

Überblick: Geldpolitik im Blickpunkt der Märkte

Der fast im ganzen bisherigen Jahresverlauf anhaltende Aufwärtstrend der Renditen von Staatsanleihen an den wichtigsten Anleihemärkten endete im Juni. Dies war weitgehend darauf zurückzuführen, dass die Anleger eine Abschwächung des Wirtschaftswachstums, insbesondere in den USA, wahrnahmen und dass die Märkte die Wahrscheinlichkeit weiterer Zinserhöhungen der Federal Reserve neu beurteilten. Da die Ansicht herrschte, die Wirtschaft der USA könnte hinsichtlich der kurzfristigen Wachstumsaussichten und des Kurses der Geldpolitik einen Wendepunkt erreicht haben, wurde US-Daten und Signalen der Federal Reserve besondere Aufmerksamkeit gewidmet. Diese Faktoren sowie geldpolitische Entscheidungen anderer bedeutender Notenbanken und Erwartungen hinsichtlich ihres künftigen Kurses bestimmten weitgehend die Entwicklung der weltweiten Anleihemärkte.

An den globalen Aktienmärkten erholten sich die Kurse allmählich von der allgemeinen Verkaufswelle von Mai und Anfang Juni, sie blieben jedoch volatil als vor den Turbulenzen. Die implizite Volatilität erholte sich nach der Verkaufswelle nur zum Teil, was auf etwas erhöhte Unsicherheit der Anleger über die Aktienkursentwicklung in nächster Zukunft schliessen liess. Zum Teil dürfte diese Unsicherheit durch Besorgnis über die Konjunkturabkühlung in den USA und durch Zweifel in Bezug auf die Gewinnaussichten der Unternehmen angesichts höherer Ölpreise und geopolitischer Spannungen genährt worden sein. Die Aktienkurse wurden jedoch durch sinkende Anleiherenditen, generell gute Wachstumsaussichten im Euro-Raum und in Japan sowie positive Gewinnmeldungen im zweiten Quartal gestützt.

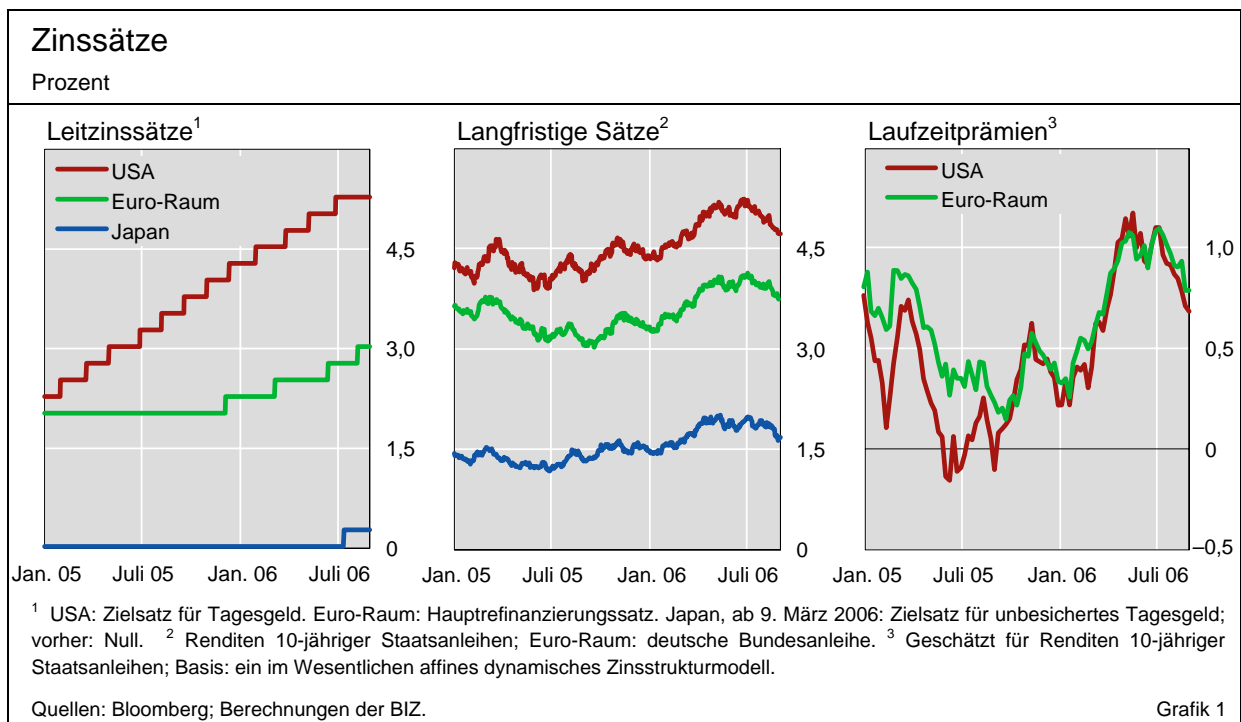
Die Kreditmärkte des Euro-Raums erholten sich weitgehend. In den USA dagegen verengten sich die Zinsaufschläge für hochrentierende Schuldtitel nach der Verkaufswelle im Mai und Juni nur wenig; Gründe dafür waren die höheren Energiepreise infolge der wachsenden geopolitischen Risiken sowie Anzeichen einer zunehmenden Verschuldung der Unternehmen. In den Märkten aufstrebender Volkswirtschaften wiederum kehrte nach einer Welle von Heraufstufungen von Länderratings weitgehend die Euphorie zurück, die die ersten Monate des Jahres geprägt hatte; die Renditenaufschläge auf Staatsschulden erreichten in den wichtigen Indizes wieder nahezu Rekordtiefs. Sowohl in entwickelten als auch in aufstrebenden Volkswirtschaften wurden die Kreditmärkte durch Nachrichten gestützt, die auf eine geringere Straffung der Geldpolitik in nächster Zeit hinzudeuten schienen.

Wende beim Aufwärtstrend der Renditen

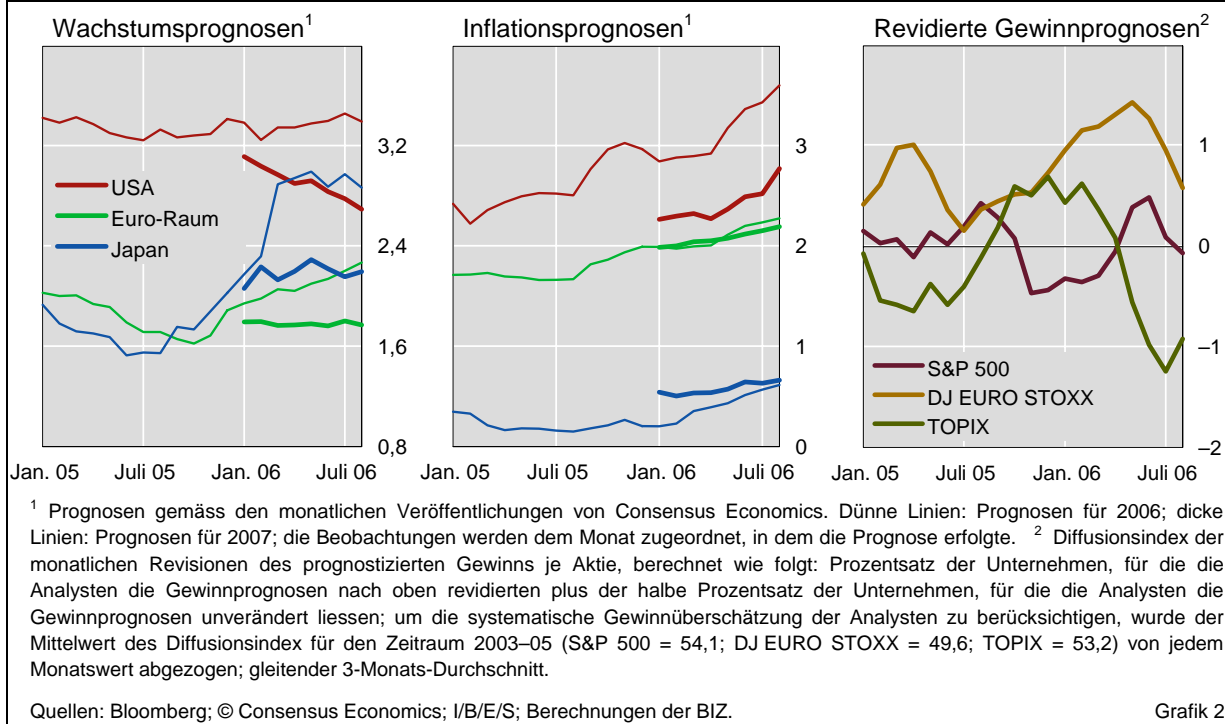
Gegen Ende Juni kam der allgemeine Aufwärtstrend der Anleiherenditen, der fast im ganzen bisherigen Jahresverlauf zu beobachten gewesen war, zum Stillstand. Nach einem stetigen Anstieg in den ersten Monaten des Jahres 2006 brachen die Anleiherenditen in den wichtigsten entwickelten Volkswirtschaften im Mai und Anfang Juni ein, da sich die Anleger angesichts der Turbulenzen an den internationalen Aktienmärkten den relativ sicheren festverzinslichen Staatspapieren zuwandten. Als sich die Aktienmärkte stabilisierten, stiegen die Anleiherenditen vorübergehend wieder an. Bis Ende Juni setzte jedoch ein dauerhafterer Abwärtstrend ein. Gegenüber den früher im Sommer erreichten Spitzenwerten lagen die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen am 1. September in den USA um über 50 Basispunkte und im Euro-Raum um fast 40 Basispunkte niedriger (Grafik 1 Mitte). In Japan gingen die Renditen 10-jähriger Anleihen zwar anfänglich weniger zurück als in den USA und im Euro-Raum – sie bewegten sich knapp unterhalb der 2%-Marke –, doch Ende August begannen sie ebenfalls zu sinken.

