

1. Überblick: Aufstrebende Märkte erreichen Rekordhöhen

Die Preise für Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften erreichten zu Beginn des neuen Jahres Rekordhöhen. Anleihen und Aktien aufstrebender Volkswirtschaften waren bei ausländischen Anlegern äusserst begehrt; dies trieb die Bewertungsindikatoren an den oberen Rand ihrer historischen Bandbreite, zum Teil sogar darüber hinaus. Die stetige Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Eckdaten zahlreicher Länder trug zu diesem Enthusiasmus der Anleger bei. Auch die gestiegene Risikobereitschaft der Anleger dürfte bei dem Boom eine massgebliche Rolle gespielt haben.

An den Hauptmärkten waren die Anleger weniger euphorisch. Offenbar beobachteten sie die derzeitigen Bewertungen an den Märkten für Aktien und Unternehmensanleihen mit Skepsis, waren aber gleichzeitig unsicher, in welche Richtung sie Positionen eingehen sollten. In den USA wurden die Aktienkurse durch die Entwicklung der Zinsen, der Ölpreise und der Unternehmensgewinne gedrückt. In Japan hatten scheinbar einzelfallspezifische Ereignisse marktweite Auswirkungen, sodass der Kursanstieg an der Börse von Tokio im Januar vorübergehend stockte. Aktionärsfreundliche Aktionen wie fremdfinanzierte Übernahmen überschatteten erneut die Märkte für Unternehmensanleihen, aber die Renditenaufschläge auf diesen Titeln verharrten ungeachtet dieses Ereignisrisikos immer noch nahe ihren zyklischen Tiefständen.

An den Märkten für Staatsanleihen und Swaps stiegen die Renditen trotz uneinheitlicher Meldungen über die Wirtschaftslage, da die Händler mit weiteren geldpolitischen Straffungen in den USA und Europa rechneten. In Japan wurden die Inflationsraten positiv, und so gingen die Marktteilnehmer davon aus, dass die Politik der quantitativen Lockerung früher als erwartet aufgegeben würde.

Höhenflug an den aufstrebenden Märkten durch ausländische Kapitalzuflüsse

In allen aufstrebenden Volkswirtschaften stiegen die Preise für Vermögenswerte zu Beginn des neuen Jahres steil an. Im Januar und Februar trieb die starke Hausse sowohl bei Anleihen als auch bei Aktien und Währungen (Grafik 1.1) – zusätzlich zu den bereits eindrucksvollen Gewinnen des Jahres

2005 – die Bewertungen in vielen Fällen nahe an ihre historischen Höchstwerte oder sogar darüber hinaus.

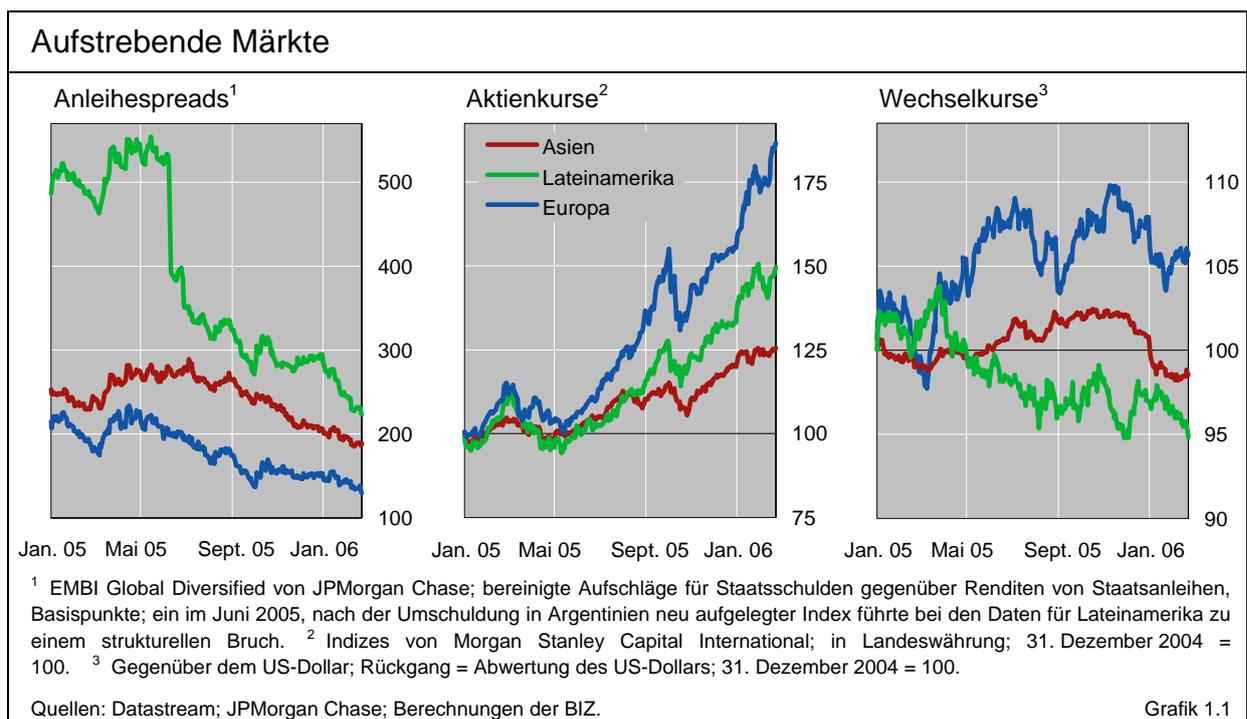
Die grössten Gewinne wurden bei Aktien verzeichnet. Fast alle aufstrebenden Aktienmärkte meldeten für 2005 zweistellige Zuwächse, allen voran Ägypten, Kolumbien und Saudi-Arabien, wo sich die Preise mehr als verdoppelt hatten. An vielen Märkten setzte sich der Höhenflug im Januar fort, ehe dann im Februar eine Pause eintrat. Asiens Aktienmärkte waren in den ersten acht Wochen des Jahres 2006 vergleichsweise schwunglos: Sie legten in Landeswährung nur um etwa 4% zu, während die Gewinne in Osteuropa 20% und in Lateinamerika 13% erreichten. Die asiatischen Aktienkurse, insbesondere an von Technologiewerten dominierten Märkten, brachen am 18. Januar im Zuge der unerwartet schwachen Absatzzahlen von Intel und einer Verkaufswelle in Tokio (s. unten) ein, erholten sich jedoch in der Folge wieder.

Höhenflug der Aktienkurse in aufstrebenden Volkswirtschaften ...

Für US-Dollar-Anleger wurden die Gewinne bei in Landeswährung denominierten Titeln aufstrebender Volkswirtschaften durch Wechselkursbewegungen noch verstärkt. Die Währungen aufstrebender Länder werteten in den ersten acht Wochen des neuen Jahres um über 2% gegen den US-Dollar auf. Dass Zentralbanken mehrerer Länder weiterhin ihre Währungsreserven erhöhten, deutet zudem darauf hin, dass die Aufwertung ohne solche Interventionen noch stärker ausgefallen wäre.

An den internationalen Anleihemärkten konzentrierte sich der Rückgang der Spreads auf die Anleihen mit den höchsten Renditen; der seit einigen Jahren erkennbare Trend setzte sich somit fort. Die Aufschläge auf in Dollar denominierte Anleihen lateinamerikanischer Schuldner schrumpften in den ersten acht Wochen 2006 um 70 Basispunkte, die Aufschläge auf entsprechende Titel europäischer und asiatischer Schuldner jeweils um rund 20 Basispunkte. Zwar kam es gelegentlich zu Ausweitungen, z.B. am

... und Rückgang der Anleihe spreads



12. Januar, als die Unsicherheit bezüglich der Aussichten der US-Wirtschaft zu einer Flucht in die Qualität beitrug. Doch solche Verkaufswellen waren kurzlebig, und die Spreads gingen rasch wieder zurück.

