und reagierten entsprechend. Zu jenem Zeitpunkt bewegten sich der australische Dollar, der Won und der Yen am stärksten: Sie legten um rund 90% der Aufwertung des 1-jährigen Renminbi-NDF („non-deliverable forward“; Terminkontrakt ohne Lieferung) zu. Am Markt für US-Schatztitel kam es nach dem 29. April ebenfalls zu einer kurzen Verkaufswelle.

Dass sich die Renminbi-Aufwertung so moderat auswirkte, kann durchaus auch auf Vorbereitungen sowohl der chinesischen als auch anderer Währungsbehörden zurückzuführen sein. Im Rückblick fokussierten die frühzeitigen operativen Feinabstimmungen am Currency Board, welche die Hong Kong Monetary Authority im vergangenen Mai vornahm, die Erwartungen, wenn auch um den Preis einer gewissen Abwanderung von Landeswährungs-Marktgeschäften an konkurrierende Dollarmärkte. Dass die Bank Negara Malaysia innerhalb von Stunden auf die chinesische Massnahme reagierte, indem sie ebenfalls eine Umstellung des Wechselkursregimes bekannt gab, liess den Marktteilnehmern keine Zeit zu spekulieren, wann die nächste Bindung an den Dollar aufgegeben würde. Trotzdem schnellten Malaysias Währungsreserven im Juli um annähernd \$ 3,5 Mrd. empor, da es Mittelzuflüsse in den inländischen Anleihemarkt mit Dollar-käufen absorbierte, hauptsächlich am 22. Juli. In China wurde das Anwachsen der Reserven im Juli dadurch verstärkt, dass Gebietsansässige eine weitere Aufwertung fürchteten und daher fast 5 Mrd. an Deviseneinlagen bei Banken in China abzogen, obwohl am 21. Juli die Zinsen auf Dollarbankeinlagen um 50 Basispunkte angehoben wurden. Am 23. August erhöhte die PBC den selben Einlagensatz um weitere 37,5 Basispunkte.

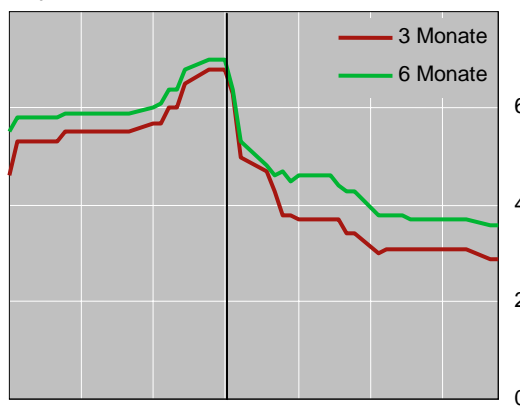
Bislang konnte die PBC die Erwartungen der Märkte so steuern, dass der Dollarausverkauf, mit dem viele unter diesen Umständen vielleicht gerechnet hätten, vermieden wurde. Nach der Bekanntgabe der Umstellung zeigte die Reaktion des Renminbi-NDF auf den Anstieg des Kassakurses um 2% bei Markteröffnung, dass die Überraschung wohl hauptsächlich im Zeitpunkt der Meldung gelegen hatte. Wie aus Grafik B ersichtlich, bewegte sich zwar der 1-Monats-NDF über Nacht um etwa 2%, der 12-Monats-NDF legte dagegen nur rund 500 pips (bzw. 0,7%) zu, was auf nur geringe Auswirkungen auf das für den einjährigen Horizont erwartete Niveau des Renminbi-Kassakurses hindeutet. Tatsächlich liess der einjährige Outright-Terminkurs, der am Vorabend der Meldung auf eine Aufwertung von 7% gegenüber dem aktuellen Dollar-Kassakurs hinzudeuten schien, Ende August nur noch eine Aufwertung von 3% erwarten. Angesichts des langsamen Tempos der Aufwertung am Kassamarkt in dieser Zeit zeigte sich auch im Handel mit kürzer laufenden NDF-Kontrakten eine allmähliche Beruhigung der Erwartungen bezüglich weiterer Aufwertungen in naher Zukunft.

Wechselkurs, NDF und implizite Volatilität des Renminbi¹

Kassakurs und NDF



Implizite Volatilität³



23. Juni 2. Juli 11. Juli 20. Juli 29. Juli 7. Aug. 16. Aug.

23. Juni 2. Juli 11. Juli 20. Juli 29. Juli 7. Aug. 16. Aug.

¹ Die vertikalen Linien zeigen die letzten Schlusskurse vor der Bekanntgabe an. ² Renminbi je Einheit US-Dollar. ³ Jahresbasis, Prozent.