Ende des Aufwärtstrends der Anleiherenditen und beginnender Rückgang ...

Die Anleihemarkt-Rally war zum Teil eine Folge eines Umschwungs in den Erwartungen der Anleger bezüglich der künftigen Stärke der Konjunktur, insbesondere in den USA. Damit in Einklang steht, dass Signale der Federal Reserve vom Markt dahingehend interpretiert wurden, dass in nächster Zukunft weitere Zinserhöhungen weniger wahrscheinlich seien. Diese Faktoren scheinen nicht nur die US-Anleihemärkte erheblich beeinflusst zu haben, sondern auch ausländische Märkte, möglicherweise wegen des Gewichts der USA in der Weltwirtschaft. Verstärkt wurde der allgemeine Rückgang der Renditen durch erkennbar sinkende Laufzeitprämien – im Gegensatz zur ersten Jahreshälfte, in der die geschätzten Prämien gestiegen waren (Grafik 1 rechts).



Gesamtwirtschaftlicher Ausblick



Die Marktteilnehmer schenken tatsächlichen und erwarteten Massnahmen von Zentralbanken in den letzten drei Monaten grosse Aufmerksamkeit. Wie weithin erwartet, hoben die drei wichtigsten Zentralbanken ihre Hauptzinssätze an (Grafik 1 links). Die Bank of Japan beschloss, ihre Nullzinspolitik zu beenden, und hob am 14. Juli den kurzfristigen Zinssatz um 25 Basispunkte an – ihre erste Zinserhöhung seit sechs Jahren. Die EZB hob ihre Zinssätze am 8. Juni und erneut am 3. August um jeweils 25 Basispunkte an. Die Federal Reserve gab am 29. Juni ihren 17. Zinsschritt in Folge bekannt und erhöhte den Tagesgeldsatz um 25 Basispunkte auf 5,25%. Die Erklärung des Offenmarktausschusses hierzu, die von den Anlegern als Signal für eine nun wahrscheinlichere Verlangsamung des Zinsanstiegs gedeutet wurde, hatte erhebliche Auswirkungen auf die Anleihemärkte in den USA wie auch international.

... angesichts nach unten revidierter US-Wachstumsprognosen ...

Neu veröffentlichte Daten verstärkten bei den Anlegern den Eindruck, dass sich das Wachstum der US-Wirtschaft allmählich abschwächte. Beispielsweise lag das Wachstum des US-BIP im zweiten Quartal erheblich unter den Erwartungen der Märkte, und die Arbeitslosenquote stieg im Juli stärker als angenommen. Diese beiden Meldungen führten zu einem Einbruch der Renditen langfristiger US-Anleihen. Darüber hinaus zeigten sich auch am US-Markt für Wohnimmobilien deutliche Anzeichen einer raschen Abkühlung. Angesichts des von solchen Meldungen gezeichneten Bildes wurden in diesem Jahr die US-Wachstumsprognosen für 2007 stetig nach unten revidiert (Grafik 2 links).

... und geringerer Erwartungen von Zinserhöhungen der Federal Reserve

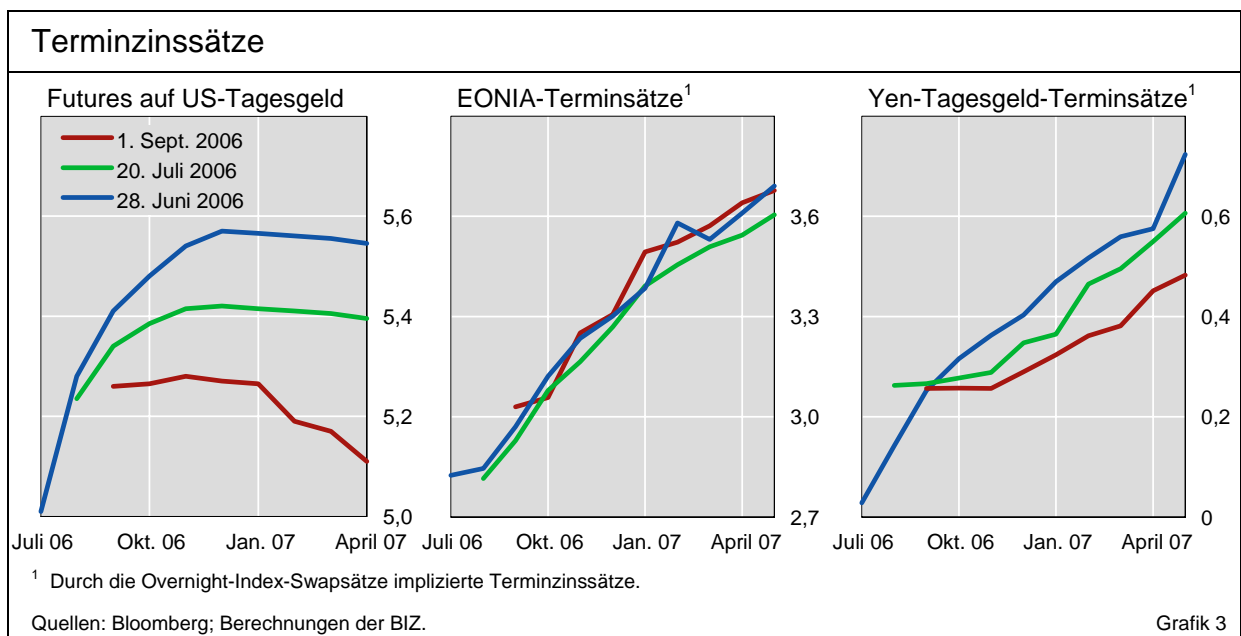
Anzeichen einer Konjunkturabkühlung in den USA sowie Aussagen der Federal Reserve liessen die Anleger zu dem Schluss kommen, dass eine weitere Straffung der Geldpolitik in naher Zukunft weniger dringlich geworden war.

Entsprechend diesen Erwartungen liess der Offenmarktausschuss die Zinssätze am 8. August unverändert und gab seiner Einschätzung Ausdruck, dass der Inflationsdruck angesichts der Konjunkturverlangsamung nachlassen werde. Im Zuge der Neueinschätzung der künftigen US-Geldpolitik durch die Märkte gingen die Preise von Futures auf US-Tagesgeld im Juli und August allmählich zurück. Die im Juli einsetzende deutliche Abwärtsbewegung der gesamten Futures-Kurve für US-Tagesgeld liess die Erwartung erkennen, dass die US-Leitzinsen im kommenden Jahr unverändert bleiben oder sogar sinken würden (Grafik 3 links).

Im Gegensatz zu den USA schwenkten im Euro-Raum die Erwartungen bezüglich geldpolitischer Massnahmen nicht zu einer verlangsamten Straffung um, wie aus den EONIA-Terminsätzen ersichtlich ist (Grafik 3 Mitte). Diese Erwartungen standen in Einklang mit Meldungen, die auf eine anhaltende Konjunkturerholung im Euro-Raum hinwiesen. Beispielsweise bildete das für das zweite Quartal gemeldete BIP-Wachstum des Euro-Raums eine positive Überraschung; es erreichte das höchste Niveau seit fünf Jahren. Dementsprechend wurden die umfragebasierten Wachstumsprognosen des Euro-Raums für 2006 nach oben revidiert (Grafik 2 links). Die Anhebung der Zinsen um 25 Basispunkte durch die EZB am 3. August – nur zwei Monate nach dem letzten Zinsschritt, während die beiden vorausgegangenen Anhebungen jeweils in einem 3-Monats-Intervall erfolgt waren – implizierte, dass die Zentralbank die Zinsen nun beschleunigt auf ein neutraleres Niveau zurückführen werde. Äusserungen des EZB-Präsidenten im August bestärkten die Anleger darin, dass mit weiteren Leitzinsanhebungen im Euro-Raum zu rechnen war, und zwar eher früher als später.

Geldpolitische Straffung im Euro-Raum erwartet ...

