

Überblick: Die Märkte rechnen mit einer sanften Abschwächung

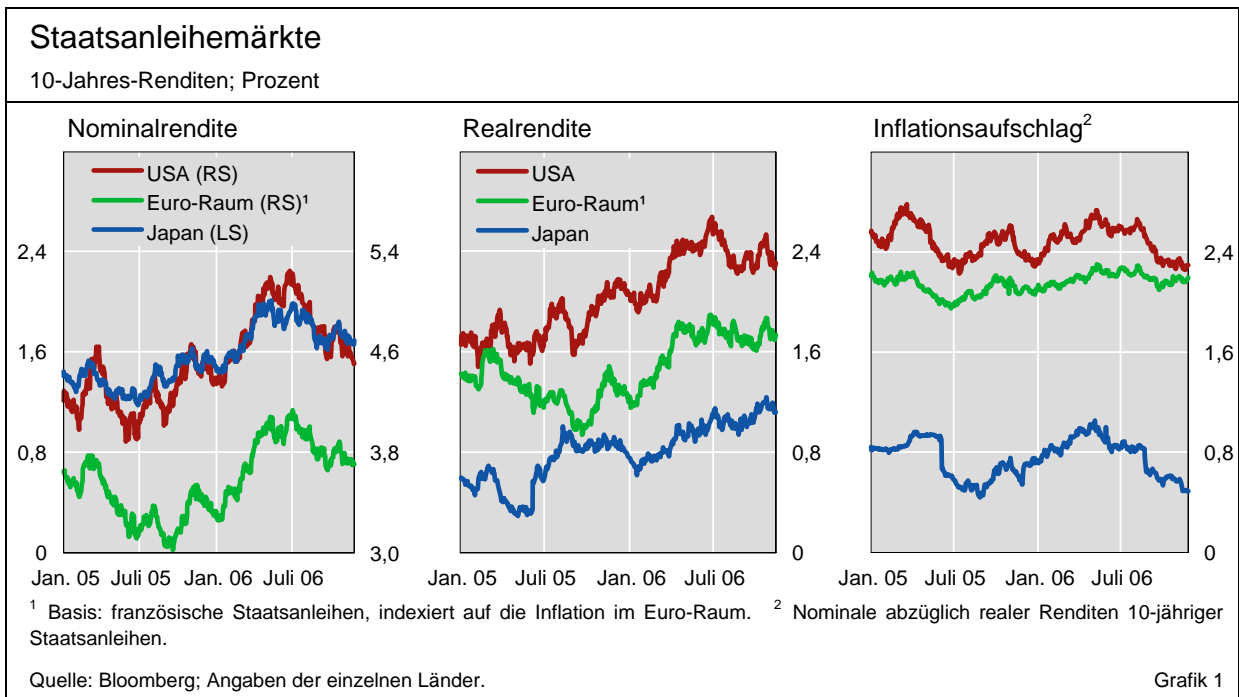
Trotz zeitweilig unterschiedlicher Signale beurteilten die Märkte anscheinend die Aussichten für die Weltwirtschaft und die Wahrscheinlichkeit einer „sanften Landung“ der US-Wirtschaft optimistisch. Von September bis gegen Ende November stiegen an den meisten Märkten die Preise für risikobehaftete Vermögenswerte. Hingegen war bei den Staatspapierrenditen kein wirklicher Trend auszumachen, da die Anleger auf widersprüchliche Nachrichten über die Wachstumsaussichten und den geldpolitischen Ausblick reagierten, insbesondere in den USA.

Diese allgemein gute Stimmung liess sich auch an der Entwicklung einer Reihe anderer Marktindikatoren ablesen. Mitte November erreichte die implizite Volatilität an den Anleihe- und Aktienmärkten den tiefsten Stand seit Jahren, und die Messgrössen der Risikobereitschaft zeigten, dass die Anleger nach ihrem Rückzug im Anschluss an die Verkaufswelle vom Mai und Juni weitgehend wieder präsent waren. Nicht einmal Ereignisse wie der Bericht über einen Verlust von \$ 6 Mrd. eines grossen Hedge-Fonds oder mehrere Fälle politischer Instabilität in aufstrebenden Volkswirtschaften im September vermochten anscheinend die Zuversicht der Anleger zu dämpfen.

Der generelle Optimismus der Marktteilnehmer wurde gegen Ende November kurze Zeit auf die Probe gestellt, als heftige Ausschläge an den Devisenmärkten und eine Reihe überraschender Konjunkturdaten die Preise vieler risikobehafteter Vermögenswerte einbrechen liessen. Zwar machten zahlreiche Märkte ihre Verluste danach wieder wett, doch verharrte die implizite Volatilität an den Aktienmärkten Ende November noch oberhalb der vorherigen Niveaus; im langjährigen Vergleich war sie allerdings tief.