Quellen: Bloomberg; HSBC; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik B

Obwohl die Renminbi-Optionsmärkte nicht sonderlich liquide sind, vermitteln auch sie den Eindruck massvoller Erwartungen. Die implizite Volatilität der Renminbi-NDF hatte schon bei mehreren früheren Episoden erhöhter Sensibilität gegenüber der Möglichkeit einer Wechselkursregime-Änderung mit Ausschlägen reagiert. Sie schnellte Ende November 2004 hoch, nachdem ein chinesischer Entscheidungsträger US-Daten kommentiert hatte, gemäss welchen chinesische Gebietsansässige in geringem Umfang US-Schatzpapiere gekauft hatten. Eine weitere Spitze folgte nach den oben erörterten Ereignissen vom 29. April. Im Vorfeld des 21. Juli wurden Optionen teurer, sodass der Eindruck höherer Volatilität vor der Umstellung entstand. Doch die Bekanntgabe selbst führte tatsächlich zu einem Rückgang der Ex-ante-Volatilität, die aus Optionen am Geld auf Renminbi-NDF ersichtlich ist. Die implizite Volatilität fiel von rund 7% am Vorabend der Bekanntgabe auf unter 4% Mitte August. Offensichtlich räumte die Bekanntgabe einen Teil der Ungewissheit hinsichtlich des neuen Wechselkursregimes aus, und vielleicht deutete sie auch darauf hin, dass die Volatilität bei diesem Regime geringer sein würde als erwartet. Eine niedrigere implizite Volatilität steht auch in Einklang mit der ruhigen Entwicklung des einjährigen Renminbi-NDF nach der Bekanntgabe, die ein Anzeichen für relativ stabile langfristige Erwartungen ist.

Die chinesischen Währungsbehörden haben offenbar den Übergang zu einem flexibleren Regime bislang so gemeistert, dass er sich relativ begrenzt auf die Finanzmärkte und die kurzfristigen Markterwartungen auswirkte.

Nicht einmal die anhaltende Stärke fremdfinanzierter Übernahmen (leveraged buyouts, LBO) schien die Anleger zu verunsichern. Im ersten Halbjahr 2005 erreichten LBO ihren höchsten Stand seit den 1980er Jahren (Grafik 1.6). Zudem stieg der Umfang der Operationen. LBO hatten zwar im zweiten Quartal zu der Verkaufswelle an den Kreditmärkten beigetragen, doch schienen die Bedenken darüber im Juni und Juli nachzulassen. Im Mai kündigten Anleger einen Plan an, für € 12 Mrd. eine Mehrheitsbeteiligung an der italienischen Mobilfunkgesellschaft Wind zu erwerben. Im Juli hatten Private-Equity-Anleger wenig Mühe, an den Märkten für hochrentierende Anleihen und Leveraged Loans die Finanzierung der Übernahme von SunGard Data Systems zu arrangieren. Mit \$ 11 Mrd. war dies die umfangreichste abgeschlossene LBO seit der Übernahme von RJR Nabisco im Jahr 1989.

Bedenken über
LBO schwinden ...

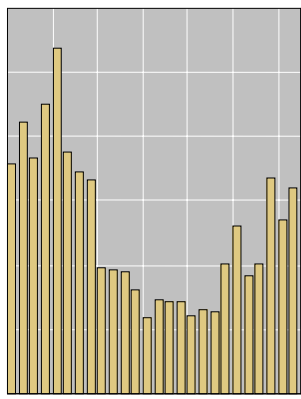
Es ist ein Zeichen für die Solidität der Unternehmensbilanzen, dass Private-Equity-Anleger jetzt Chancen sehen, den Fremdkapitalanteil in Unternehmen wieder zu erhöhen. Ein vielleicht noch wichtigerer Motor dieser Aktivität könnte jedoch das Streben der Anleger nach höheren Erträgen bzw. die daraus folgende leichte Verfügbarkeit von Finanzierungen sein. Pensionsfonds und andere Anleger haben in den letzten Jahren nicht nur ihr Engagement in Hedge-Fonds erweitert, sondern auch erhebliche Beträge in Private-Equity-Fonds, insbesondere auf LBO spezialisierten Fonds angelegt. Im ersten Halbjahr 2005 flossen weltweit annähernd \$ 36 Mrd. in LBO-Fonds – 74% mehr als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Gleichzeitig kauften die Anleger bereitwillig für LBO begebene Schuldtitel, die oft von sehr geringer Kreditqualität sind. Ein Beispiel sind die PIK-Anleihen („payment-in-kind“-Anleihen), die während des letzten Jahres von mehreren europäischen Unternehmen begeben wurden: Die Tilgung erfolgt durch Übergabe anderer Anleihen, da das Unternehmen voraussichtlich nicht über einen für den Schuldendienst ausreichenden Cashflow verfügen wird. Mit Anleihen dieser Art können Private-Equity-Anleger ihr investiertes Kapital rasch zurückgewinnen.