In Japan waren die Wirtschaftsnachrichten in den letzten drei Monaten ebenfalls vorwiegend positiv. Die *Tankan*-Erhebung der Bank of Japan zeichnete ein helleres Bild der Wirtschaftslage als der Markt erwartet hatte, und nach ihrer Veröffentlichung Anfang Juli schnellten die Anleiherenditen hoch.



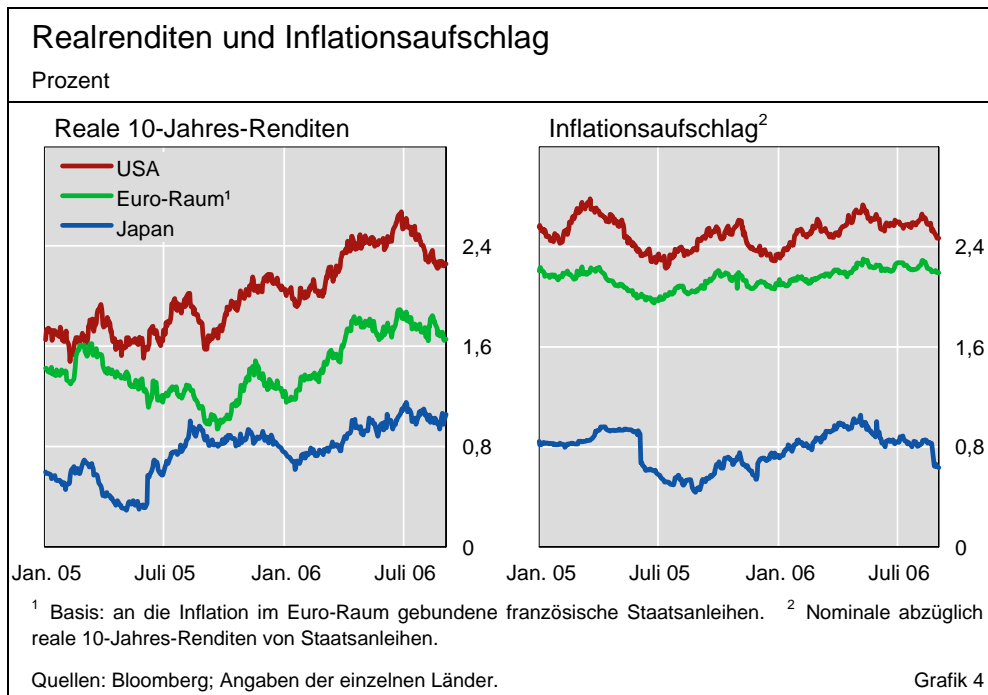
... und allmählich
auch in Japan

Der Juli-Monatsbericht der Zentralbank über die jüngsten wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen hielt darüber hinaus fest, die Produktionslücke sei nun offenbar im positiven Bereich, und es sei ein weiteres Anziehen der Konjunktur zu erwarten. Allerdings wiesen nicht alle Meldungen auf erfreuliche Wachstumsaussichten hin. Die japanischen Anleiherenditen sanken am Tag der Veröffentlichung von Daten, nach denen das BIP-Wachstum im zweiten Quartal deutlich hinter den Erwartungen der Analysten zurückgeblieben war. Die Renditen fielen noch weiter, als ein unerwarteter Rückgang der Industrieproduktion im Juli gemeldet wurde. Die Kursentwicklung bei Overnight-Index-Swaps als Reaktion auf aktuelle Meldungen wie auch auf Signale der Bank of Japan deutete darauf hin, dass nach der Erhöhung der Leitzinsen im Juli nur mit einem allmählichen weiteren Anstieg gerechnet wurde (Grafik 3 rechts).

Anzeichen
nachlassenden
Preisdrucks

Was die Inflation betrifft, wiesen zahlreiche Meldungen der letzten drei Monate auf wachsenden Preisdruck in allen drei grossen Volkswirtschaften hin, sodass die umfragebasierten Inflationsprognosen durchweg nach oben revidiert wurden (Grafik 2 Mitte). Im August publizierte Statistiken deuteten jedoch darauf hin, dass dieser Druck in den USA und in geringerer Masse auch im Euro-Raum und in Japan vielleicht nachzulassen begann. Gegenüber dem Vorjahreszeitraum war der Kernindex der US-Erzeugerpreise im Juli um 4,2% gestiegen – weniger, als der Markt erwartet hatte, und auch weniger als im Vormonat (nahezu 5%). Der Verbraucherpreisanstieg in den USA war im Juli mit 4,1% gegenüber dem Vorjahreszeitraum ebenfalls etwas geringer gewesen als vorausgesehen. Diese beiden Meldungen führten zu einem abrupten Rückgang der US-Anleiherenditen. Im Euro-Raum zeigten die HVPI-Inflationszahlen für Juli einen Preisanstieg von 2,4% gegenüber dem Vorjahreszeitraum – etwas weniger als im Vormonat und auch weniger als erwartet. In Japan löste die Meldung, dass die Verbraucherpreise im Juli deutlich weniger stark gestiegen waren als erwartet, Ende August eine Erholung der Anleihemärkte aus.

Diese gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen schlugen sich weitgehend in den Bewegungen der nominalen und realen Anleiherenditen während der letzten beiden Monate nieder. Entsprechend den schwächeren US-Konjunkturaussichten fielen im Juli und August die realen Anleiherenditen, was auch fast den gesamten Rückgang der Nominalrenditen im gleichen Zeitraum erklärt (Grafik 4). Entsprechend blieb der Inflationsaufschlag, den die Anleger für das Halten von Anleihen mit Nominalverzinsung über einen Zeithorizont von 10 Jahren fordern, weitgehend unverändert (s. Kasten auf S. 8). Dies stand im Gegensatz zu den Entwicklungen während fast des ganzen ersten Halbjahres 2006, als nicht nur höhere Realrenditen, sondern auch ein steigender Inflationsaufschlag zum Aufwärtstrend der Nominalrenditen beigetragen hatten. Im Euro-Raum sanken die realen Renditen deutlich weniger als in den USA, wie es den unterschiedlichen Erwartungen der Märkte in Bezug auf den Konjunkturverlauf in den beiden Wirtschaftsräumen entsprach. Die 10-jährige Breakeven-Inflationsrate des Euro-Raums bewegte sich relativ wenig; dies deutet auf stabile langfristige Inflationserwartungen hin. In Japan



veränderten sich sowohl die realen Renditen als auch die Breakeven-Inflationsraten im Lauf der letzten drei Monate kaum. Gegen Ende August sank jedoch der 10-jährige Inflationsaufschlag in Japan um fast 20 Basispunkte, nachdem unerwartet niedrige Inflationszahlen bekannt wurden.

Aktienmärkte erholt, aber weiterhin volatil

An den wichtigsten Aktienmärkten erholten sich die Kurse nach der allgemeinen Verkaufswelle von Mai und Anfang Juni allmählich, doch die Volatilität blieb höher als zuvor (Grafik 5 links). Vom Beginn der Verkaufswelle am 10. Mai bis zu ihrem Ende am 13. Juni hatte der Index S&P 500 7,7% abgegeben, der DJ EURO STOXX 13,3% und der TOPIX 16,5%. In den nachfolgenden Wochen wurden diese Verluste jedoch weitgehend wieder ausgeglichen.

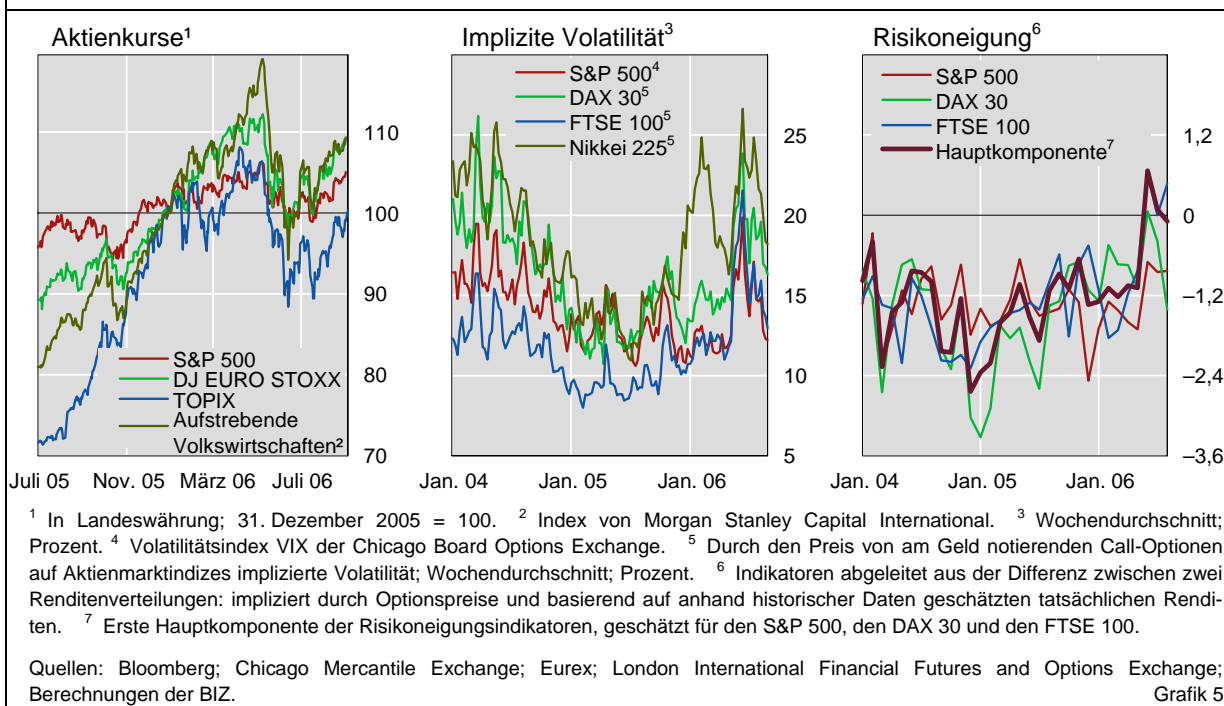
Erholung der Aktienkurse nach Verkaufswelle