Anleiherenditen ohne klaren Trend

Nach einer Phase abnehmender Renditen an den Staatsanleihemärkten der USA, des Euro-Raums und Japans erreichten die langfristigen Zinsen im September 2006 offenbar einen Tiefpunkt; seither verharrten sie in einer engen Bandbreite. Ende November stand die US-10-Jahres-Rendite mit 4,5% um rund 20 Basispunkte niedriger als Ende August, während sich die entsprechenden Renditen im Euro-Raum und in Japan im gleichen Zeitraum kaum



veränderten und Mitte November bei 3,7% bzw. 1,7% standen (Grafik 1 links). Da die kurzfristigen Leitzinsen unverändert blieben, führte der Rückgang der langfristigen US-Anleiherenditen zu einer steileren Inversion der US-Renditenstrukturkurve. Im Euro-Raum blieb die Renditenstrukturkurve indessen flach, und Japan verzeichnete weiterhin eine ansteigende Kurve. Der Rückgang der US-Nominalrenditen spiegelte sich fast vollständig in niedrigeren Breakeven-Inflationsraten wider, während sich die Realrenditen trotz einer gewissen Volatilität im Berichtszeitraum insgesamt wenig veränderten (Grafik 1 Mitte und rechts). In Japan verbarg sich hinter der Stabilität der Nominalrenditen ein Anstieg der langfristigen Realzinsen, der durch einen Rückgang der Breakeven-Inflationsrate ausgeglichen wurde, während sich die Realrenditen und Breakeven-Raten im Euro-Raum generell stabil zeigten.

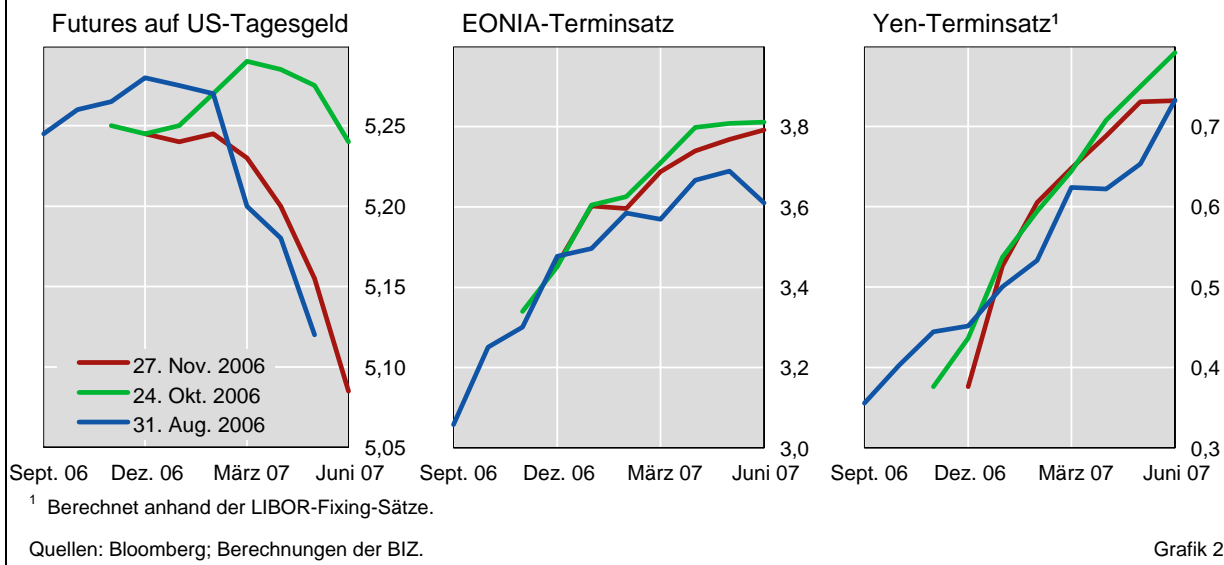
Steilere Inversion der US-Renditenstrukturkurve

Wie schon über weite Teile des Jahres waren die Aussichten in Bezug auf das globale Wachstum und die Geldpolitik von entscheidender Bedeutung für die kurzfristigen Zinsen und die langfristigen Anleiherenditen. Besonders ausgeprägt war dies am US-Markt, wo Meldungen von Wirtschaftsdaten abwechselnd die Erwartung zu stützen schienen, dass die Federal Reserve die Leitzinsen relativ rasch lockern oder aber dass sie sie auf längere Sicht unverändert lassen werde. Nach positiven Meldungen vom Arbeitsmarkt stieg die Futureskurve für US-Tagesgeld, die Ende August steil nach unten gezeigt hatte, im Oktober deutlich an; parallel dazu stiegen auch die Anleiherenditen (Grafik 2 links). Erneuter Abwärtsdruck auf US-Tagesgeldfutures und Anleiherenditen entstand nach dem Beschluss des Offenmarktausschusses vom 25. Oktober, die Leitzinsen unverändert zu lassen. Der Beschluss war zwar weithin erwartet worden, doch der Ton der entsprechenden Presseerklärung war milder ausgefallen, als viele Anleger vorausgesehen hatten.