... und Private-
Equity-Anleger
nutzen Chancen

Fusionen und Übernahmen

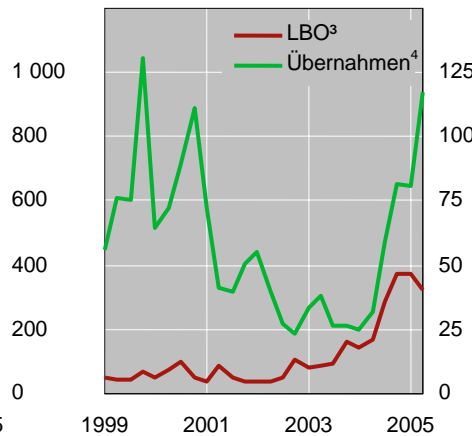
Mrd. US-Dollar

Ankündigungen¹



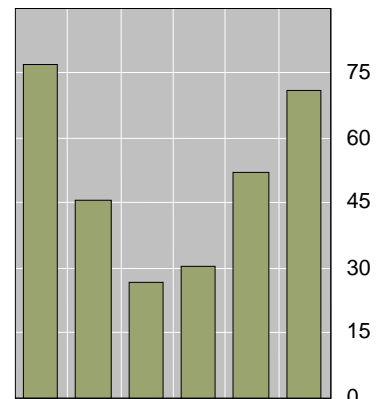
1999 2001 2003 2005

Finanzierung²



1999 2001 2003 2005

Buyout-Fonds⁵



2000 2002 2004

¹ Weltweit angekündigte Fusionen und Übernahmen. ² Bereitgestellte Konsortialkredite. ³ Fazilitäten für fremdfinanzierte Übernahmen (LBO) und Management-Buyouts. ⁴ Kreditlinien und Fazilitäten für Übernahmen. ⁵ Von Private-Equity-Fonds mit Schwerpunkt LBO, Mezzanine- oder Turnaround-Finanzierungen sowie Rekapitalisierungen; 2005: erstes Halbjahr hochgerechnet.

Quellen: Bloomberg; Dealogic Loanware; National Venture Capital Association; Thomson Venture Economics; Berechnungen der BIZ. Grafik 1.6

Weltweite Zunahme von Fusionen und Übernahmen

Noch rasanter als LBO durch Private-Equity-Fonds nahmen in den letzten Monaten Fusionen und Übernahmen durch Unternehmen zu. Nach mehreren verhaltenen Jahren erreichten sie (einschl. LBO) im zweiten Quartal den zweithöchsten Stand seit dem vierten Quartal 2000 (Grafik 1.6). Die intensivierte Aktivität war nicht auf die USA beschränkt, sondern tatsächlich global. Sie schloss Europa und Japan ein, und auch Unternehmen aufstrebender Volkswirtschaften gingen auf die Suche nach Akquisitionen. So boten chinesische Unternehmen beim Kauf mehrerer bekannter US-Unternehmen mit, wenn auch letztlich erfolglos. Bei nachlassendem Gewinnwachstum (wenn auch auf sehr hohem Niveau) geraten die Unternehmen unter Druck seitens der Aktienanleger, ihren Cashflow einzusetzen, um das steile Gewinnwachstum der letzten Jahre aufrecht zu erhalten. Übernahmen scheinen hierfür eine Strategie von steigender Attraktivität zu sein. Sofern Fusionen und Übernahmen die verheissenen Synergien bewirken und das Gewinnwachstum stärken, sind sie den Interessen der Geldgeber nicht abträglich. Die vorangegangene Fusionswelle von 1999/2000 hatte allerdings tendenziell eher Wertvernichtung als Wertschöpfung zur Folge. Sollte die jüngste Zunahme von Fusionen und Übernahmen dazu führen, dass der Fremdkapitalanteil der Unternehmensbilanzen wieder steigt, könnte sie noch zu einer Verschlechterung der Kreditbedingungen beitragen.