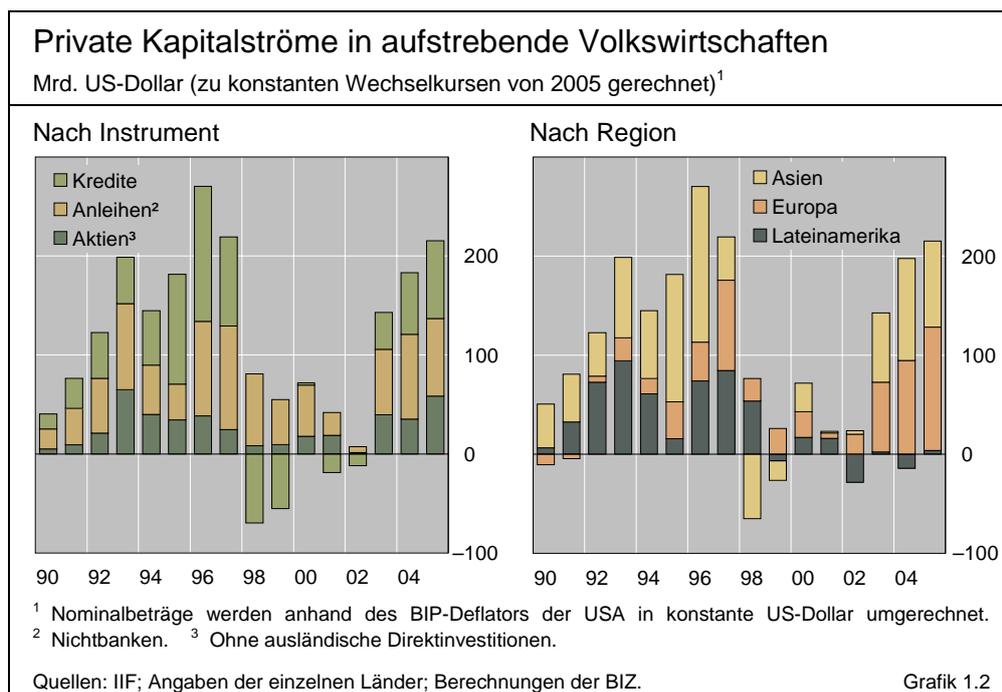
Massive
ausländische
Kapitalzuflüsse

Die Hausse an den aufstrebenden Märkten war weitgehend auf massive Kapitalzuflüsse aus dem Ausland zurückzuführen. Einer Schätzung des Institute of International Finance zufolge belief sich der Nettostrom von Portfolioinvestitionen in Form von Aktienkäufen im Jahr 2005 auf fast \$ 60 Mrd. – weit mehr als in den Vorjahren (Grafik 1.2). Die Zuflüsse von Fremdkapital erreichten über \$ 160 Mrd., wobei ein erheblicher Teil der Investitionen auf in Landeswährung denominierte Schuldtitel entfiel. Die verfügbaren Daten legen nahe, dass ausländische Anleger Anfang 2006 erneut beträchtliche Mittel in aufstrebende Volkswirtschaften leiteten.

Der Enthusiasmus der Anleger für Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften war zum Teil auf den Eindruck positiver gesamtwirtschaftlicher Eckdaten zurückzuführen. In den letzten Jahren haben Verbesserungen der Auslandspositionen, der Finanzsysteme sowie der Fiskal- und Geldpolitik die Schockresistenz vieler aufstrebender Volkswirtschaften erhöht und dadurch die mit Investitionen in aufstrebenden Volkswirtschaften verbundenen Risiken gemindert. Im Jahr 2005 betrug das Verhältnis der heraufgestuften zu den herabgestuften staatlichen Schuldnern bei Moody's etwa 3:1. Symbolcharakter für die veränderten Verhältnisse in aufstrebenden Volkswirtschaften hatte das Vorgehen von Brasilien und Argentinien, die im Dezember 2005 einen Teil ihrer rasch anwachsenden Währungsreserven für die vollumfängliche Rückzahlung von IWF-Darlehen in Höhe von insgesamt \$ 25 Mrd. verwendeten.

Höhe und Streuung
der Spreads auf
historischen
Tiefständen ...

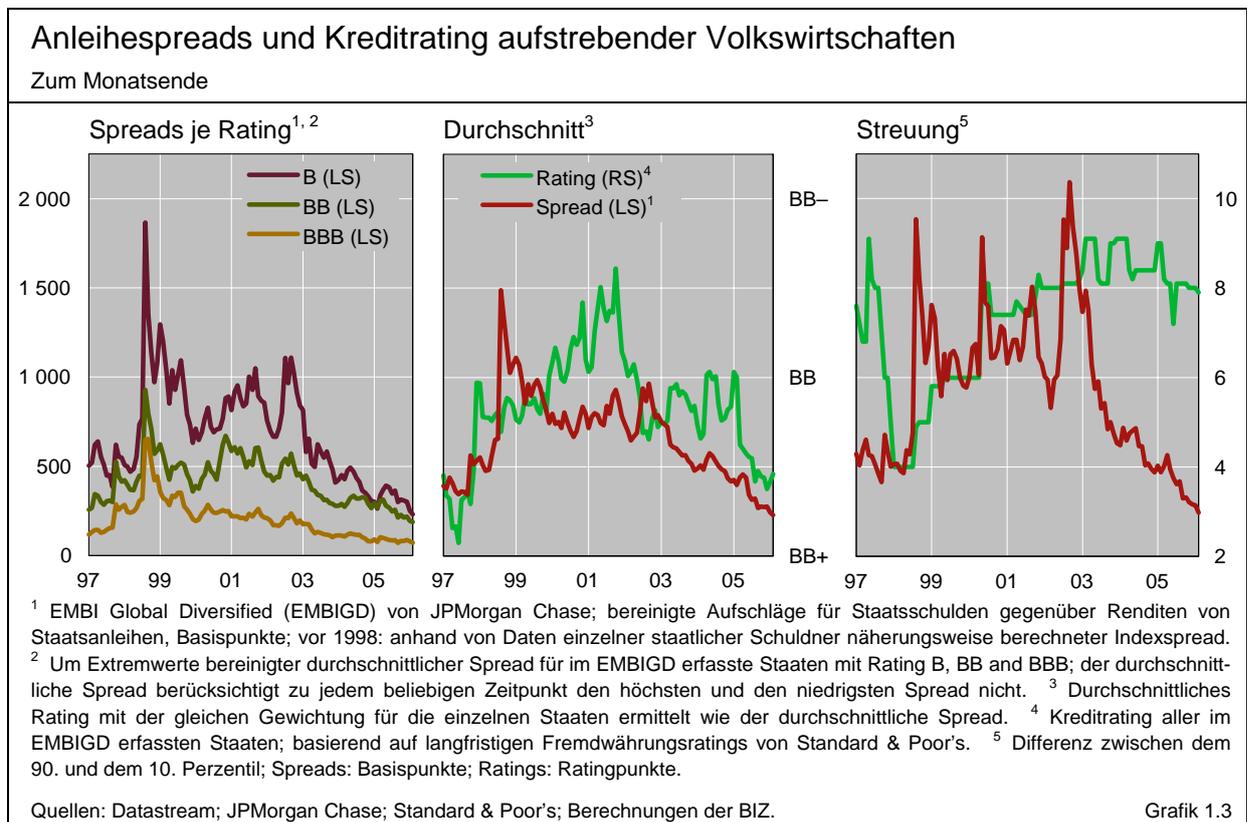
Dennoch lässt sich die Nachfrage der Anleger nach Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften offenbar nicht allein mit den verbesserten Fundamentaldaten erklären; ein ebenso bedeutender Faktor dürfte die Risikobereitschaft der Anleger sein. Anfang 2006 waren die Spreads auf



Staatstitel enger denn je, obwohl die Bonität der Länder im Vergleich zu früher gesunken war. Das mittlere Feld der Grafik 1.3 zeigt den Spread des Index EMBI Global Diversified von JPMorgan im Vergleich zum Rating von Standard & Poor's für die im Index enthaltenen Staaten, wobei der Durchschnitt der Kreditratings mit der gleichen Gewichtung ermittelt wurde wie der Durchschnitt der Spreads. Der Index schloss am 24. Februar mit 197 Basispunkten, rund 100 Basispunkte unterhalb seines bisherigen Rekordtiefs von Mitte 1997, etwa zu Beginn der Finanzkrise in Asien. Dagegen lag das gewichtete durchschnittliche Kreditrating der Emittenten Anfang 2006 immer noch leicht unter dem Stand von Mitte 1997.