Trotz der Erholung waren die Aktienanleger nach der kurzen Verkaufswelle von Mai und Juni offenbar nervöser als in den Vormonaten, wie die höhere Volatilität der Aktienkurse zeigte. Auch die implizite Volatilität, die während der Marktturbulenzen emporgeschnellt war, ging nach der Verkaufswelle nur teilweise wieder zurück; offenbar herrschte bei den Anlegern weiterhin etwas grössere Unsicherheit über die kurzfristige Aktienkursentwicklung (Grafik 5 Mitte). Dementsprechend schien die Risikoneigung der Anleger, die bei der Talfahrt der globalen Aktienkurse eingebrochen war, im Vergleich zur jüngeren Vergangenheit eher gedämpft zu bleiben (Grafik 5 rechts).

Trotz verbleibender Unsicherheiten ...

Genährt wurde die Unsicherheit der Anleger nach der Verkaufswelle durch Fragen hinsichtlich des Ausmasses und des Tempos der Konjunkturertrübung in den USA sowie eine veränderte Einschätzung des künftigen geldpolitischen Kurses der US-Notenbank. Geopolitische Spannungen im Zuge der neuen

Volatilität und Risikoneigung an den Aktienmärkten



Kampfhandlungen im Nahen Osten, des anhaltenden gewaltsamen Konflikts im Irak, der Raketentests von Nordkorea und der Befürchtungen im Zusammenhang mit den Atomplänen des Iran erhöhten die Unsicherheit der Anleger noch. Dazu kam, dass sich der Anteil der positiven gegenüber den negativen Revisionen von Gewinnprognosen in den USA, in Europa und Japan im vergangenen Quartal verringerte (Grafik 2 rechts).

Allerdings stützte eine Reihe von Faktoren die Aktienkurse. Die Daten zu den tatsächlichen Gewinnen blieben erfreulich: Meldungen zufolge dürften im zweiten Quartal die Gewinne der S&P-500-Unternehmen insgesamt zweistellige Zuwachsraten gegenüber dem Vorjahr verzeichnen, und das im 17. Quartal in Folge. Nachrichten zu den Wachstumsaussichten im Euro-Raum und in Japan waren im Allgemeinen positiv und glichen die weniger günstigen Aussichten für die US-Wirtschaft tendenziell aus. Darüber hinaus erhielten die Aktien Auftrieb durch sinkende Anleiherenditen und den zunehmend stärkeren Eindruck der Anleger, dass die Federal Reserve am Ende ihrer Zinserhöhungsrunde angelangt sei. Tatsächlich lösten publizierte Daten, die ein unerwartet schwaches Wachstum der US-Wirtschaft anzeigten, oft sogar einen Anstieg der Aktienkurse aus, da die Märkte ihre Erwartungen bezüglich Geschwindigkeit und Umfang künftiger Zinsanhebungen nach unten revidierten – und damit auch die Wahrscheinlichkeit geringer beurteilten, dass eine geldpolitische Straffung einen Konjunkturerinbruch bewirken würde. Als im August gemeldete Daten auf einen etwas schwächeren Inflationsdruck in den USA hindeuteten, schien der Markt zunehmend mit einem Szenario zu rechnen, bei dem die US-Wirtschaft „weich landen“ und nur in dem Masse abkühlen würde, das notwendig wäre, um den Preisauftrieb in Grenzen zu halten.

... Aktien gestützt durch Gewinne und sinkende Anleiherenditen

US-Aktienmärkte rechnen mit „weicher Landung“

Zukunftsbezogene Breakeven-Inflationsraten und langfristige Inflationserwartungen

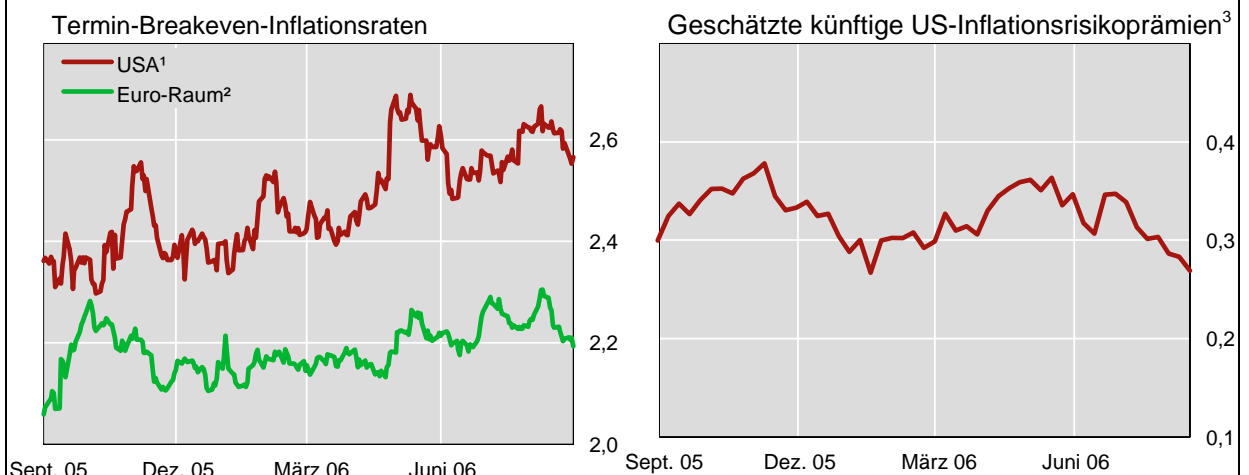
Breakeven-Inflationsraten, d.h. die Differenz zwischen den Renditen von konventionellen Anleihen und inflationsindexierten Titeln vergleichbarer Laufzeit werden seit Langem als Indikator für die Inflationserwartungen der Märkte über den Zeithorizont der Anleihen verwendet; sie ergänzen somit andere Messgrößen wie z.B. umfragebasierte Prognosen. Ein weiterer beliebter Indikator sind in diesem Zusammenhang auch langfristige implizite Termin-Breakeven-Inflationsraten, z.B. der 5-Jahres-Terminsatz in 5 Jahren. Oft wird geltend gemacht, dass diese Messgröße ein deutlicheres Bild der langfristigen Inflationserwartungen vermitteln sollte, da auf kurze Sicht erwartete Inflationsentwicklungen, wie sie z.B. durch Konjunkturschwankungen ausgelöst werden, grundsätzlich keinen Einfluss haben sollten.

Da sich seit einiger Zeit sowohl in den USA als auch im Euro-Raum anscheinend kurzfristiger Inflationsdruck aufbaut, sind die Termin-Breakeven-Raten in die Höhe geklettert, in den USA allerdings etwas stärker als im Euro-Raum. Aus dem linken Feld der untenstehenden Grafik geht hervor, dass im letzten Jahr die 5-Jahres-Breakeven-Raten in fünf Jahren in den USA schrittweise um rund 30 Basispunkte gestiegen sind; im Euro-Raum verzeichneten die entsprechenden Breakeven-Inflationsraten in den vergangenen beiden Monaten einen mässigeren Anstieg, nachdem sie eine Zeitlang relativ stabil gewesen waren.

Grundsätzlich aber lässt sich ein Anstieg der Termin-Breakeven-Inflationsrate den Erwartungen einer höheren Inflation in entfernter Zukunft, einer steigenden Inflationsrisikoprämie oder einer Kombination von beidem zuschreiben. Die Inflationsrisikoprämie entspricht in diesem Zusammenhang der zusätzlichen – d.h. über die geforderte Rendite auf real verzinsten Anleihen hinausgehenden – Rendite, die Anleger verlangen, um in nominalverzinsliche Anleihen zu investieren, die dem Risiko schwankender Inflationsraten ausgesetzt sind. Es ist bekanntlich schwierig, die Höhe von Risikoprämien genau zu bestimmen, und noch schwieriger, die Inflationsrisikoprämie von ihrem realen Pendant zu entflechten, d.h. der mit Blick auf die Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung der Realzinssätze geforderten Rendite.