Aufstrebende Volkswirtschaften in der Gunst der Anleger

Renditenaufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften rasch wieder bei historischen Tiefständen ...

Die Renditenaufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften wurden von den Turbulenzen an den Kreditmärkten im Mai weniger in Mitleidenschaft gezogen als diejenigen auf Unternehmenstitel. Infolgedessen gelangten sie früher als diese – Mitte April – an ihren Scheitelpunkt und erreichten auch früher wieder

ihre vorherigen Tiefstände, nämlich schon Anfang August. Am 26. August schloss der EMBI Global (ohne Argentinien) mit 272 Basispunkten etwa 55 Basispunkte unterhalb seiner Spitze vom April und nur wenig über seinem (historischen) Tiefstand vom März.

In einigen Ländern wirkten sich Unsicherheiten politischer Natur ungünstig auf die Renditenaufschläge aus. Die Aufschläge für philippinische Dollarstaatsanleihen kletterten von etwa 440 Basispunkten Mitte Juni auf fast 470 Basispunkte Anfang Juli, während die Aufschläge für die meisten anderen staatlichen Schuldner zurückgingen. Das Vertrauen der Anleger in die Philippinen litt unter Rücktrittsforderungen an die Staatspräsidentin, aber auch Rückschlägen in den Bemühungen der Regierung um eine Steuerreform. Angesichts der Besorgnis über die Folgen anhaltender politischer Unsicherheit für die bereits schwache Haushaltslage stellten Standard & Poor's und Fitch ihren Rating-Ausblick für die Philippinen Mitte Juni auf „negativ“.

... trotz einzelner politischer Unsicherheiten

In Brasilien zwangen Korruptionsvorwürfe mehrere hochrangige Vertreter der Regierungspartei zum Rücktritt. Aufgrund politischer Schwierigkeiten koppelten sich die Zinsaufschläge auf brasilianische Schuldtitel mehrfach von denjenigen für aufstrebende Volkswirtschaften ab, z.B. Ende Juli und erneut Ende August. Insgesamt schienen die Anleger jedoch nicht allzu besorgt über die Probleme der Regierung. Ende Juli war die Nachfrage nach brasilianischen Schuldtiteln sogar so stark, dass die Regierung den grössten Teil ihrer umlaufenden Brady-Anleihen zurückkaufen konnte. Brasilien löste \$ 4,4 Mrd. an C-Anleihen – einst die am aktivsten gehandelten Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften – durch Eurobonds ab. Diese Operation zeigte in aller Deutlichkeit, wie sehr sich die brasilianischen Fundamentaldaten seit den Umschuldungen in den 1980er und frühen 1990er Jahren verbessert haben. Damals hatte die Emission von Brady-Anleihen dazu beigetragen, dass Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften in den frühen 1990er Jahren als eigene Anlagekategorie definiert wurden. Seither ist der Markt gereift: Der Umlauf an Brady-Titeln ging von einem Spitzenvolumen von rund \$ 150 Mrd. am Jahresende 1996 auf unter \$ 50 Mrd. Mitte 2005 zurück und macht nun noch knapp 5% aller internationalen Anleihen von aufstrebenden Volkswirtschaften aus.

Brasilien löst Brady-Anleihen ab ...

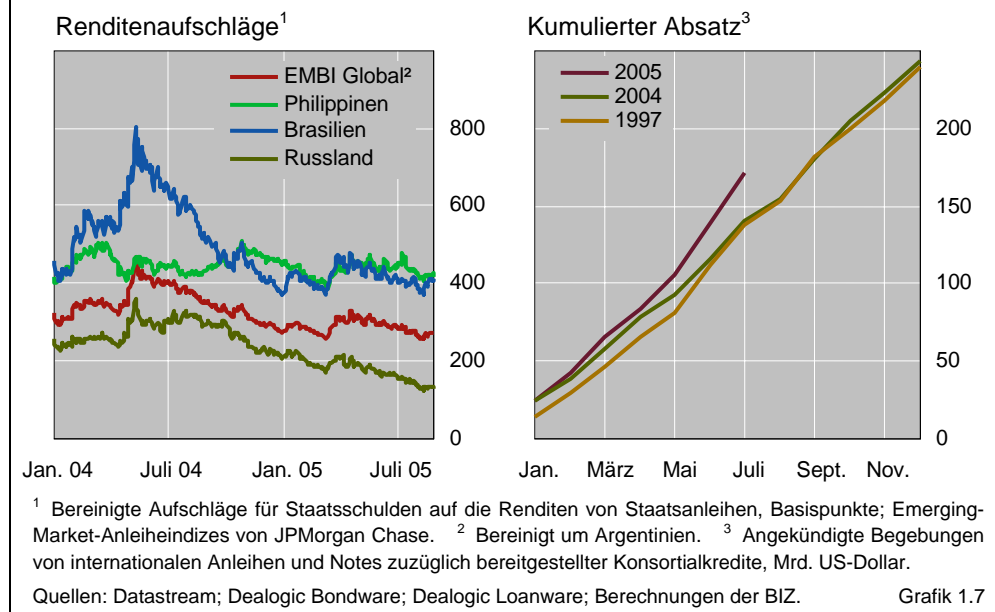
Auch Russland suchte die Wende in seiner Kreditwürdigkeit durch einen Schuldenabtausch zu dokumentieren. Im Mai verpflichtete es sich, eine Schuld von \$ 15 Mrd. aus der Zeit der UdSSR gegenüber dem Pariser Club staatlicher bilateraler Gläubiger vorzeitig zu tilgen. Erleichtert wurde diese Rückzahlung durch hohe Ölpreise, mit deren Hilfe sich Russlands Haushaltslage seit dem Zahlungsmoratorium des Staates im Jahre 1998 erheblich verbessern konnte.