Widersprüchliche Meldungen über US-Konjunkturaussichten

Terminzinssätze

Prozent

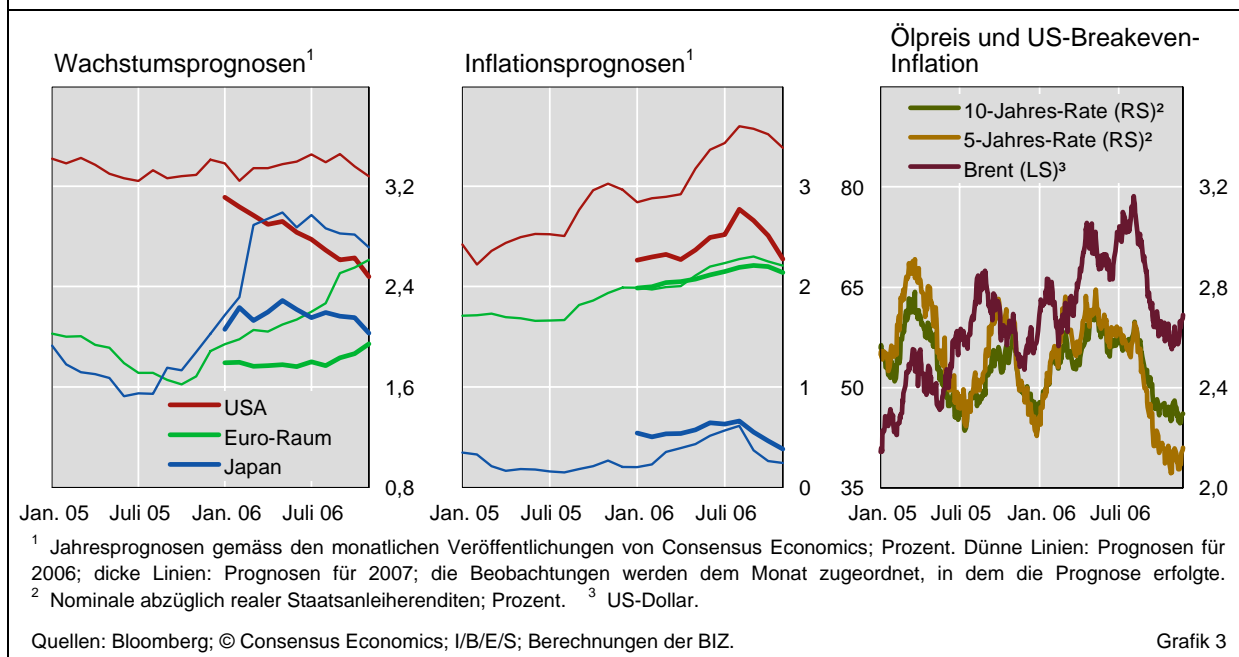


In den USA erlebten die langfristigen Realrenditen indexgebundener Anleihen von September bis November ein ähnliches Auf und Ab, da die Anleger ihre Meinung über die Wahrscheinlichkeit eines starken Konjunkturrückgangs in den USA ständig änderten. Besonders der Einbruch des Marktes für Wohnimmobilien nährte die Sorge, dass die US-Konjunktur auf eine Rezession zusteuern könnte. Die Inversion der Renditenstrukturkurve – seit jeher ein zuverlässiger Indikator einer bevorstehenden Rezession – schien diese Sorge zu bestätigen. Verstärkt wurde dies durch Daten für das dritte Quartal, die ein unerwartet schwaches BIP-Wachstum und nachlassendes Vertrauen der Verbraucher anzeigten. Andere Zeichen schienen dagegen die Auffassung zu stützen, dass der US-Konjunktur eine „weiche Landung“ bevorstehe, d.h. eine sanfte Abkühlung, nicht aber eine Rezession. Für diese Auffassung sprachen auch die anscheinend begrenzten Auswirkungen des Einbruchs am Wohnimmobilienmarkt auf den Verbrauch und die Stimmung der Verbraucher. Rückläufige Ölpreise, der haussierende Aktienmarkt und die Stärke der Unternehmen liessen zudem eine entscheidende Stützung der Konjunktur erwarten, falls sich die Lage am Wohnimmobilienmarkt weiter verschlechterte. Dementsprechend blieben die umfragebasierten Prognosen für das BIP-Wachstum im Jahr 2007, obwohl sie weiter nach unten revidiert wurden, deutlich oberhalb des Rezessionsbereichs (Grafik 3 links).

Steigende EONIA-Terminsätze bei freundlicheren Wachstumsaussichten im Euro-Raum

Im Euro-Raum veränderten sich die langfristigen Realrenditen von Ende August bis Ende November kaum, und die implizite Kurve der EONIA-Terminsätze verschob sich leicht nach oben. Der Anstieg der Terminalsätze im Euro-Raum erfolgte in einem Umfeld positiv überraschender Meldungen, die die Marktbeobachter veranlassten, ihre Prognosen für das BIP-Wachstum 2007 nach oben zu revidieren (Grafik 3 links). Im zweiten Quartal übertraf das BIP-Wachstum des Euro-Raums mit 2,7% gegenüber dem Vorjahr die Erwartungen der Anleger, und eine Reihe positiver Wirtschaftsdaten zeigte, dass

Gesamtwirtschaftlicher Ausblick, Ölpreis und Breakeven-Inflation



insbesondere die deutsche Wirtschaft überraschend stark war. Das freundliche Bild wurde etwas getrübt durch Befürchtungen, dass die Konjunktur im Jahr 2007 durch einige Faktoren gedämpft werden könnte, u.a. die geplante deutsche Mehrwertsteuererhöhung, die erwartete Haushaltskonsolidierung in mehreren Ländern des Euro-Raums und die verzögerten Effekte bisheriger Leitzinserhöhungen der EZB. Anfang November gemeldete Zahlen, wonach die französische Wirtschaft im dritten Quartal unerwartet ein Nullwachstum verzeichnet hatte und wonach zugleich das BIP im Euro-Raum langsamer als erwartet gewachsen war, wurden als Warnsignale für die Möglichkeit überraschend negativer Konjunktorentwicklungen gesehen; allerdings wirkten auch sie sich kaum auf die Renditen aus.