Jüngste Schätzungen eines dynamischen Zinsstrukturmodells mit US-Daten könnten diesbezüglich jedoch Aufschluss geben. Kim und Wright (2005) verwenden eine Kombination von Preisen von nominalverzinslichen US-Anleihen und Inflationsdaten, um die Dynamik der nominalen Zinsstruktur zu schätzen und eine implizite reale Zinsstruktur abzuleiten; damit erhalten sie

Inflationsaufschlag und Laufzeitprämien



¹ 5-Jahres-Breakeven-Inflationsraten in fünf Jahren; Basis: Staatsanleihen mit Fälligkeit 2010, 2011, 2015 und 2016. Aufgrund der begrenzt verfügbaren Laufzeiten indexierter Anleihen handelt es sich bei den in der Grafik dargestellten Termin-Breakeven-Inflationsraten um Schätzungen. ² 5-Jahres-Breakeven-Inflationsraten in fünf Jahren; Basis: französische Staatsanleihen (OAT) mit Fälligkeit 2012 und 2015; indexierte OAT sind an die Inflation im Euro-Raum gebunden. ³ 5-Jahres-Inflationsrisikoprämie in fünf Jahren, Prozent; basierend auf Berechnungen von Kim und Wright (2005).

Quellen: Federal Reserve Board; Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Schätzungen der realen Risikoprämie sowie der Inflationsrisikoprämie.[®] Dieses Verfahren ermöglicht es auch, die Höhe künftiger Inflationsrisikoprämien zu schätzen, z.B. der Prämien, die die vorstehend dargestellten Termin-Breakeven-Raten beeinflussen würden. In diesem Ansatz werden allerdings Informationen aus indexierten Anleihen nicht berücksichtigt, und die in der Grafik dargestellten Breakeven-Reihen sollten daher lediglich als Schätzungen gesehen werden. Darüber hinaus können noch weitere Faktoren, wie z.B. Liquiditätserwägungen oder institutionelle Effekte, die Höhe der Breakeven-Inflationsraten beeinflussen. Solange aber diese anderen Faktoren einigermaßen stabil sind, sollten jüngste Veränderungen der Breakeven-Raten immer noch in erster Linie auf Veränderungen der Inflationserwartungen und/oder der Inflationsrisikoprämien zurückzuführen sein.

Schätzungen mithilfe des beschriebenen Verfahrens deuten darauf hin, dass die 5-Jahres-Inflationsrisikoprämie in 5 Jahren in den USA im vergangenen Jahr recht stabil geblieben ist. Die Inflationsrisikoprämie hat somit offenbar in der jüngsten Entwicklung der Termin-Breakeven-Rate nur eine untergeordnete Rolle gespielt. Daher dürfte der allmähliche Anstieg der Termin-Breakeven-Inflationsraten, der im letzten Jahr in den USA erfolgte, hauptsächlich der Erwartung zuzuschreiben sein, dass die Inflation auf lange Sicht mässig ansteigen wird.

[®] S. D. Kim und J. Wright, „An arbitrage-free three-factor term structure model and the recent behavior of long-term yields and distant-horizon forward rates“, *International Finance Discussion Paper 2005–33*, Federal Reserve Board, August 2005. Folgende aktuelle Studien enthalten ebenfalls Schätzungen der Inflationsrisikoprämie: A. Ang und G. Bekaert, „The term structure of real rates and expected inflation“, Working Paper, Columbia University, Graduate School of Business, 2005; A. Buraschi und A. Jiltsov, „Inflation risk premia and the expectations hypothesis“, *Journal of Financial Economics*, 2005, Vol. 75, S. 429–490; P. Hördahl, O. Tristani und D. Vestin, „The term structure of inflation risk premia and macroeconomic dynamics“, Mimeo, EZB und BIZ, 2006.

In den aufstrebenden Volkswirtschaften wurden die Aktien von der Verkaufswelle im Mai/Juni besonders hart getroffen; der MSCI-Index für Aktien aufstrebender Volkswirtschaften büsste über 20% ein. Aber wie an den entwickelten Märkten erholten sich die Aktien auch an den aufstrebenden Märkten allmählich (Grafik 5 links). Bis zum 1. September waren die Verluste aus der Verkaufswelle mehr als zur Hälfte wieder aufgeholt worden. Im Allgemeinen tendierten in den letzten drei Monaten die Aktienkurse an den aufstrebenden Märkten dazu, die Kurse in den entwickelten Volkswirtschaften widerzuspiegeln, wenn sie auch offenbar empfindlicher auf geopolitische Ereignisse reagierten. An einzelnen Märkten trugen auch lokale Faktoren zu heftigen Kursschwankungen bei. Im Juni ging der türkische Aktienmarkt auf Talfahrt, als eine beschleunigte Inflation und eine rasch fallende Lira die Zentralbank zu einer deutlichen Zinsanhebung veranlassten. Zudem belastete die Eskalation der Gewalt im Nahen Osten türkische Aktien besonders stark. In Mexiko erlebte die Bolsa im Juli abrupte Kursauschläge, als die Anleger die Wahrscheinlichkeit neu beurteilten, dass jeder der beiden Hauptkandidaten in den hart umkämpften Präsidentenwahlen vom 2. Juli noch zum endgültigen Sieger erklärt werden konnte.

Geringe Bewegungen der Spreads auf US-Unternehmenstitel auf höherem Niveau

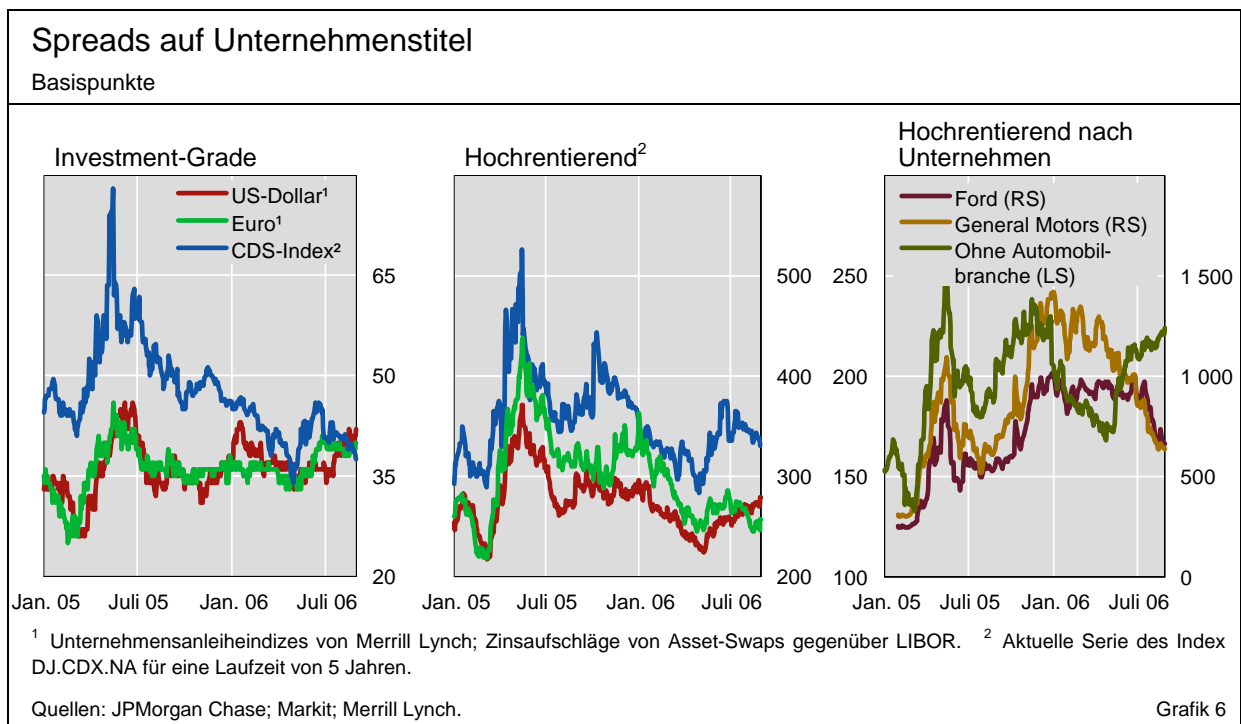
Die Kreditmärkte der Industrieländer entwickelten sich nach der Verkaufswelle von Mai und Anfang Juni unterschiedlich (Grafik 6). Bis zum 1. September lagen die Zinsaufschläge von Asset-Swaps auf Investment-Grade- und hochrentierende US-Dollar-Unternehmensanleihen gegenüber LIBOR bei 42 bzw.

279 Basispunkten, beides immer noch deutlich über den Jahrestiefstständen vom Mai. Die Spreads von nordamerikanischen Credit-Default-Swaps (CDS), die während der Verkaufswelle des zweiten Quartals weit drastischer gestiegen waren, gaben nur einen Bruchteil der Ausweitung wieder ab. Etwas besser schnitten Kredite im Euro-Raum ab, auch wenn sie ebenfalls volatil waren: Die High-Yield-Indizes des Euro-Raums kehrten Ende August wieder ungefähr zu den Niveaus vor der Verkaufswelle zurück, möglicherweise infolge der weiter oben beschriebenen positiveren Konjunktursignale.