... und Russland zahlt Schulden aus der Zeit der UdSSR zurück

Andere Länder nutzten die günstigen Finanzierungsbedingungen zur vorgezogenen Mittelbeschaffung. Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen in den ersten sieben Monaten des Jahres 2005 einen Rekordbetrag an den internationalen Anleihe- und Kreditmärkten auf – 22% mehr als im entsprechenden Vorjahreszeitraum (Grafik 1.7). Darüber hinaus zeigten sich ausländische Anleger zunehmend interessiert an Schuldtiteln in Landeswährung (s. „Der internationale Anleihemarkt“). Attraktiv waren für sie die hohen

Wachsendes Interesse an Schuldtiteln in Landeswährung

Aufstrebende Volkswirtschaften



Zinssätze an manchen lokalen Märkten, in einigen Fällen aber auch eine erwartete Aufwertung der Landeswährung gegenüber dem US-Dollar. Mexiko, einst einer der grössten Schuldner an den internationalen Märkten, deckt seinen Mittelbedarf mittlerweile hauptsächlich durch den Absatz von Schudtiteln in Landeswährung.

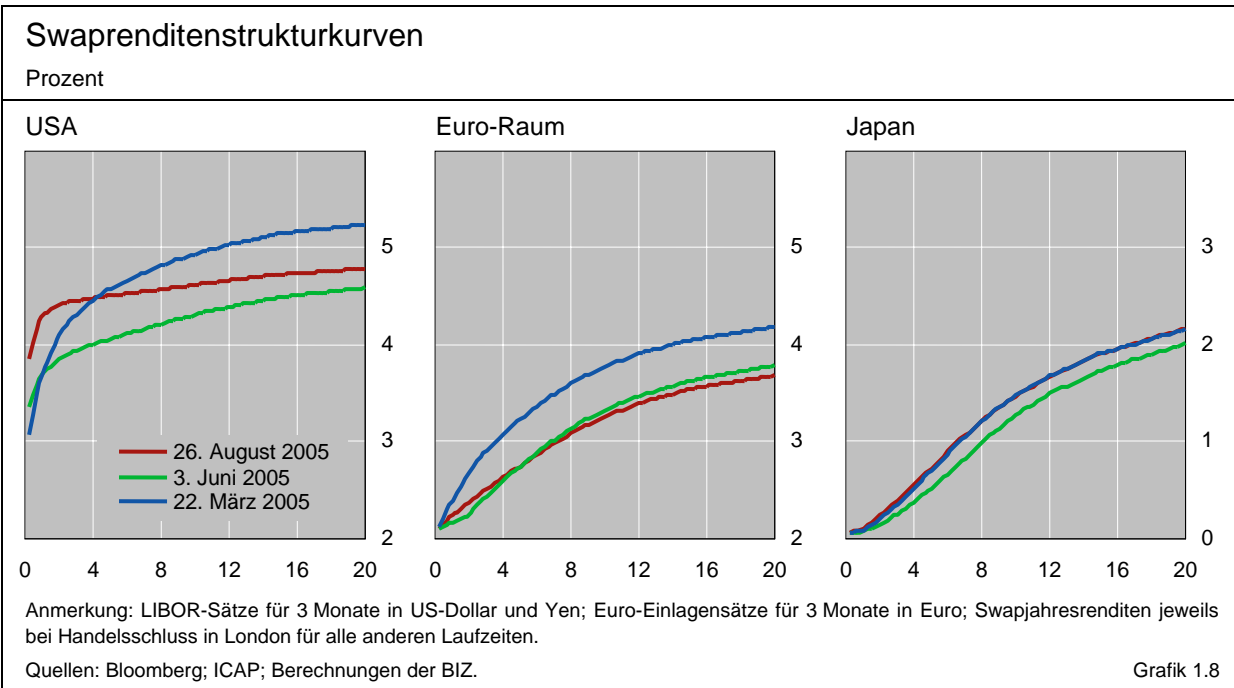
Höhere Leitzinsen erwartet

Weiterhin geringe Bewegung der langfristigen Zinsen auf niedrigem Niveau ...

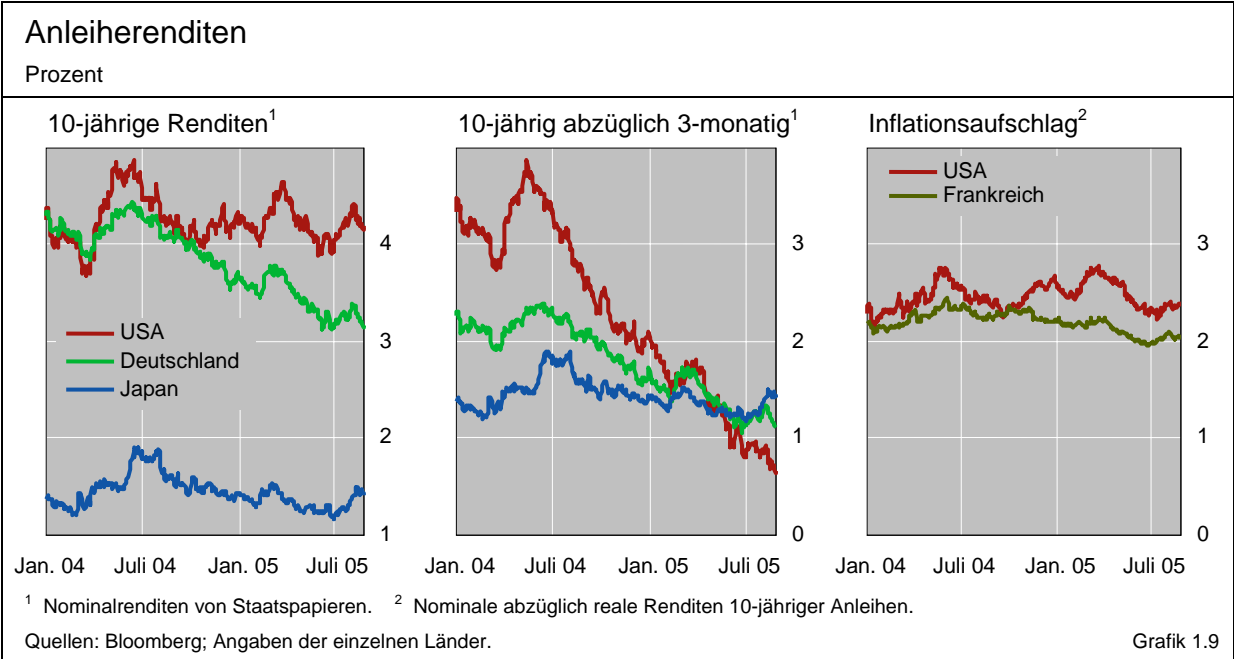
Die Nachfrage nach Aktien und Kreditinstrumenten wurde weiterhin unterstützt durch das niedrige Niveau der Nominalverzinsung. Zwar stiegen die langfristigen Zinssätze an den wichtigsten Märkten von Juni bis August (Grafik 1.8), sie vermochten jedoch nicht aus der Bandbreite auszubrechen, in der sie seit einem Jahr gehandelt werden (Grafik 1.9). Tatsächlich fielen die Renditen 10-jähriger US-Schatztitel Anfang Juni und erneut zum Monatsende bis auf 3,9%, ihren niedrigsten Wert seit mehr als einem Jahr. Danach stiegen die Renditen auf Schatztitel wieder an, erreichten am 8. August eine Spitze von 4,4% und bröckelten dann erneut ab. Auch an den Euro- und Yen-Märkten blieben die langfristigen Renditen trotz eines Aufwärtstrends von Juni bis August deutlich unter den Werten des Vorjahreszeitraums.