Der Rückgang des durchschnittlichen Ratings staatlicher Schuldner von 1997 bis 2006 ist ein Zeichen dafür, dass Emittenten mit niedrigerem Rating nun leichter Zugang zu den internationalen Märkten für Schuldtitel haben. So konnte Ecuador, das von Moody's nur mit Caa1 und von Standard & Poor's mit CCC+ bewertet wird, Ende 2005 \$ 650 Mio. am internationalen Anleihemarkt aufnehmen (s. „Der internationale Anleihemarkt“). Dieser leichtere Zugang wiederum scheint die Bereitschaft der Anleger widerzuspiegeln, in ihrem Streben nach höheren Nominalrenditen zusätzliche Risiken einzugehen.

Selbst unter Berücksichtigung des Ratings der jeweiligen Emittenten befanden sich die Spreads Anfang 2006 auf historischen Tiefständen. Das linke Feld der Grafik 1.3 zeigt den durchschnittlichen Aufschlag auf Schuldtitel von Ländern mit B-, BB- und BBB-Rating, bereinigt um den jeweils höchsten und niedrigsten Spread. In allen drei Ratingkategorien lag er im Februar 2006 deutlich unter seinem Niveau von Mitte 2005 und sogar unter dem vorherigen Rekordtief von 1997.



... als Zeichen grosser Bereitschaft zur Übernahme von Länderrisiken ...

Neben ihrem niedrigen Niveau lässt auch die begrenzte Streuung der Anleihespreads eine hohe Bereitschaft für die Übernahme von Länderrisiken erkennen. Das rechte Feld der Grafik 1.3 zeigt die Spread- bzw. Ratingdifferenz zwischen dem 90. und dem 10. Perzentil für die gut 30 im EMBI Global Diversified erfassten Länder. Anfang 2006 lagen die Spreads für staatliche Schuldner enger beieinander als je zuvor. Dies wirft die Frage auf, ob Anleger ausreichend zwischen den Schuldnern differenzieren, denn die Länderratings waren nach wie vor breit gestreut – ein Zeichen für erhebliche Unterschiede in der Kreditwürdigkeit der im Index erfassten Schuldner.

... und zunehmender Anfälligkeit der aufstrebenden Volkswirtschaften für eine Preiskorrektur

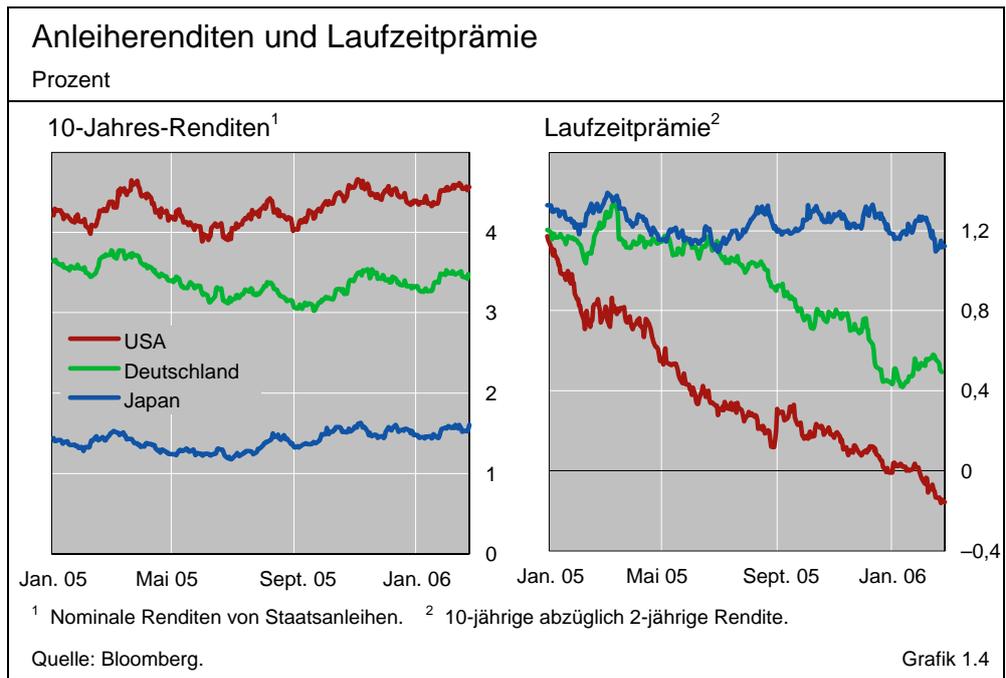
Insgesamt legen die Betrachtung der Spreads auf Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften im Zeitverlauf sowie der Vergleich mit den entsprechenden Kreditratings nahe, dass die Risikobereitschaft der Anleger dazu beigetragen hat, die Spreads auf ihren aktuellen Tiefstand zu bringen. Natürlich haben derartige Vergleiche ihre Schwächen. Kreditratings sind tendenziell zeitverzögerte Indikatoren der Kreditwürdigkeit, und die Ratingagenturen haben vielleicht im Laufe der Zeit ihre Kriterien geändert; so wird z.B. seit der Finanzkrise in Asien mehr Gewicht auf Liquiditätsrisiken und die Stärke von Finanzsystemen gelegt. Auch die Laufzeit und andere Merkmale des Index ändern sich mit der Zeit. Wenn die Anleger jedoch die Länderrisiken zu tief bewertet haben, könnten aufstrebende Volkswirtschaften entsprechend anfällig für eine Preiskorrektur sein.

Erwartungen einer geldpolitischen Straffung

Die langfristigen Renditen blieben an den wichtigsten Märkten bis ins neue Jahr hinein ungewöhnlich niedrig, obwohl die Leitzinsen in den USA und im Euro-Raum angehoben wurden. Zwar hielten sich in den letzten Monaten die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen oberhalb der Tiefstände vom Sommer 2005, doch haben sie die Höchststände vom Juni 2004, also vor der ersten Leitzinsanhebung durch die Federal Reserve, noch nicht wieder erreicht. Am 24. Februar standen die Renditen 10-jähriger US-Schatzpapiere bei 4,6%, deutscher Bundesanleihen bei 3,5% und 10-jähriger japanischer Staatsanleihen bei 1,6% (Grafik 1.4).

Renditenstrukturkurven gegen Ende 2005 flacher

In den letzten Monaten 2005 wurden die Renditenstrukturkurven erneut flacher. Der rückläufige Inflationsdruck und nachlassende Wachstumsaussichten in den USA führten zu einem Rückgang der Renditen 10-jähriger US-Schatzpapiere um rund einen Viertelprozentpunkt. Die Renditen von Staatsanleihen des Euro-Raums und Japans folgten der Entwicklung der US-Renditen sehr eng, obwohl sich die Wachstumserwartungen verbesserten (Grafik 1.5). Während die langfristigen Renditen sanken, stieg die kurzfristige Verzinsung in den USA und im Euro-Raum langsam an, nachdem die Federal Reserve und die EZB die Leitzinsen angehoben hatten. Infolgedessen wurde der besonders aufmerksam verfolgte Abstand zwischen 10-jährigen und 2-jährigen US-Schatzpapieren negativ. Auch die Euro-Renditenstrukturkurve wurde flacher, doch niedrige Leitzinsen verhinderten eine Inversion.