In Japan blieb die Nominalrendite 10-jähriger Anleihen von Ende August bis Ende November in etwa stabil, da die steigende Realrendite durch den Rückgang der Breakeven-Inflationsrate ausgeglichen wurde. Den Hintergrund dieser Entwicklung bildeten aktuelle amtliche Daten, die einen uneinheitlichen Eindruck von der Konjunktur vermittelten, und umfragebasierte Wachstumsprognosen für 2007, die im September und Oktober leicht nach unten korrigiert wurden. Die japanische Terminalsatzkurve für den kurzfristigen Bereich veränderte sich wenig, da die Anleger offenbar weiterhin den nächsten Beschluss der Bank of Japan abwarteten (Grafik 2 rechts). Als Kommentare des Gouverneurs der Bank of Japan Anfang November in dem Sinne gedeutet wurden, dass eine zweite Zinsanhebung vor dem Jahresende möglich wäre, reagierten die kurzfristigen Zinsen kaum. Die Mitte November gemeldeten, unerwartet starken BIP-Zahlen für das dritte Quartal wurden von den Anlegern als günstiges Zeichen gesehen, sodass die japanischen Zinsen am Tag der Meldung stiegen.

Sinkende Breakeven-Raten bei fallenden Ölpreisen ...

Der starke Rückgang der Ölpreise im September und Oktober dürfte entscheidend zu den Entwicklungen der Breakeven-Inflationsraten an den wichtigsten Märkten beigetragen haben, vor allem im Falle der USA. Wie erwartet, war die Wirkung der rückläufigen Ölpreise bei kurzen bis mittleren Zeithorizonten besonders ausgeprägt: Ab Mitte August, als die Ölpreise ihren Höchststand erreichten und dann ihre rasante Talfahrt begannen (Grafik 3 rechts), fiel die 5-jährige US-Breakeven-Inflationsrate um nahezu 50 Basispunkte. In den USA und Japan hatte der Rückgang der Ölpreise auch auf die 10-jährigen Breakeven-Raten eine gewisse Wirkung, im Euro-Raum hingegen weniger. Hier gingen allerdings die Raten für kürzere Zeithorizonte deutlich zurück: Von Mitte August bis Ende November sank die 5-jährige Breakeven-Rate im Euro-Raum um fast 20 Basispunkte.

... und nachlassender Preisdruck

Abgesehen von den Ölpreisen schienen die sinkenden Breakeven-Raten in den USA und Japan die Erwartung der Anleger widerzuspiegeln, dass der Preisdruck auf breiterer Basis nachlassen werde. Im Hinblick auf die USA breitete sich die Ansicht aus, dass die Serie von Zinsschritten der Federal Reserve und die allmähliche Abkühlung der Konjunktur den Anstieg der Verbraucherpreise dämpften. Diese Sicht wurde weitgehend bestätigt, als Daten bekannt wurden, die eine überraschend niedrige unbereinigte Inflationsrate zeigten. Die Messzahlen für die Kerninflation waren jedoch weniger stark rückläufig und liessen ein anhaltendes Inflationspotenzial erkennen. Im September, Oktober und November veröffentlichte Umfragen zeigten, dass die Erwartungen hinsichtlich des Verbraucherpreisanstiegs in den USA für 2007 nach unten revidiert worden waren – eine Umkehr der Richtung, die solche Revisionen im Jahr 2006 überwiegend genommen hatten (Grafik 3 Mitte). In Japan war die sinkende Breakeven-Rate offenbar u.a. darauf zurückzuführen, dass die Anleger nach der Abwärtsrevision der japanischen VPI-Statistik von Ende August ihre Inflationserwartungen immer noch änderten.