Ähnlich wie an den Aktienmärkten standen auch an den Märkten für Unternehmenskredite die Spreads unter den gegensätzlichen Einflüssen von höheren Energiepreisen im Zusammenhang mit den steigenden geopolitischen Risiken und von veränderten kurzfristigen Aussichten hinsichtlich des Kurses der Federal Reserve. Als in der Woche vom 10.–14. Juli die Ölpreise angesichts der Zuspitzung des Nahostkonflikts emporschnellten, stieg der nordamerikanische Index für hochrentierende CDS um 22 Basispunkte (der Investment-Grade-Index stieg um 3 Basispunkte). Dagegen gingen die Spreads auf Investment-Grade-CDS wie auch auf hochrentierende CDS nach der Erklärung des Offenmarktausschusses vom 29. Juni und nach dem Bericht des Fed-Vorsitzenden vor dem Kongress am 19. Juli stark zurück. Selbst der unerwartet schlechte BIP-Bericht von Ende Juli wurde als positive Nachricht für den hochrentierenden Sektor aufgenommen – ein Anzeichen dafür, dass die aktuelle Konjunkturabschwächung dem Markt weniger Sorgen bereitete als die Möglichkeit, dass die Federal Reserve die Zinsen zu rasch anheben und damit den Abschwung verstärken würde.

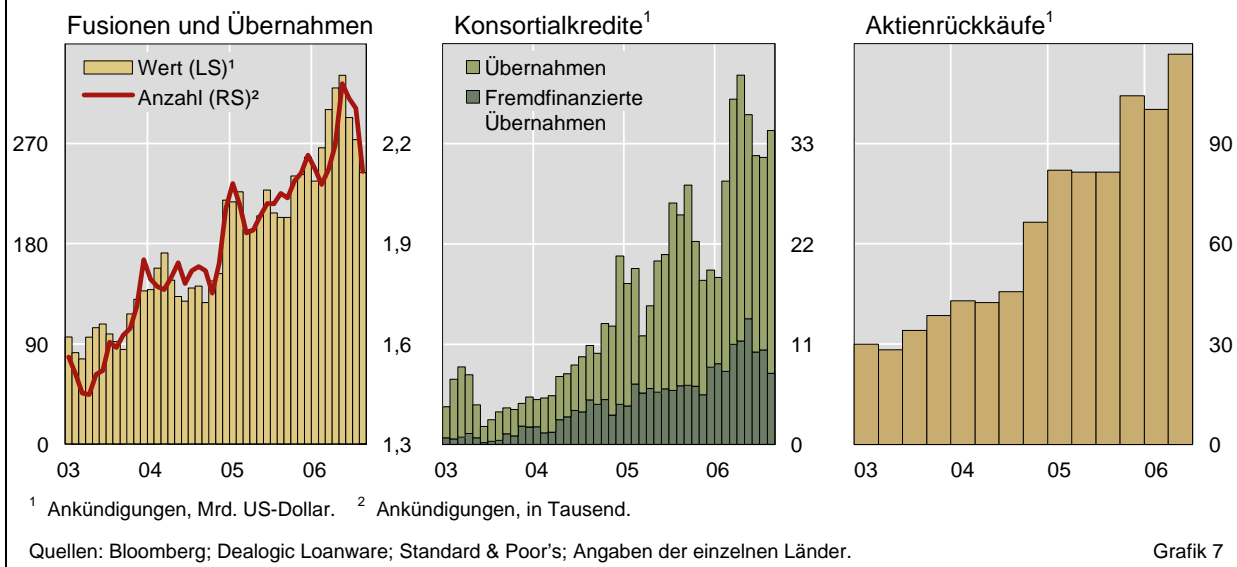
Nahostkonflikt trägt zu Spreadausweitung bei

Ohne den Automobilsektor wären die Spreads auf hochrentierende Titel im Juni und Juli noch deutlich stärker gestiegen (Grafik 6 rechts). Zwei der



Aktionärsfreundliche Massnahmen

Gleitender 3-Monats-Durchschnitt



grössten Schuldner der Indizes, die US-Automobilfirmen General Motors und Ford, erlebten in diesem Zeitraum eine Verengung ihrer Spreads. Die Spreads auf 5-jährige CDS von Ford fielen bis Ende August auf rund 660 Basispunkte, mehr als 330 Basispunkte unter den Stand vom 28. Juni. Die Spreads auf 5-jährige CDS von GM gingen im gleichen Zeitraum um mehr als 360 Basispunkte zurück und lagen Ende August bei rund 640 Basispunkten. Hinter dieser Erholung standen wahrscheinlich jeweils firmenspezifische Faktoren, u.a. Gerüchte über einen neuen Restrukturierungsplan für GM sowie eine positiv überraschende Gewinnmeldung im Juli.

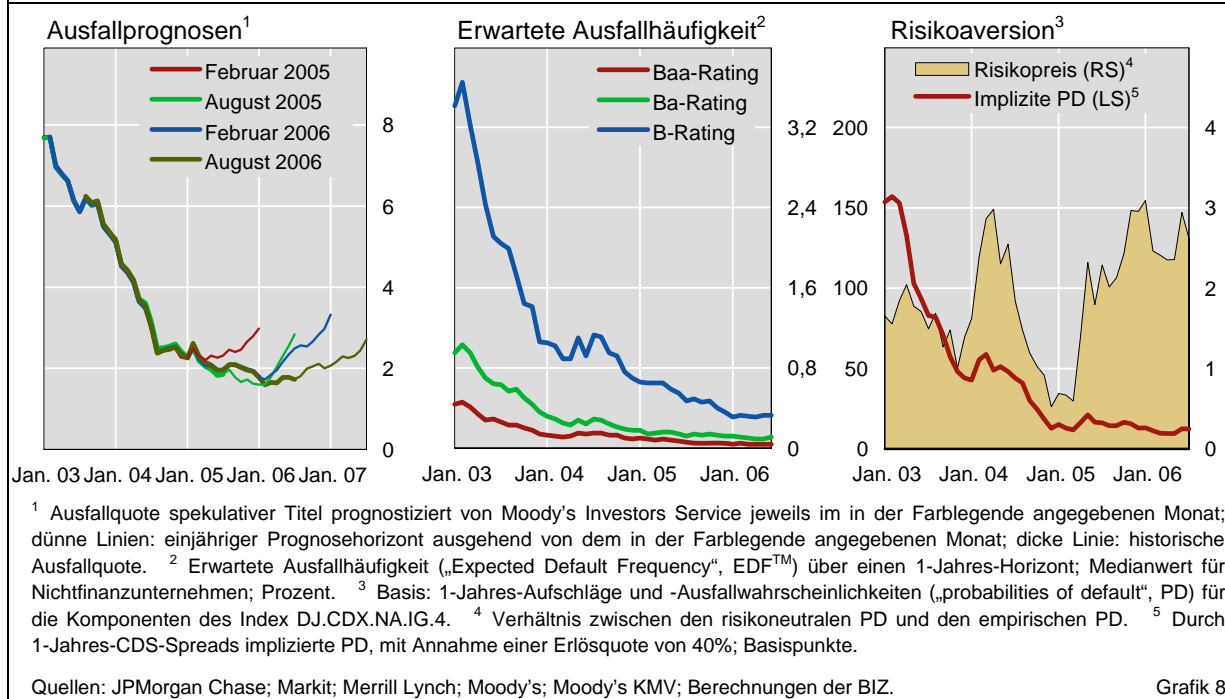
Kreditmärkte
gedrückt durch
LBO-Risiko und
erhöhte
Verschuldung ...

Zunehmende Besorgnis über das Risiko fremdfinanzierter Übernahmen (Leveraged Buyout, LBO) und die wachsende Verschuldung dürfte sich dämpfend auf Unternehmensanleihen ausgewirkt haben, insbesondere in den USA. So wurde am 24. Juli die fremdfinanzierte Übernahme der US-Krankenhaukette HCA für \$ 33 Mrd. angekündigt – die bislang umfangreichste derartige Transaktion. Die Ankündigung löste nicht nur unverzüglich ein Hochschnellen der Spreads auf HCA-Schuldverschreibungen um 150 Basispunkte aus, sondern auch einen deutlichen Anstieg der Spreads im gesamten Sektor der Krankenhausbetreiber. Schon seit geraumer Zeit hält eine globale Welle von Fusionen und Übernahmen an, die in beträchtlichem Masse durch den vermehrten Einsatz von Fremdkapital finanziert werden (Grafik 7). Gleichzeitig hat auch die Verschuldung von Unternehmen für Aktienrückkäufe erheblich zugenommen. Im zweiten Quartal wurden Aktienrückkäufe in Höhe von rund \$ 117 Mrd. angekündigt, nach \$ 100 Mrd. im ersten Quartal 2006 und durchschnittlich \$ 87 Mrd. pro Quartal im Jahr 2005.