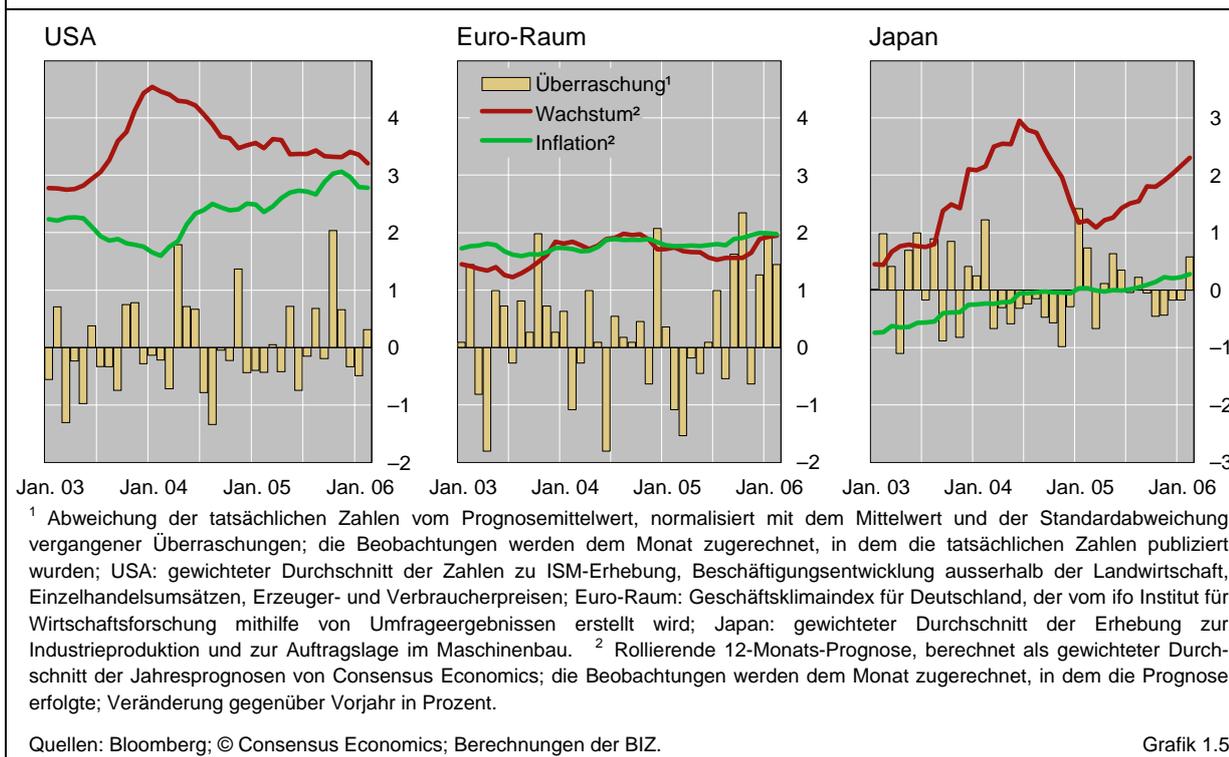
In der Vergangenheit war eine Inversion der Renditenstrukturkurve tendenziell ein Vorzeichen einer unmittelbar bevorstehenden Rezession gewesen, doch dieses Mal schienen die Marktteilnehmer weniger besorgt um die Wachstumsaussichten. Als Hauptursachen der niedrigen Renditen langfristiger Anleihen sahen sie stattdessen den Rückgang der Laufzeitprämie, der auf eine geringere Inflationsrisikoprämie zurückzuführen war, sowie rege Käufe von Schatzpapieren durch ausländische Anleger und Pensionsfonds.

Die Renditen der als Referenzwert dienenden 10-jährigen US-Schatzanweisung erreichten vor der Veröffentlichung des Verbraucherpreisindex am 18. Januar mit 4,3% ihren tiefsten Punkt. Obwohl die Kerninflation geringer war als erwartet, setzte ein Aufwärtstrend der US-Renditen ein. Unterstützt wurde er durch eine Serie positiver Konjunkturnachrichten Anfang Februar, die die Marktteilnehmer veranlasste, ihre Erwartungen bezüglich der weiteren Entwicklung der Leitzinsen zu revidieren. Zum Berichtszeitpunkt rechneten sie offenbar damit, dass die Federal Reserve die Zinsen bis Mitte 2006 auf rund 5% anheben würde, mit der geringen Wahrscheinlichkeit einer Lockerung zum Jahresende.

Am 9. Februar legte das US-Finanzministerium zum ersten Mal seit 2001 wieder 30-jährige Anleihen auf. Die Auktion zeigte eine starke Nachfrage nach langlaufenden Anleihen, die sich in einer Rendite knapp unterhalb derjenigen aktueller 10-jähriger Schatzanweisungen niederschlug. Auch war der Anteil indirekter Bieter höher als vorausgesehen und liess auf eine starke Nachfrage institutioneller Anleger aus den USA sowie ausländischer Investoren schließen. In einigen anderen Ländern wurde ebenfalls eine Inversion des sehr langen Endes der Renditenstrukturkurve beobachtet, namentlich im Vereinigten Königreich. Der Hauptauslöser scheint eher eine starke Nachfrage von Pensionsfonds nach sehr lang laufenden Anleihen zu sein als ein erwarteter

Anstieg der Dollarrenditen Anfang 2006 aufgrund revidierter geldpolitischer Erwartungen

Gesamtwirtschaftliche Daten



Rückgang des Trendwachstums in mehreren Jahrzehnten (s. Kasten auf S. 8). Mehrere staatliche Schuldner haben damit begonnen, sich diese günstigen Bedingungen zunutze zu machen, und begeben Anleihen mit Laufzeiten von bis zu 50 Jahren.

Im Euro-Raum vollzogen die Renditen in der zweiten Januarhälfte die Bewegungen des US-Marktes eng nach und stiegen um etwa einen Viertelprozentpunkt auf 3,5%. Wie in den USA dürfte auch hier der hohe Absatz von Staatstiteln zum Anstieg der Renditen beigetragen haben, doch der Effekt ist schwer zu quantifizieren. Im Februar waren die Renditen recht volatil, da sich Meldungen über ein unerwartet schwaches Wachstum im vierten Quartal in Deutschland und Frankreich mit positiveren Nachrichten über Industrieproduktion und Geschäftsklima abwechselten. Die Renditen der als Referenzwert dienenden 10-jährigen Bundesanleihe sanken am 9. und zu Beginn des 10. Februars um nahezu 10 Basispunkte, machten aber den grössten Teil der Verluste später an diesem 10. Februar wieder wett, nachdem EZB-Ratsmitglieder in Reden auf die mit den hohen Ölpreisen und dem raschen Kreditwachstum verbundenen Inflationsrisiken hingewiesen hatten. Die Marktteilnehmer deuteten dies als Signal, dass die EZB den Mindestbietungssatz bei der Ratssitzung am 2. März auf 2,5% und später im Jahr noch weiter anheben werde.

Euro-Renditen
folgen Dollar-
renditen

Pensionsfonds und der Rückgang der langfristigen Renditen

Das anhaltend tiefe Niveau der langfristigen nominalen Renditen in einem Umfeld robusten Wirtschaftswachstums verblüfft viele Marktteilnehmer und Beobachter. Besonders niedrig sind die Renditen bei Laufzeiten von mehr als 10 Jahren. Als Erklärung wird manchmal vorgebracht, die Nachfrage institutioneller Anleger, insbesondere von Pensionsfonds, drücke auf das sehr lange Ende der Renditenstrukturkurve. Möglicherweise zeigt sich hier ein Rückkopplungseffekt, d.h. die niedrigen Zinssätze veranlassen die institutionellen Anleger, noch mehr Anleihen zu erwerben. In diesem Kasten wird untersucht, wie der Rückkopplungsmechanismus offenbar im Vereinigten Königreich – wo die sehr langfristigen Renditen äusserst tief sind – funktioniert und inwieweit er auch an anderen Märkten eine Rolle spielen könnte.

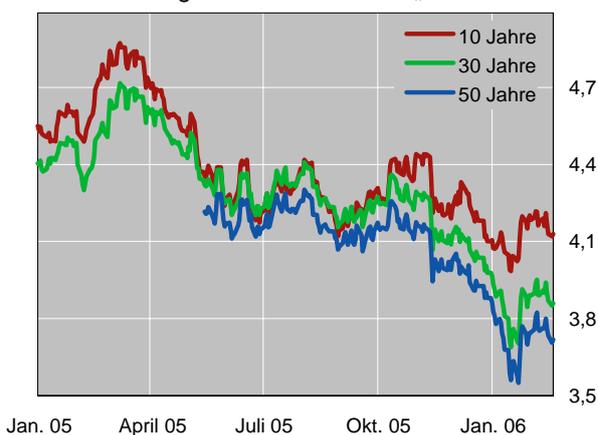
Im Vereinigten Königreich werden 30-jährige Staatsanleihen („Gilts“) seit Jahren mit tieferen Renditen gehandelt als 10-jährige Papiere, und bei den 50-jährigen Gilts sind die Renditen noch tiefer (s. nachstehende Grafik, links). Allgemein wird davon ausgegangen, dass die Bemühungen von Pensionsfonds, bestehende Inkongruenzen zwischen der Duration ihrer Aktiva und derjenigen ihrer Passiva durch Kauf von sehr langfristigen Anleihen zu verringern, zum Sinken der Renditen beigetragen haben. Aber während die Renditen sanken, wuchsen die Verbindlichkeiten der Pensionsfonds, sodass die Nachfrage nach langfristigen Papieren weiter stieg und die Renditen noch stärker zurückgingen.