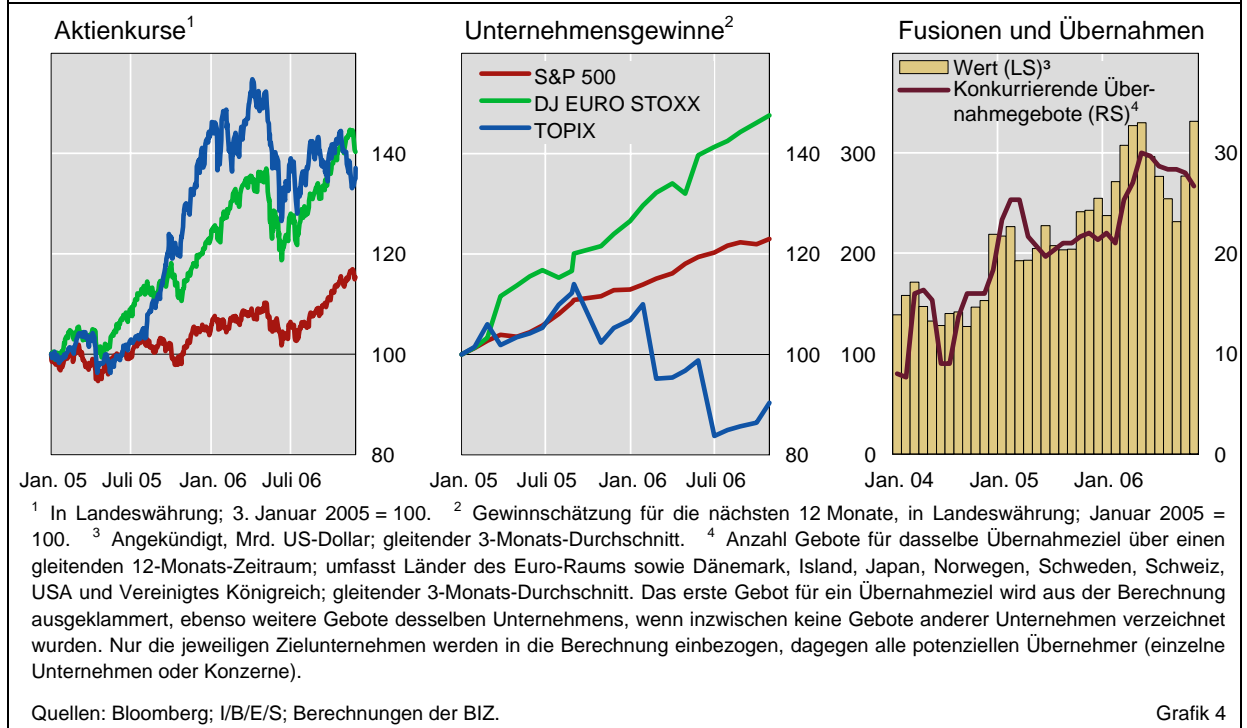
Kräftige Gewinne beleben Aktienmärkte

Das Auf und Ab am Anleihemarkt fand keine Entsprechung in der Entwicklung der Aktienkurse: In den meisten Ländern stiegen diese von der Jahresmitte an. Bis Ende November hatte der EURO STOXX gegenüber seiner Talsohle vom Juni 2006, nach der Verkaufswelle vom Frühjahr, nahezu 20% zugelegt, der S&P 500 13% (Grafik 4 links). Weniger einheitlich entwickelte sich der japanische Markt: Die Aktienkurse schwankten im Berichtszeitraum erheblich und blieben deutlich unterhalb ihrer vor der Verkaufswelle erreichten Spitzenwerte.

Hausse der US-Aktien trotz schwächerer Wachstumsprognosen ...

Im Gegensatz zu den Aktienkursen im Euro-Raum und Japan, die weitgehend Veränderungen der Konjunkturaussichten widerspiegeln, haussierten die Aktien in den USA trotz nach unten korrigierter Wachstumsprognosen. Die Aktienkurse in den USA waren zwar wohl nicht unempfindlich gegenüber Meldungen von Wirtschaftsdaten, doch gab es Anzeichen dafür, dass die Marktteilnehmer solchen Informationen immer weniger Gewicht beimessen. Am 17. Oktober fiel z.B. der S&P 500 innerhalb von zwei Stunden nach der

Aktienkurse, Unternehmensgewinne sowie Fusionen und Übernahmen



Meldung eines unerwartet starken Rückgangs der US-Industrieproduktion um nahezu 1%, doch zwei Wochen darauf verlor er nach einer Meldung, dass die Produktivität (ohne Agrarsektor) weit langsamer und die Lohnstückkosten weit rascher stiegen als von den Analysten erwartet, nur ein Drittel eines Prozentpunkts.

Insgesamt profitierten US-Aktien davon, dass sich das nachlassende BIP-Wachstum deutlich schwächer auf die Unternehmensgewinne auswirkte als zuvor erwartet (Grafik 4 Mitte). Obwohl Aktienanalysten ihre Gewinnprognosen für US-Unternehmen im Oktober geringfügig zurückgenommen hatten, wurden sie im November durch überraschend stark gestiegene Gewinne im dritten Quartal veranlasst, ihre Voraussagen nach oben zu revidieren.

Auch der anhaltende Boom der Fusionen und Übernahmen stützte erneut die Aktienkurse. Nach einer Pause im Sommer erreichte das Volumen der bekannt gegebenen Übernahmen wieder seinen vorherigen Höchststand (Grafik 4 rechts). Der Boom war u.a. Ausdruck sehr umfangreicher Transaktionen von Private-Equity-Fonds. Ein Mitte November bekannt gewordenes Angebot der Blackstone Group für die US-Gewerbeimmobiliengesellschaft Equity Office Property Trust könnte, wenn die Transaktion zum Abschluss kommt, die umfangreichste fremdfinanzierte Übernahme der Geschichte werden. Die Zahl konkurrierender Gebote für ein bestimmtes Übernahmziel sank in den USA, blieb jedoch in Europa und Japan ähnlich hoch wie zuvor. Auf die Aktienkurse dürften sich solche Gebote stärker auswirken als nur ein einziges Übernahmeangebot.