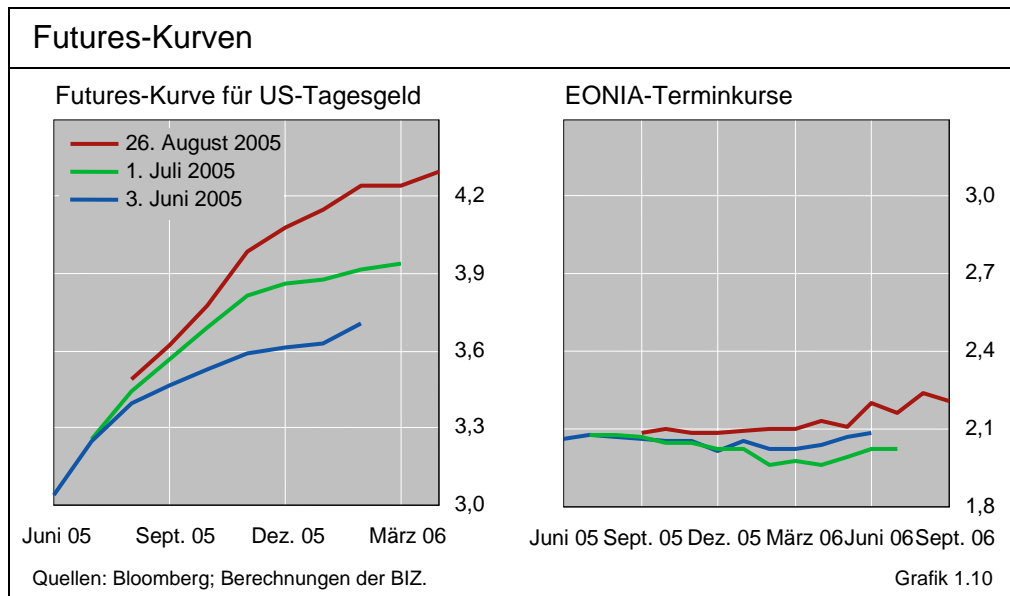
... trotz Aufwärtskorrekturen der Leitzins-erwartungen ...

Aufwärtskorrekturen der Erwartungen hinsichtlich der Leitzinsentwicklung trugen zu einem Anstieg der langfristigen Zinssätze an den meisten wichtigen Märkten bei (Grafik 1.10). Insbesondere standen die Anfang 2006 fälligen Futures-Kontrakte auf den US-Tagesgeldsatz Ende August um fast 50 Basispunkte höher als Anfang Juni, als der Markt noch eine deutliche Pause der Zinsanhebungen vor dem Jahresende erwartet hatte. Der veränderte Ton einiger Verlautbarungen von EZB-Ratsmitgliedern bewirkte, dass selbst im Euro-Raum die Erwartungen hinsichtlich des geldpolitischen Kurses umschlugen: von einer Zinssenkung bis spätestens Anfang 2006 zu einer



Zinsanhebung. In Japan horchten die Anleiheanleger auf, als Zentralbankgouverneur Fukui am 27. Juli die nach oben revidierte Beurteilung der Wirtschaftslage durch die Bank of Japan bekannt gab und anmerkte, es bestehe eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass die Veränderung des Kernindex der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr zum Jahreswechsel positiv werden könnte. Obwohl nur wenige Analysten für Anfang 2006 ein Ende der Nullzinspolitik voraussahen, legten die Renditen auf im März 2006 fällige Euroyen-Futures-Kontrakte im Zeitraum Juni bis Mitte August 5 Basispunkte zu.





... und robuster
US-Wirtschafts-
daten

Meldungen robuster US-Wirtschaftsdaten wirkten sich im Berichtszeitraum zumeist stark auf die Anleihemärkte aus. Am 1. Juli trug z.B. eine ISM-Zahl, die deutlich über den aus Umfragen ermittelten Erwartungen lag, zusammen mit Anzeichen für eine Verbesserung der Verbraucherstimmung zu einem ungewöhnlich steilen Anstieg der 10-Jahres-Renditen um 14 Basispunkte bei; am 5. August lösten positiv überraschende Juli-Arbeitsmarktdaten einen Anstieg um 7 Basispunkte aus. Sorgen wegen Inflationsdrucks schienen eine eher marginale Rolle zu spielen. Natürlich trieb die Entwicklung der Ölpreise die kurzfristigen Inflationsprognosen in die Höhe (Grafik 1.3 rechts), doch die monatlich gemeldete Kerninflation blieb ebenso gedämpft wie die aus Umfragen ermittelten Inflationsprognosen für längere Zeithorizonte. Auch lässt die Stabilität der Differenz zwischen nominalen und indexierten Renditen vermuten, dass das Renditenwachstum in den USA im Juli und August fast ausschließlich höhere Realzinsen widerspiegelte (Grafik 1.9 rechts).