Aus zwei Gründen war dieser Rückkopplungseffekt am Gilts-Markt besonders ausgeprägt. Erstens müssen gemäss den britischen Mindestdeckungs- und Bilanzierungsvorschriften Marktrenditen für die Berechnung des Barwerts der zukünftigen Rentenleistungen verwendet werden. Deshalb reagieren die Verbindlichkeiten der Pensionsfonds sehr stark auf Renditenschwankungen.^① Da der Deckungsgrad in der Bilanz auszuweisen ist, ziehen es Unternehmen zweitens vor, Deckungsschwankungen in ihren Betriebsrentenplänen möglichst gering zu halten. Die Marktteilnehmer, und damit auch die Unternehmen, sind in den letzten Jahren hinsichtlich der potenziellen Kosten unterdeckter Betriebsrentenpläne besonders wachsam geworden, nachdem einige

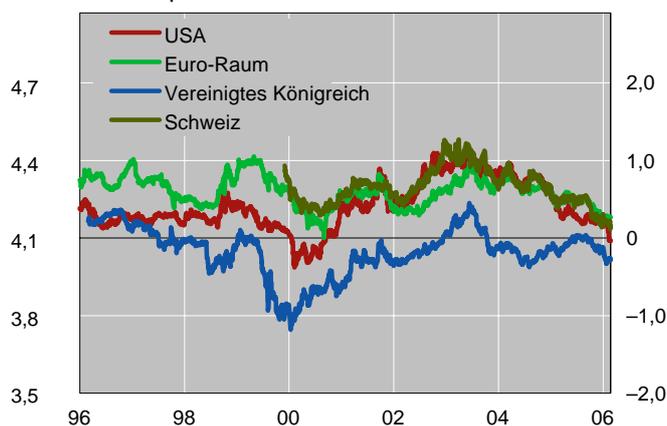
Renditen von Staatsanleihen und Laufzeitprämie

Prozent

Renditen langlaufender britischer „Gilts“



Laufzeitprämie¹



¹ 30-jährige abzüglich 10-jährige Rendite.

Quelle: Bloomberg.

^① In den Vorschriften über den Mindestdeckungsgrad („Minimum Funding Requirement“) werden für die Abzinsung der Leistungen an die gegenwärtigen Rentner Anleiherenditen verwendet, bei den Leistungen für noch aktive, kurz vor der Pensionierung stehende Mitarbeiter ein gewichteter Durchschnitt von Anleihe- und Aktienrenditen. Der Rechnungslegungsstandard FRS 17 schreibt – unabhängig vom aktuellen Status des Anspruchsberechtigten – die Verwendung von Anleiherenditen für die Abzinsung von Leistungen vor.

Unternehmen in den ersten 2000er Jahren ausgerechnet dann grosse Verluste auf ihren Aktienportfolios erlitten, als ihre Verbindlichkeiten infolge der veränderten Altersstruktur und der gleichzeitig steigenden Lebenserwartung wuchsen. Britische Unternehmen versuchen, die Volatilität des Deckungsgrads ihrer Betriebsrentenpläne beispielsweise damit zu vermindern, dass sie von Aktien zu langfristigen Anleihen umschichten. Ein anderer Weg ist, von einem leistungsorientierten Rentensystem zu einem beitragsorientierten zu wechseln.

An zahlreichen Märkten ausserhalb des Vereinigten Königreichs sind die extrem langfristigen Renditen ebenfalls sehr tief. In den USA, im Euro-Raum und in der Schweiz liegen die Renditen 30-jähriger Staatsanleihen nahe bei denjenigen 10-jähriger Papiere oder etwas darunter (s. vorstehende Grafik, rechts). Spielen auch an diesen Märkten Rückkopplungseffekte eine Rolle? Einige der Faktoren, die im Vereinigten Königreich zu beobachten sind, finden sich auch in anderen Ländern, so z.B. der vorgeschriebene Mindestdeckungsgrad. Allerdings dämpfen oft andere Elemente die kurzfristigen Auswirkungen von Zinssätzen auf den ausgewiesenen Deckungsgrad. In den Niederlanden beispielsweise sind die Deckungsvorschriften strenger als im Vereinigten Königreich. Dennoch konnten die niederländischen Pensionsfonds bis jetzt – dank eines höheren Deckungsgrads und der Verwendung eines gesetzlich festgelegten Zinssatzes statt einer Marktrendite für die Abzinsung der Verbindlichkeiten – mit einer relativ niedrigen Aktiva-Duration von rund 6 Jahren operieren (dies entspricht ungefähr der durchschnittlichen Duration des Staatsanleihenmarktes des Euro-Raums). In den USA weisen viele Betriebsrentenpläne Deckungslücken auf, und die zukünftigen Leistungen werden mithilfe von Marktsätzen abgezinst. Bei der Bewertung von Aktiva und Passiva in der Bilanz ist jedoch ein gewisses „Glätten“ der Zinssätze zulässig. In Zukunft dürften die Unterschiede zwischen den britischen und anderen Systemen kleiner werden, zumindest wenn sich in den Niederlanden und den USA Vorschläge durchsetzen, die u.a. einen vermehrten Einsatz von (ungeglätteten) Marktsätzen für die Abzinsung künftiger Leistungen vorsehen. Möglicherweise haben Pensionsfonds in diesen Ländern in Erwartung einiger dieser Änderungen schon ihr Verhalten geändert.

Eine Möglichkeit, die Bedeutung der Rückkopplungseffekte zu vermindern, besteht in der Erhöhung des Angebots an lang- und sehr langfristigen Anleihen; dadurch kann am langen Ende der Renditenstrukturkurve ein Gegendruck entstehen. Staatliche Stellen und Unternehmen haben schon auf das tiefe Niveau der langfristigen Renditen reagiert und legen vermehrt 30- und 50-jährige Anleihen auf. Beim Absatz von langfristigen Schuldtiteln sind ihnen jedoch Grenzen gesetzt, wenn die Fristenstruktur ihrer Verbindlichkeiten ausgewogen bleiben soll.

Steigende Yen-
Renditen bei
Anzeichen eines
Endes der Deflation

Die Renditen 10-jähriger japanischer Staatsanleihen stiegen Mitte Februar angesichts der Erwartung, dass die Deflation endlich überwunden sei, auf 1,6%. Am 27. Januar schnellten sie um 4 Basispunkte empor, als die Verbraucherpreis-inflation sich weiter in den positiven Bereich verlagerte. Am 10. Februar stiegen die Renditen erneut, nachdem der Gouverneur der Bank of Japan geäussert hatte, die Inflationsentwicklung würde in zukünftigen Diskussionen über den angemessenen geldpolitischen Kurs stärker in Betracht gezogen. In der Vergangenheit hatte die Bank of Japan deutlich gemacht, dass sie einen nachhaltigen Anstieg der Verbraucherpreise als Voraussetzung dafür sehe, die Politik der quantitativen Lockerung aufzugeben, obwohl dies nicht notwendigerweise eine Anhebung der Leitzinsen bedeute. Zum Berichtszeitpunkt rechneten die Marktteilnehmer offenbar damit, dass die Politik der quantitativen Lockerung zu Beginn des zweiten Quartals 2006 aufgegeben, die Leitzinsen jedoch fürs Erste wohl niedrig bleiben würden.