... bei weiterhin starken Unternehmensgewinnen

Hausse gestützt durch Fusionen und Übernahmen

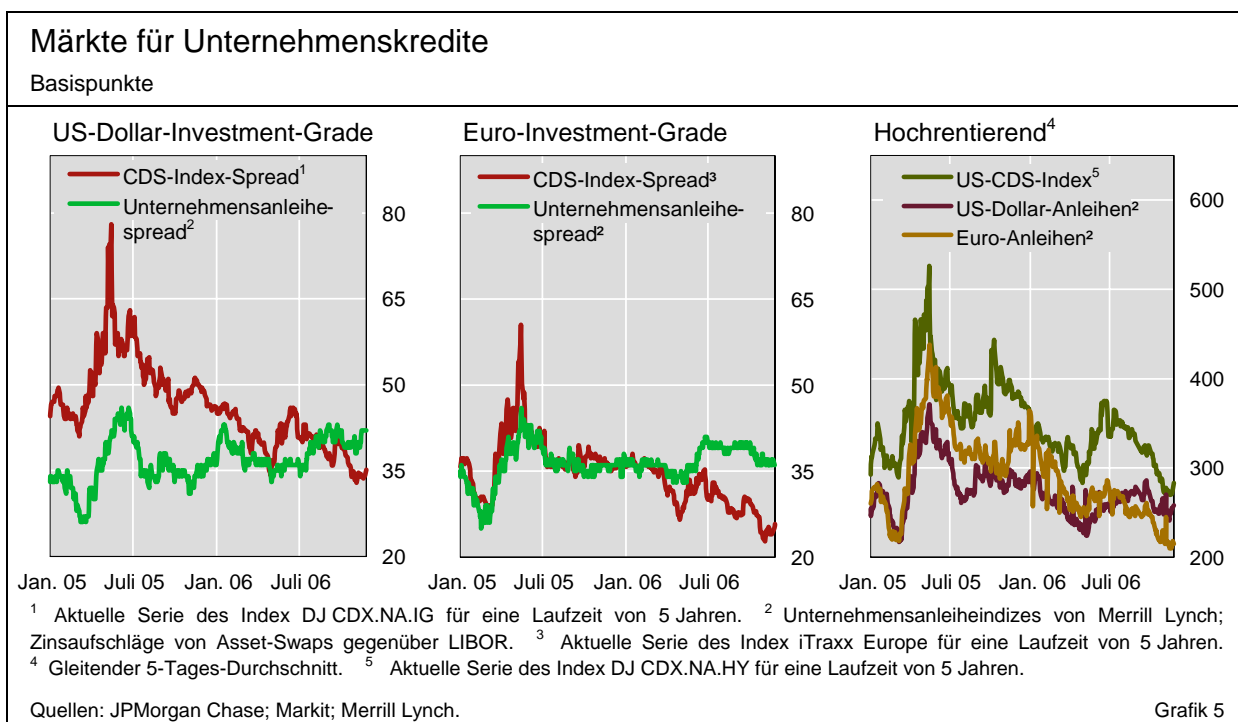
Schlechtes
Abschneiden
japanischer Aktien
vor allem wegen
Banktiteln

Im Gegensatz zu anderen entwickelten Märkten holte der japanische Aktienmarkt seine Verluste vom Frühsommer, als Analysten ihre Gewinnprognosen erheblich nach unten korrigiert hatten, nicht vollständig wieder auf. In Japan blieben die meisten Sektoren hinter den entsprechenden Sektoren in den USA und im Euro-Raum zurück, am deutlichsten die Finanztitel, die Ende November um 30% unterhalb ihrer Spitzenwerte vom Mai gehandelt wurden. Bei vielen Marktteilnehmern gelten insbesondere Bankaktien als Anlagen, die eng mit dem Konjunkturzyklus korrelieren. Dementsprechend profitierten sie unverhältnismässig stark von der lebhaften Konjunktur der Vormonate, brachen aber auch tiefer ein als andere Sektoren, als Fragen bezüglich der Nachhaltigkeit dieses Wachstums aufkamen. Diese enge Kopplung an die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen wurde erneut am 14. November erkennbar, als japanische Bankaktien nach der Meldung unerwartet hoher BIP-Zahlen für das dritte Quartal um mehr als 3% stiegen – nahezu doppelt so viel wie der Markt als Ganzes. Allerdings verflüchtigten sich diese Gewinne innerhalb einer Woche, als eine Grossbank für das zweite Quartal des Geschäftsjahres unerwartet niedrige Gewinne meldete.

Strukturierte Produkte drücken CDS-Spreads

Zinsaufschläge auf
Unternehmens-
anleihen
rückläufig ...

Die Märkte für Unternehmenskredite in den USA und Europa waren im Sommer und Herbst weniger lebhaft als die Aktienmärkte. Die Spreads auf Anleihen gingen zwar zurück, blieben aber – mit Ausnahme von auf Euro lautenden, hoch rentierenden Schuldtiteln – generell höher als vor der Verkaufswelle vom Mai und Juni (Grafik 5). Die Spreads von Credit-Default-Swaps (CDS) gingen stärker zurück als die Zinsaufschläge auf Anleihen, vor allem infolge des Marktdrucks, den die Emittenten strukturierter Instrumente aufbauten.