In Japan und dem
Euro-Raum kein
Anstieg der
Renditen aufgrund
der Wirtschafts-
daten

In Japan waren die Renditen weit weniger volatil. Obwohl die gemeldeten Wirtschaftsdaten tendenziell positiv überraschten, hatten die einzelnen Meldungen keine wesentlichen Auswirkungen auf die langfristigen Yen-Renditen. So wurden z.B. am 9. August Auftragszahlen für den Maschinenbau bekannt gegeben, die weit besser waren als erwartet, doch die Reaktion der Anleiheanleger wurde durch eine konservative Auftragsprognose gedämpft.

Im Euro-Raum gaben die Wirtschaftsdaten wenig Anlass für höhere Renditen. Die Prognosen für das Wirtschaftswachstum wurden stetig weiter nach unten revidiert, und die einzelnen Indikatoren vermittelten kein klares Bild. Selbst starke Kennzahlen wie die positive ifo-Überraschung vom 26. Juli bewirkten keinen nennenswerten Anstieg der Renditen auf deutsche Bundesanleihen. Die Erhöhung dieser Renditen am 5. August – eine der umfangreichsten innerhalb des Berichtszeitraums – war tatsächlich eine Reaktion auf den unerwartet guten US-Arbeitsmarktbericht.

Informationsgehalt
weltweit flacher
Renditenstruktur-
kurven fraglich

Trotz der unterschiedlichen Positionen der USA, des Euro-Raums und Japans im Konjunkturzyklus war die Steigung der Renditenstrukturkurve in den drei Wirtschaftsräumen bemerkenswert ähnlich. Ende August waren die

Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen 65–140 Basispunkte höher als die 3-Monats-Zinsen am Dollar-, Euro- und Yen-Markt (Grafik 1.9). Darüber hinaus ist die Laufzeitenstruktur der Zinsen in Euro, Yen und besonders Dollar im Laufe des letzten Jahres merklich abgeflacht. Bei Euro und Yen wurde die Renditenstrukturkurve im Juli und August geringfügig steiler, blieb jedoch weit flacher als im ersten Halbjahr 2005. Eine Abflachung der Renditenstrukturkurve war in der Vergangenheit ein Vorzeichen für eine Konjunkturuntrübung und einen Rückgang der Inflation. Angesichts der Ähnlichkeit der Neigung der Renditenstrukturkurve an den wichtigsten Märkten stellt sich allerdings die Frage, ob sich der Informationsgehalt der Laufzeitenstruktur in den letzten Jahren geändert hat.

Noch kurzlebiger als bei den Aktienmärkten waren die Auswirkungen des Londoner Terroranschlags vom 7. Juli offenbar an den Anleihemärkten. Obwohl es in den USA und im Euro-Raum zu ungewöhnlich starker Volatilität innerhalb eines Tages kam und die Renditen zunächst infolge einer Flucht in die Sicherheit einbrachen, ergab sich für den Tag insgesamt ein relativ moderater Rückgang der Renditen (1 bzw. 4 Basispunkte bei 10-jährigen US-Schatztiteln bzw. deutschen Bundesanleihen). Zwei Wochen später blieb der zweite Anschlag in London fast ohne Wirkung auf die Märkte.

Deutlichere Reaktionen rief die am 21. Juli bekannt gegebene Aufwertung des Renminbi hervor. Hier liessen Spekulationen, dass diese Aufwertung die Nachfrage nach US-Schatztiteln einbrechen lassen könnte, die 10-Jahres-Renditen innerhalb weniger Stunden um beinahe 10 Basispunkte empor-schnellen. Dagegen fiel die Rendite auf deutsche Bundesanleihen um fast 3 Basispunkte, da ein Überschwappen bei der Nachfrage auf den Euro-Raum erwartet wurde. Die Auswirkungen der Renminbi-Aufwertung waren allerdings von kurzer Dauer, da unklar blieb, was das neue Wechselkursregime für die künftige Entwicklung des Renminbi bedeutet und in welchem Ausmass deswegen die Nachfrage nach Dollarvermögenswerten zurückgehen könnte (s. Kasten auf S. 8).

Renminbi-
Aufwertung hat nur
vorübergehende
Auswirkungen