Die Auswirkungen der Erwartung eines geldpolitischen Kurswechsels auf die Renditen wurden teilweise durch den Abwärtsdruck gemindert, den Kapitalströme in „sichere Häfen“ angesichts heftiger Kursschwankungen am Aktienmarkt verursachten. So gingen die Renditen 10-jähriger japanischer Staatsanleihen am 13. Februar markant zurück, als Skepsis über die hohen Bewer-

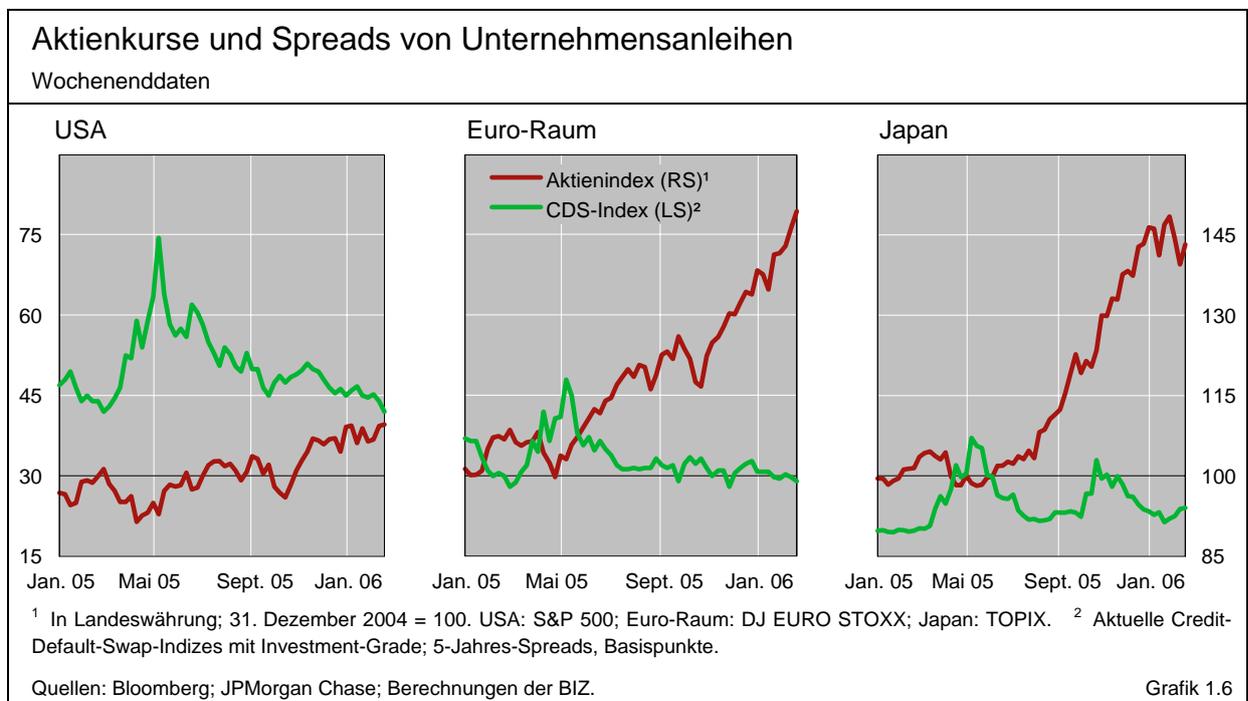
tungen zu einem Rückgang der Aktienkurse führte. Diese entgegengesetzten Einflüsse auf die Renditen spiegelten sich auch in einer höheren impliziten Volatilität bei Optionen auf japanische Staatsanleihefutures im Januar und Februar wider, die allerdings weit unter den Niveaus des Jahres 2004 blieb.

Belastungsprobe für das Handelssystem in Tokio

Die Aktienkurse gingen an den Hauptmärkten schwunglos ins neue Jahr. Nach einer Hausse im vierten Quartal 2005 hatten die Märkte Anfang 2006 Mühe, eine Richtung zu finden; sie brachen an bestimmten Tagen ein, nur um ihre Verluste in den Folgetagen wieder auszugleichen. In den acht Wochen bis zum 24. Februar legte der S&P 500 um 3% zu, der TOPIX blieb unverändert (Grafik 1.6). Der DJ EURO STOXX erreichte schliesslich eine gewisse Dynamik und stieg um 8%.

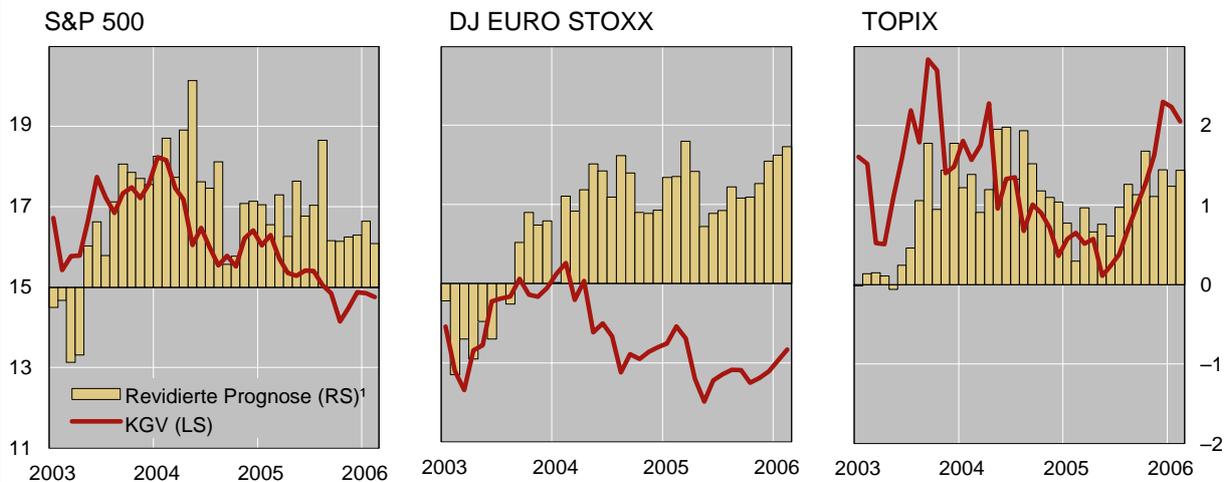
Infolge der Unsicherheit bezüglich der Gewinnaussichten der Unternehmen gerieten die Kurse zunächst unter Abwärtsdruck. Zu dieser Unsicherheit trugen der Ölpreisanstieg von 15% in der Zeit von Mitte Dezember bis Mitte Januar bei, aber auch mehrere enttäuschende Gewinnmeldungen von führenden Unternehmen wie Yahoo!, Intel, Citigroup und General Electric. Der Vertrauensschwund der Anleger gipfelte am 20. Januar in einem Rückgang des S&P 500 um 1,8% – dem höchsten Tagesverlust seit 2003. Viele andere Märkte brachen gleichzeitig mit dem S&P 500 ein, wenn auch weniger drastisch.

Unsichere Gewinnaussichten lasten auf Aktien ...



Gewinnerwartungen und Bewertungen am Aktienmarkt

Basis: 12-Monats-Gewinnprognosen



¹ Diffusionsindex der pro Monat revidierten 12-Monats-Prognosen für den Gewinn je Aktie, berechnet als prozentualer Anteil der Unternehmen, für die die Analysten ihre Gewinnprognosen nach oben revidierten, zuzüglich des halben prozentualen Anteils der Unternehmen, für die die Analysten ihre Gewinnprognosen unverändert liessen; um die systematische Überschätzung der Gewinne durch die Analysten zu berücksichtigen, wurde der Mittelwert des Diffusionsindex für den Zeitraum 2000–02 (S&P 500 = 43,8; DJ EURO STOXX = 40,8; TOPIX = 45,9) von der Beobachtung jedes Monats abgezogen.

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

Grafik 1.7

Trotz grösserer Unsicherheit beurteilten die meisten Anleger die Aussichten für den Unternehmenssektor weiterhin optimistisch, vor allem in Europa. Seit Mitte 2005 korrigieren Analysten ihre Gewinnprognosen für immer mehr europäische Firmen nach oben (Grafik 1.7). In den USA tendiert die Zahl der Unternehmen mit verbesserten Gewinnprognosen nicht mehr nach oben, sondern ist stabil. Dies trug dazu bei, einen Absturz der Aktienkurse zu verhindern.

Ausser in Japan hatte die Volatilität wichtiger Aktienmärkte im Januar und Februar keinen wesentlichen Anstieg der impliziten Volatilität zur Folge (Grafik 1.8). Sie blieb nahe ihres historischen Tiefstands, insbesondere in den USA. Die Anleger sahen die Ereignisse im Berichtszeitraum offenbar als zeitlich begrenzte Schocks und nicht als Vorzeichen einer künftig höheren Volatilität. Auch zeigen aus Preisen für Aktienindexoptionen abgeleitete Indikatoren für die Risikobereitschaft eine kaum veränderte Bereitschaft der Anleger, Aktienrisiken einzugehen (Grafik 1.8).