... aber keine
Anzeichen von
Bonitäts-
verschlechterung

Obwohl die Bonitätsindikatoren kaum Anzeichen einer Verschlechterung erkennen liessen, verharrten die wichtigsten Indizes der Spreads für Unternehmen in den USA deutlich oberhalb früherer Tiefstände. Moody's revidierte bis August 2006 seine Prognose für die gleitende 12-Monats-Ausfallquote von

Ausfallquoten und CDS-Märkte



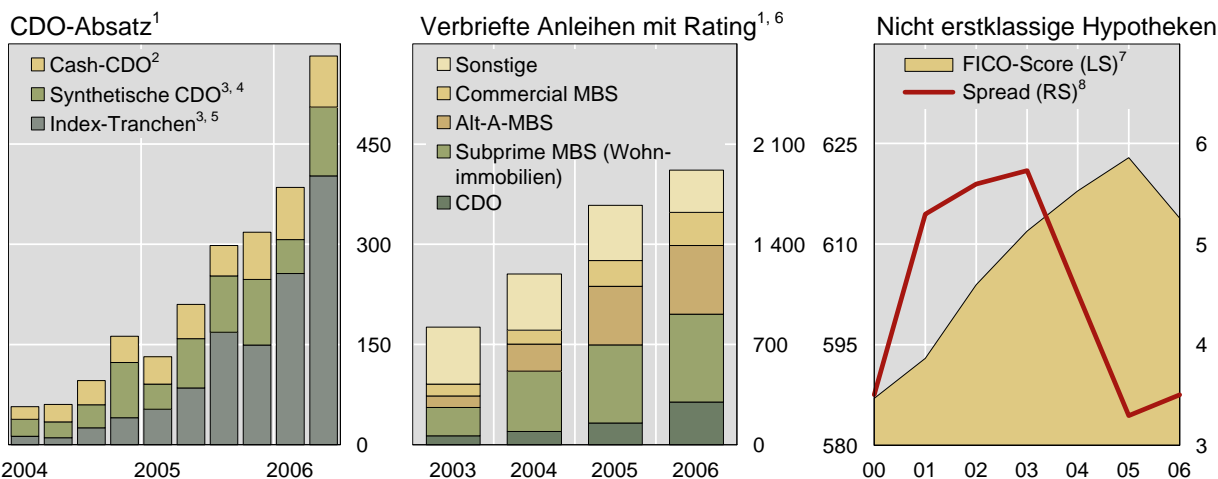
spekulativen Titeln für Januar 2007 auf 2%, nachdem sie sechs Monate zuvor noch gut 3% betragen hatte, und setzte damit den seit einigen Jahren bestehenden Trend der Abwärtskorrekturen von Prognosen fort (Grafik 8 links). Auch die erwartete Ausfallhäufigkeit, wie sie von Moody's KMV aufgrund von Bilanzdaten und der Preisvolatilität der Vermögenswerte berechnet wird, war für Unternehmen mit Ratingqualität auf niedrigem Niveau stabil (Grafik 8 Mitte). Die trotz praktisch unveränderter Aussichten für die Kreditqualität noch immer höheren Spreads stehen in Einklang mit Indikatoren, gemäss welchen sich die Bereitschaft, Kreditrisiken zu übernehmen, nie ganz von den Turbulenzen an Unternehmensanleihe- und CDS-Märkten im zweiten Quartal 2005 erholt hat (Grafik 8 rechts).

Strukturierte Finanzprodukte werden von den Anlegern weiterhin stark nachgefragt. Ein besonders robuster Absatzbereich sind forderungsgedekte Schuldverschreibungen („collateralised debt obligations“, CDO), bei denen Forderungen strukturiert und in Wertpapiere mit besserem Rating umgewandelt werden (Grafik 9 links). Im zweiten Quartal war nicht nur der Absatz bei auf Barabsicherungen beruhenden CDO mit \$ 76,2 Mrd. mehr als doppelt so hoch wie im Vorjahreszeitraum, sondern auch der Absatz „synthetischer“ CDO – die sich auf CDS sowie CDS-Indizes stützen – wuchs rasant.

Das Vertrauen in das Funktionieren des Marktes für strukturierte Finanzprodukte dürfte zum Teil durch die – trotz der schwächeren Märkte für Wohnimmobilien – günstige Entwicklung hypothekarisch unterlegter Wertpapiere („mortgage-backed securities“, MBS) in den USA gefördert worden sein. Die Anzeichen einer Abkühlung am Wohnimmobilienmarkt lösten keine wesentlichen Änderungen bei der Preisbildung von MBS-Produkten aus, nicht einmal

Positive Entwicklung von MBS trotz schwächerer Wohnimmobilienmärkte

Strukturierte Finanzprodukte



¹ Mrd. US-Dollar. ² CDO mit Barabsicherung. ³ Nominalwert, ohne Berücksichtigung des Risikograds der einzelnen Tranchen. ⁴ Portfolio-CDS, bezogen auf Unternehmensanleihen, Staatsanleihen und forderungsunterlegte Wertpapiere (ABS). ⁵ Portfolio-CDS (d.h. CDS auf Basis mehrerer Adressen), bezogen auf CDS-Indizes. ⁶ Zeichnungsangebote für verbriefte Anleihen mit Rating von Moody's; 2006: Zahlen für die ersten sieben Monate auf das Jahr hochgerechnet; Mrd. US-Dollar. „Subprime“-Kredite sind Kredite an Schuldner mit einer nicht ganz makellosen Bonitätsgeschichte. „Alt-A“-Kredite sind (andere) Kredite an Schuldner, die nicht alle Anforderungen der staatlich unterstützten US-Wohnbaufinanzierungsgesellschaften erfüllen. „Commercial MBS“ sind mit Gewerbeimmobilien unterlegte Wertpapiere. „Sonstige“ umfasst mit Wohnimmobilien unterlegte Wertpapiere mit hohem Nominalvolumen (sogenannte Jumbo-MBS) sowie mit Kreditkartenforderungen und Automobilkrediten unterlegte Wertpapiere. ⁷ FICO-Rating für Hypothekendarlehen mit anpassbaren Zinsen („adjustable rate mortgages“, ARM) nach Datum der Kreditausreichung. FICO-Scores drücken das relative Risiko des Zahlungsausfalls oder erheblichen Zahlungsverzugs eines Schuldners aus. Ein höherer FICO-Score entspricht einem geringeren Risiko. ⁸ Spread des gewichteten Durchschnittssatzes von 2/28-ARM als Sicherheit für „subprime“-Verbriefungen gegenüber dem 2-Jahres-Swapsatz, Prozent.

Quellen: Bond Market Association; CreditFlux; LoanPerformance; Moody's Investors Service; UBS.

Grafik 9

bei Verbriefungen von Hypotheken für nicht erstklassige („subprime“) Schuldner. Solche Kredite, ebenso wie Kredite für „Alt-A“-Schuldner (die ebenfalls nicht als erstklassig gelten), bildeten in den letzten Jahren die zugrundeliegende Besicherung für einen immer grösseren Anteil der verbrieften Anleihen mit Rating (Grafik 9 Mitte). Trotz rückläufiger FICO-Scores für „subprime“-Sicherheiten (sowie steigender Beleihungsquoten) stiegen die Spreads auf die Hypotheken, die bei Verbriefungen in dieser Ratingkategorie zugrunde gelegt werden, nur geringfügig (Grafik 9 rechts). Darüber hinaus erbrachten Hypothekenverbriefungen mit A- und Baa-Ratings im Jahr 2006 bislang sogar höhere Zusatzrenditen gegenüber Schatzpapieren als MBS mit besserem Rating.

Spreads für aufstrebende Volkswirtschaften wieder im Abwärtstrend

Erneuter Rückgang von Spreads ...

Weit mehr als in anderen risikobehafteten Anlagekategorien kehrte bei den Krediten an aufstrebende Volkswirtschaften im Juli und August weitgehend die Euphorie zurück, die die ersten Monate des Jahres geprägt hatte. Die Spreads für Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften erreichten Ende Juni nicht nur einen im historischen Vergleich recht niedrigen Spitzenwert, sondern sie nahmen danach ihren Abwärtstrend wieder auf (Grafik 10 links). Mitte August war der von JPMorgan Chase berechnete EMBI-Global-Spread-Index auf

annähernd 180 Basispunkte gefallen. Dies war weit unterhalb des Standes von 232 Basispunkten sieben Wochen zuvor und nah am historischen Tief von 174 Basispunkten Anfang Mai.