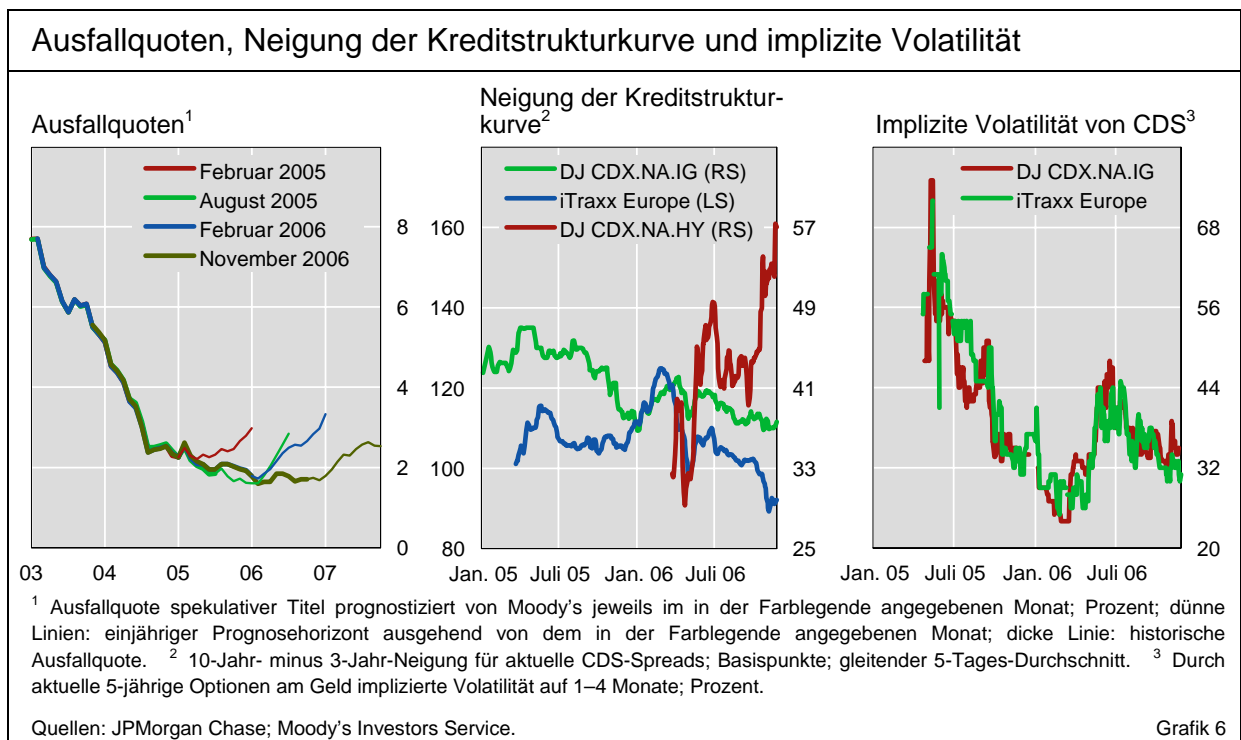


Der begrenzte Rückgang der Aufschläge auf Unternehmensanleihen stand zumindest teilweise in Einklang mit starken Fundamentaldaten. Wie bereits erwähnt, wurden die Aussichten für die Unternehmensgewinne im Euro-Raum erneut freundlicher und blieben in den USA stabil; dies könnte erklären, warum die Renditeaufschläge für europäische Unternehmen stärker schrumpften als für US-Unternehmen. Wie gut es den Unternehmen ging, zeigte sich auch in der Ausfallquote, die laut Standard & Poor's im dritten Quartal auf dem niedrigsten Niveau seit 1997 verharrte. Und obgleich sowohl Moody's als auch S&P weiterhin mit steigenden Ausfallquoten rechneten, revidierten sie ihre Prognosen erneut nach unten (Grafik 6 links).

... dank guter Unternehmensgewinne

Auf beiden Seiten des Atlantiks entwickelten sich hoch rentierende Anleihen besser als Titel mit Anlagequalität. Einer der Gründe hierfür könnte die höhere Reagibilität der Spreads für Schuldner mit geringerem Rating gegenüber steigenden Aktienkursen und abnehmender Volatilität sein. Auch Bedenken hinsichtlich des Risikos fremdfinanzierter Übernahmen („leveraged buyouts“, LBO) bzw. des Fusions- und Übernahmerisikos könnten zur schlechteren Entwicklung der Anleihen mit Anlagequalität beigetragen haben, da hoch kapitalisierte Firmen oft attraktivere LBO-Ziele sind als bereits stark verschuldete Unternehmen. Berechnungen von Investmentbanken zufolge brachten die fünf grössten LBO börsennotierter Unternehmen im Jahr 2006 den Eigentümern von deren Anleihen Verluste in der Grössenordnung von \$ 2 Mrd. ein. Allgemeiner berichtete S&P, dass das durchschnittliche Verhältnis von Fremdmitteln zu Cashflow in Unternehmen, die von Private-Equity-Firmen übernommen wurden, 2006 den Rekordwert 5,4 erreichte. Gleichzeitig nahm die Private-Equity-Branche erneut Rekordbeträge zur Finanzierung von Übernahmen auf, und die US-Unternehmen erhöhten durch Aktienrückkäufe ihren Fremdkapitalanteil.

Weiterhin Bedenken wegen LBO-Risiko



Warnsignale

Trotz scheinbar starker Fundamentaldaten sind bei näherer Analyse der verfügbaren Daten mögliche Warnsignale erkennbar. Erstens blieb zwar die Neigung der Kreditstrukturkurve für US-Titel hoher Bonität („investment grade“) in den letzten Monaten relativ stabil und sank für entsprechende Titel in Euro, doch für hoch rentierende US-Titel stieg die Neigung der Kurve tatsächlich steil an (Grafik 6 Mitte). Dies könnte ein Zeichen erhöhter Bedenken hinsichtlich der längerfristigen Kreditqualität von Schuldern mit niedrigem Rating sein. Zweitens hat sich die implizite Volatilität bei CDS-Index-Optionen nicht vollständig von der Verkaufswelle im Mai – Juni erholt; dies könnte auf erhöhte Unsicherheit in Bezug auf kurzfristige Entwicklungen der Kreditrisikoaufschläge hindeuten (Grafik 6 rechts).