An der Börse von Tokio wurde die Volatilität im Januar durch Störungen des normalen Marktbetriebs erhöht. Gerüchte über Wertpapierbetrug im Internetunternehmen Livedoor führten Mitte Januar zu einer rasanten Talfahrt des TOPIX. Als die Verkaufswelle am 17. Januar begann, war sie zunächst auf das Unternehmen, gegen das ermittelt wurde, beschränkt; zwischen der Börseneröffnung und der Mittagspause legte der TOPIX sogar zu. Am Nachmittag des 17. Januar griff die Verkaufswelle jedoch auf alle japanischen Firmen über, auch auf Blue Chips wie Toyota, und der TOPIX schloss mit einem Tagesverlust von 2,3%. Am nächsten Tag intensivierte sich der Verkaufsdruck, und einmal stand der TOPIX nahezu 6% tiefer. Gegen Börsenschluss am

... doch implizite Volatilität nach wie vor niedrig

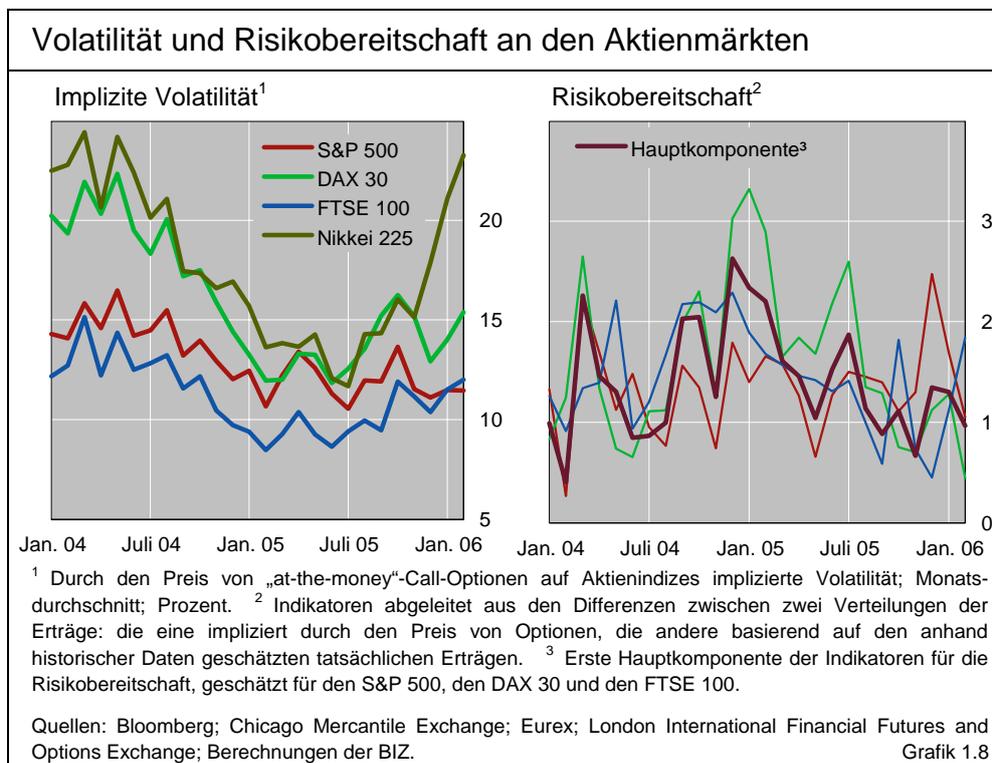
Kurze Verkaufswelle in Tokio nach Ermittlungen gegen eine Internetfirma ...

18. Januar begann sich der Markt zu erholen; der Tag endete mit einem Verlust von 3,5%.

Eine erste Erklärung für die marktweiten Auswirkungen eines scheinbar einzelfallspezifischen Schocks waren die hohen Bewertungen, die die Anleger gegenüber jeglichen negativen Meldungen sensibilisiert hatten. Der rapide Anstieg des TOPIX um 40% in der zweiten Jahreshälfte 2005 hatte das prognostizierte Gewinnwachstum weit hinter sich gelassen. Infolgedessen stieg das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den TOPIX von etwa 15 im Juni 2005 auf nahezu 20 zum Jahresende (Grafik 1.7). Angesichts dieser hohen Bewertungen wurden die Anleger immer unsicherer über die künftige Richtung des TOPIX, was in der steigenden Tendenz der impliziten Volatilität zum Ausdruck kam (Grafik 1.8).

... aufgrund wachsender Nervosität bei Anlegern wegen hoher Bewertungen

Zweitens schienen Nachschussforderungen die Verkaufswelle in Tokio zu verstärken. Nachdem die Anschuldigungen laut geworden waren, verflieg die Liquidität in Livedoors Aktien; zu dem Preis, den das Limit der Börse für Kursänderungen innerhalb eines Tages zuließ, gab es keine Käufer. So veräuserten einige fremdfinanzierte Anleger andere Vermögenswerte, um die Mindestbesicherungsanforderungen ihrer Makler zu erfüllen. Der darauffolgende sprunghafte Anstieg der Verkauforders und die gleichzeitig zunehmenden Kaufaufträge von Anlegern, die der drastische Kursrückgang angezogen hatte, konnten vom Handelssystem der Tokioter Börse nicht mehr bewältigt werden. Diese schloss daraufhin am 18. Januar erstmals in ihrer Geschichte vorzeitig. Die Möglichkeit einer vorzeitigen Schliessung könnte die Verkaufswelle beschleunigt haben; Berichten zufolge hatten die Anleger grösste Eile, noch vor der Schliessung ihre Orders zu erteilen. Dennoch erholte



sich die Börse von Tokio rasch von den Ereignissen um Livedoor und erreichte gegen Ende Januar neue Höhen.

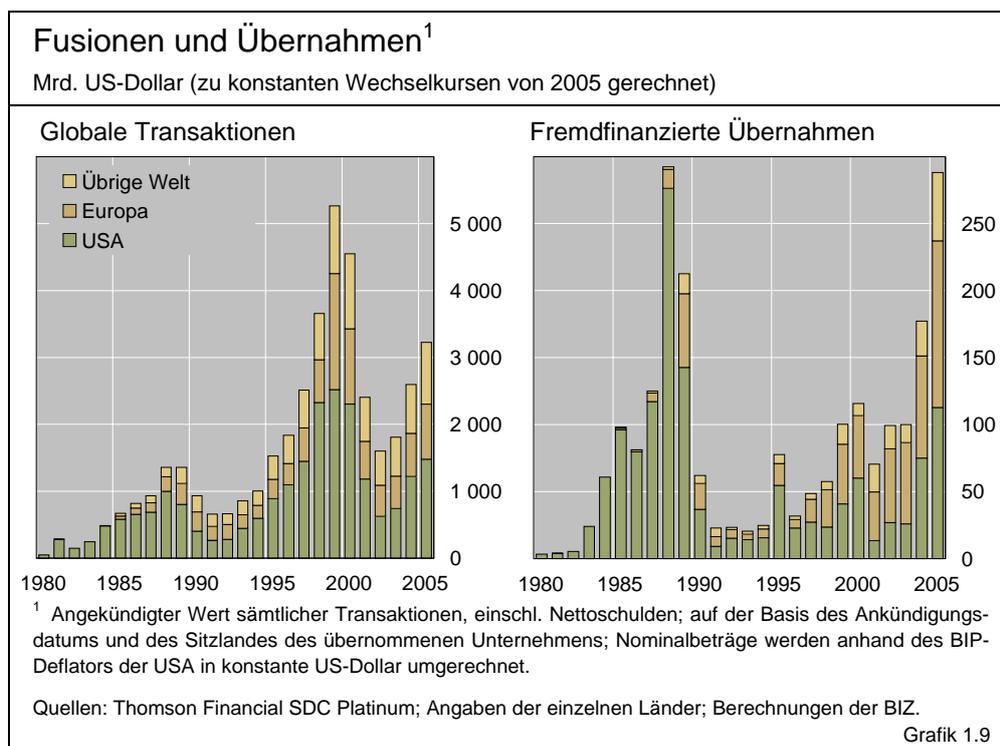
Ein dritter Faktor, der die Aktienkurse in Japan belastete, war die Möglichkeit, dass die Bank of Japan ihre Politik der quantitativen Lockerung eher beenden könnte als erwartet. In der Woche nach der geldpolitischen Sitzung vom 8./9. Februar verlor der TOPIX 3%, da hochrangige Zentralbankvertreter sich zuversichtlich über die Wirtschafts- und Inflationsaussichten geäußert hatten.

Mittelaufnahme der Unternehmen zieht an

Lebhafte Fusionen und Übernahmen ...