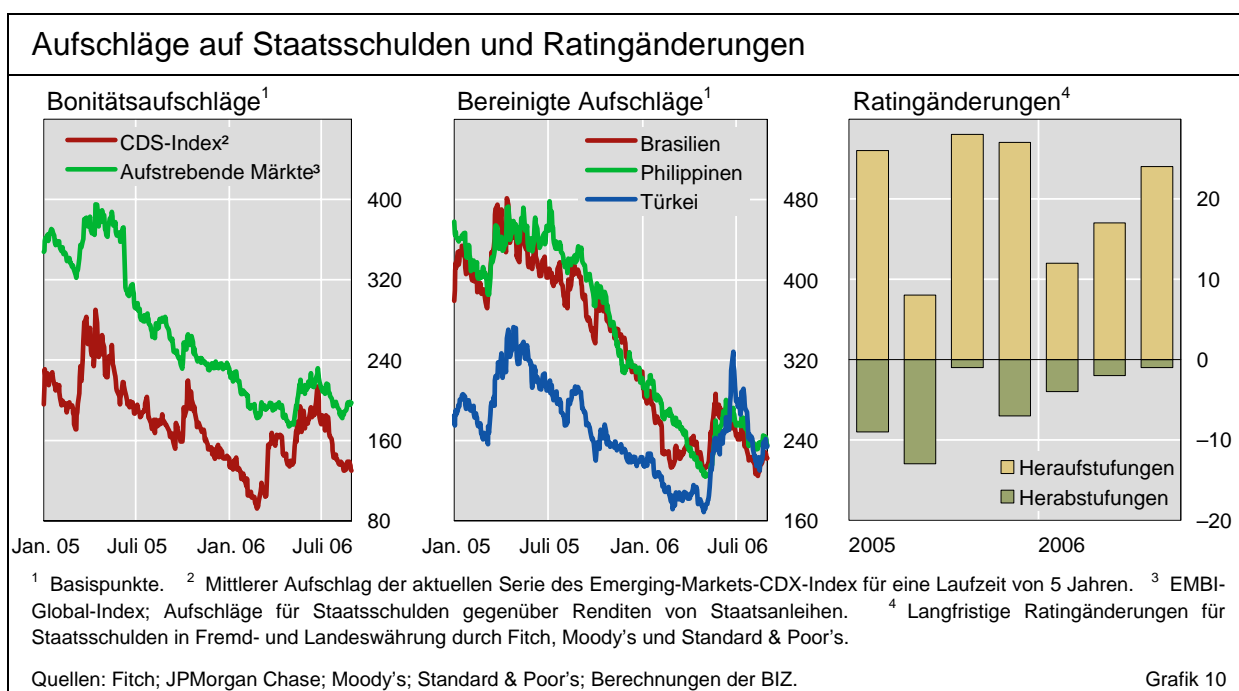
Die Verbesserung der Spreads zeigte sich überall in den aufstrebenden Volkswirtschaften. In der Zeit vom 13. Juni bis zum 1. September z.B. fiel der Aufschlag für Staatstitel Brasiliens um nahezu 51 auf 222 Basispunkte und für philippinische Staatstitel um 45 auf 235 Basispunkte. An den CDS-Märkten, die im Regelfall volatiler sind und stärker auf neue Informationen reagieren als Kassamärkte, fielen die Spreads für lateinamerikanische Schuldner wie Brasilien und Mexiko unter die Niveaus vom Mai, als der Rückzug aus risiko-behafteten Werten begonnen hatte. Sogar die Spreads auf Staatsanleihen der Türkei, die Ende Juni aufgrund fiskalischer Bedenken und einer Ratingherabstufung isoliert gestiegen waren, verengten sich gegenüber ihrem Höchststand von Ende Juni um fast 100 Basispunkte.

... weit verbreitet ...

Die Verschärfung des Nahostkonflikts bremste den Abwärtstrend der Spreads für aufstrebende Volkswirtschaften nur wenig. Als die Kampfhandlungen Mitte Juli auf den Libanon übergriffen und der Ölpreis angesichts befürchteter Lieferausfälle auf nahezu \$ 80 je Barrel kletterte, wurden zwar viele Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften abgestossen. Doch die wichtigsten Indizes erholten sich innerhalb von Tagen, und in der Folge verengten sich die Spreads weiter. Auch auf den Londoner Terroralarm von Mitte August reagierten die Märkte nur wenig.

Verbesserte Fundamentaldaten der einzelnen aufstrebenden Länder unterstützten die Verengung ihrer Spreads. Im Berichtszeitraum wurden zahlreiche Länderratings heraufgestuft; im Juli und August allein gab es 24 Heraufstufungen von jeweils einer der drei wichtigsten Ratingagenturen für 12 verschiedene Staaten, u.a. China, Indien, Indonesien und Russland (Grafik 10 rechts). Diese Heraufstufungen wurden generell mit verbesserten

... gefördert durch Ratingheraufstufungen ...



Zahlungsbilanzen und/oder positiveren Aussichten für die öffentlichen Haushalte begründet. Im Zeitraum Juli/August wurde sogar nur eine einzige Herabstufung vorgenommen, für Belize.

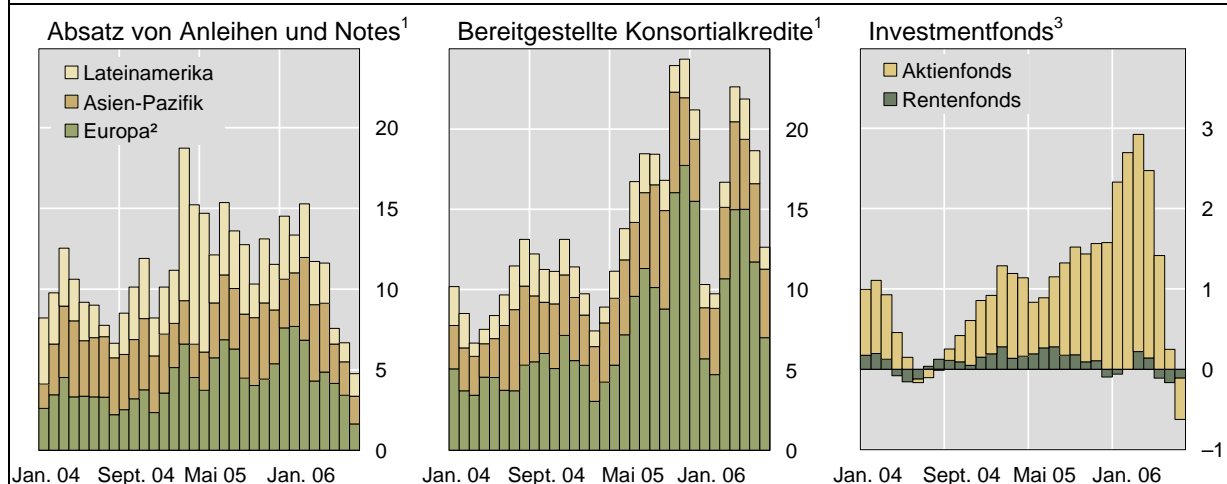
... und Eindruck eines Gipfelpunkts im US-Zinszyklus

Darüber hinaus profitierten Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften – noch mehr als hochrentierende Unternehmenstitel – erheblich von dem bei den Marktteilnehmern um sich greifenden Eindruck, die von der US-Notenbank seit Mitte 2004 verfolgte Politik stetiger Zinsanhebungen näherte sich ihrem Ende. So verengten sich die CDS-Index-Spreads für aufstrebende Volkswirtschaften und für hochrentierende nordamerikanische Titel am 29. Juni, als die Presseerklärung des Offenmarktausschusses erschien, um je rund 18 Basispunkte und am 19. Juli, dem Tag des Berichts des Federal-Reserve-Vorsitzenden vor dem Kongress, um je 10 Basispunkte. Beide Ereignisse veränderten die Erwartungen hinsichtlich des Kurses der US-Geldpolitik. Als Mitte August tiefere Inflationswerte als erwartet bekannt gegeben wurden, trug dies ebenfalls zu einem erheblichen Rückgang der Spreads bei.

Die verbesserte Finanzlage vieler Staaten trug zu einer Verlangsamung des internationalen Anleiheabsatzes bei (s. „Trends“ auf S. 17). Viele Finanz- und Wirtschaftsunternehmen nahmen jedoch weiterhin hohe Beträge auf, insbesondere an den Kreditmärkten (Grafik 11). Die Nachfrage schien robust zu bleiben. Beispielsweise wurde die Ende Juli aufgelegte Staatsanleihe der Philippinen über \$ 750 Mio. 16-fach überzeichnet. Darüber hinaus gab es Berichte über eine Verstärkung der Nettozuflüsse Anfang August sowie zahlreiche aufstrebende Volkswirtschaften in Wartestellung, die hofften, mit Emissionen im September von günstigen Marktbedingungen profitieren zu können.

Private Kapitalströme in aufstrebende Volkswirtschaften

Mrd. US-Dollar



¹ Angekündigte internationale Emissionen nach Sitzland des Emittenten; gleitender 3-Monats-Durchschnitt. ² Einschl. Afrika und Naher Osten. ³ Nettozuflüsse neuer Mittel in spezialisierte Emerging-Market-Investmentfonds mit Sitz in den USA, einschl. Anteilstausch netto.

Quellen: Bloomberg; Dealogic Bondware; Dealogic Loanware; Investment Company Institute; Berechnungen der BIZ. Grafik 11