Die Kreditmärkte wurden weiterhin von Ereignisrisiken in Form von Aktionen zugunsten der Anteilseigner überschattet. Die Fusionen und Übernahmen, einschliesslich fremdfinanzierter Übernahmen, verloren in den letzten Monaten nichts von ihrer Dynamik. 2005 wurden Übernahmen im Gesamtwert von \$ 3,2 Bio. bekannt gegeben; dies war fast 30% mehr als im Vorjahr und der höchste Wert seit 2000 (Grafik 1.9). Für Kreditanleger bedenklicher war die Tatsache, dass fremdfinanzierte Übernahmen 2005 ihr höchstes Niveau seit der Euphorie der späten 1980er Jahre erreichten – diese Euphorie war mit ein Grund für die kurze Zeit später folgende Insolvenzwelle gewesen. Ausserdem beschränkte sich die jüngste Zunahme von fremdfinanzierten Übernahmen im Gegensatz zu den 1980er Jahren nicht auf die USA: Über die Hälfte der Transaktionen betraf Nicht-US-Unternehmen, vor allem europäische, aber auch asiatische.

Zum Teil als Begleiterscheinung der Übernahmewelle wuchs in den letzten Quartalen auch die Mittelaufnahme der Unternehmen. In den USA



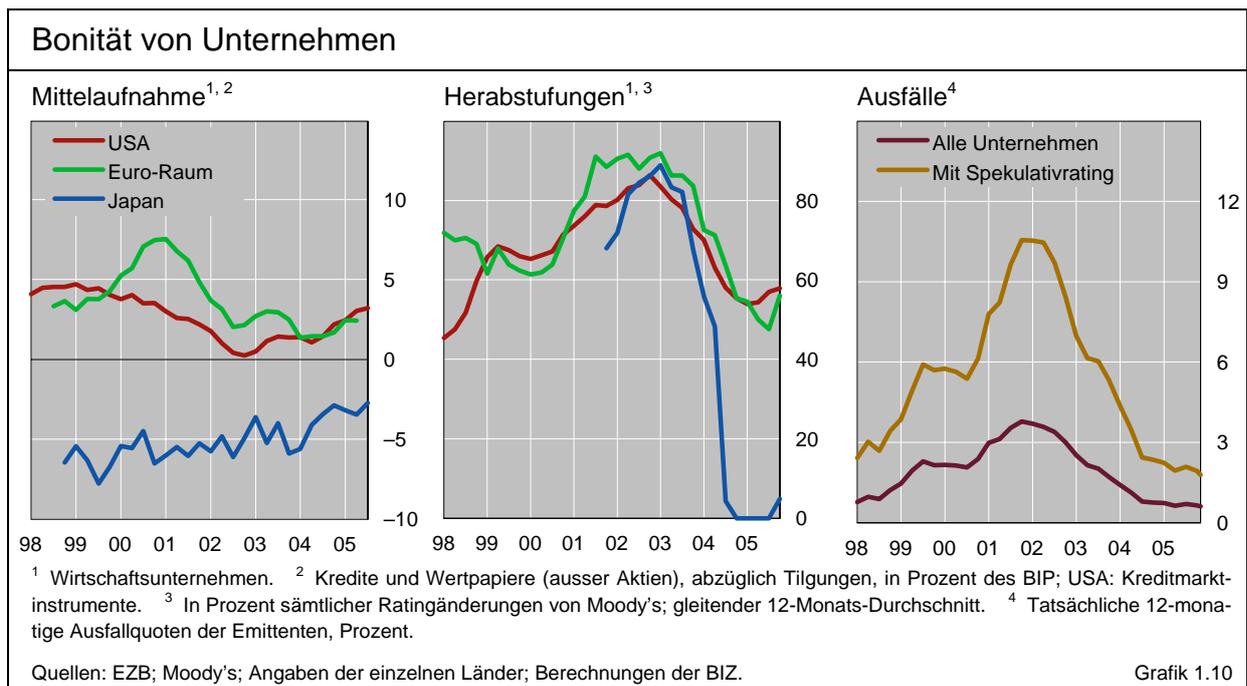
erreichte die Neuverschuldung von Wirtschaftsunternehmen netto ihren höchsten Stand seit vier Jahren (Grafik 1.10). In Europa stieg die Kreditvergabe von Banken an Wirtschaftsunternehmen vom Jahresende 2004 bis Ende 2005 um etwa 8%, der Absatz von Anleihen hingegen blieb gedämpft. In Japan überstiegen die Tilgungen die Neuverschuldung um den geringsten Betrag seit zehn Jahren.

Die vermehrten Fusionen und Übernahmen sowie die verstärkte Mittelaufnahme der Unternehmen wirkten sich bislang kaum negativ auf deren Finanzierungsbedingungen aus. Gewiss hatten die Ereignisse der ersten Jahreshälfte 2005 die Bereitschaft der Anleger zum Eingehen von Kreditrisiken – insbesondere US-Kreditrisiken – etwas gedämpft und zu einem Anstieg der Spreads für Unternehmen von ihren zyklischen Tiefständen aus beigetragen (Grafik 1.6). Dennoch blieb die Kreditrisikobereitschaft der Anleger hoch, und in den ersten Wochen des Jahres 2006 hielten sich die Spreads auf Unternehmensanleihen und Credit-Default-Swaps innerhalb einer schmalen Schwankungsbreite nicht weit über ihren zyklischen Tiefständen.

Das offensichtliche Vertrauen der Anleger ist zum Teil auf die Wahrnehmung zurückzuführen, dass die Finanzierungstätigkeit der Unternehmen deren Kreditwürdigkeit nicht erkennbar untergraben hat. Dass sie mehr Mittel aufnahmen, war teilweise konjunkturell bedingt; sie benötigten Investitions- und Betriebskapital. Zudem ging damit ein kräftiges Gewinnwachstum einher. Auch zeichnet sich ab, dass einige Branchen von einer weiteren Konsolidierung profitieren, insbesondere in Europa und Japan, und so könnten Übernahmen die Finanzkraft von Unternehmen dieser Branchen stärken. Darüber hinaus blieb die Prämie auf den Aktienpreis übernommener Firmen im Jahr 2005 mehr oder minder unverändert gegenüber dem Vorjahr und deutlich geringer als die auf dem Höhepunkt der letzten Übernahmewelle gezahlte Prämie. Schliesslich

... ohne negative Auswirkungen auf Spreads für Unternehmen

Weiterhin niedrige Ausfallquoten ...



... doch allmählich
Anzeichen für eine
Verschlechterung
der Bonität

blieben auch die Ausfallquoten aussergewöhnlich niedrig. Sie schwankten während des gesamten Jahres 2005 um 2%, obwohl die meisten Analysten zunächst eine Zunahme erwartet hatten (Grafik 1.10).

Allerdings werden Anzeichen erkennbar, dass die Bonität der Unternehmen unter Druck gerät. So erhöhte sich 2005 nicht nur in den USA, sondern auch in Europa der Anteil der Herabstufungen von Wirtschaftsunternehmen an den gesamten Ratingänderungen (Grafik 1.10).

Auch ist es möglich, dass die Fusionen und Übernahmen die Kreditwürdigkeit künftig stärker belasten. Private-Equity-Fonds verzeichneten im Jahr 2005 Rekordzuflüsse; zwei Fonds allein konnten Mittel von jeweils über \$ 10 Mrd. aufnehmen. Da diese Fonds mit den Unternehmen im Wettbewerb um Übernahmen stehen, dürften die zu zahlenden Prämien steigen. Angezogen von den hohen Erträgen, die Private-Equity-Fonds in den letzten Jahren erzielten, übernehmen nun auch Hedge-Fonds zunehmend börsennotierte Unternehmen mit dem Ziel eines anschliessenden Delistings. Darüber hinaus sind Private-Equity-Fonds mit dem Kapital, über das sie nun verfügen können, in einer besseren Ausgangslage, um für Unternehmen zu bieten, die einst als zu gross für eine fremdfinanzierte Übernahme galten. Schon 2005 schlossen Private-Equity-Anleger eine Handvoll Transaktionen im Wert von über \$ 10 Mrd. ab, z.B. im November die fremdfinanzierte Übernahme der dänischen Telekommunikationsfirma TDC für \$ 12 Mrd. Schliesslich haben Private-Equity-Anleger auch die Fremdkapitalquoten in die Höhe getrieben.