Rückläufige
CDS-Prämien ...

In den letzten Monaten sind die CDS-Prämien tendenziell stärker zurückgegangen als die Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen (Grafik 5). Der Index DJ.CDX.NA.IG für 5-jährige CDS von US-Unternehmen hoher Bonität, der als Benchmark dient, sank Anfang November 2006 auf den Jahrestiefpunkt von knapp 35 Basispunkten, der entsprechende Index iTraxx Europe auf unter 25 Basispunkte. Auch die Prämien hoch rentierender CDS fielen rascher als die entsprechenden Aufschläge am Kassamarkt. Infolgedessen geriet die CDS-Kassa-Basis, d.h. die Differenz zwischen CDS-Prämien und vergleichbaren Aufschlägen auf Unternehmensanleihen, tiefer in den negativen Bereich.

... wegen hohen
Absatzes von
synthetischen
CDO ...

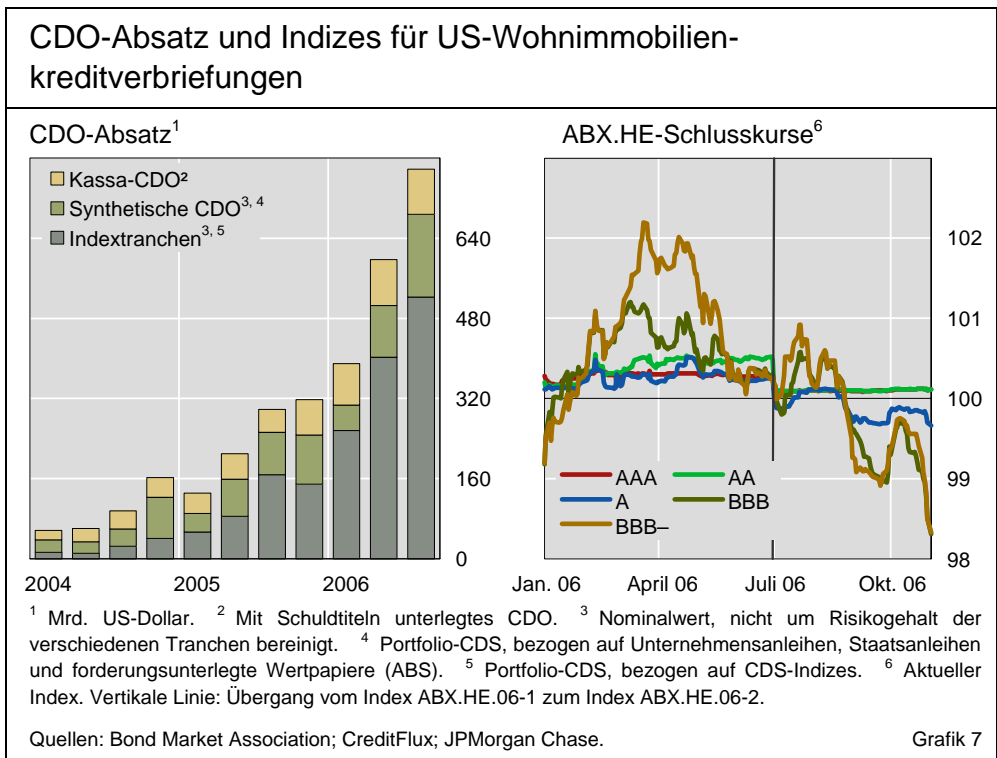
Die Hauptursache dieser Ausweitung der negativen Basis dürfte eine Welle von Emissionen wertpapierunterlegter Schuldverschreibungen („collateralised debt obligations“; CDO) und sonstiger strukturierter Kreditprodukte gewesen sein (Grafik 7 links). Synthetische CDO replizieren „true-sales“-CDO mithilfe von CDS und bieten daher Kreditschutz, ohne dass Schuldtitel erworben werden müssen. Ein starker Absatz synthetischer CDO geht mit einem hohen Volumen an verkauftem Kreditschutz einher und setzt dadurch die CDS-Prämien unter Abwärtsdruck. Das dritte Quartal 2006 war das sechste in Folge, in dem der weltweite CDO-Absatz einen neuen Höchstwert erreichte; der Anteil synthetischer CDO ist dabei steigend (Grafik 7 links).

... und anderer
strukturierter
Produkte

Neue strukturierte Produkte wie die „constant proportion debt obligations“ (CPDO) könnten die CDS-Prämien noch zusätzlich gedrückt haben. Eine CPDO ist ein auf einen CDS-Index bezogenes Produkt mit einem grossen Hebel, das ein AAA-Rating erhält und einen hohen Aufschlag auf LIBOR erzielt. Wegen ihrer grossen Hebelwirkung sind mit diesen Produkten umfangreiche Verkäufe von Kreditschutz verbunden. Marktschätzungen zufolge beträgt der Nominalwert des bisherigen CPDO-Absatzes nur rund \$ 2 Mrd., der Wert des Kreditschutzes auf die Indizes jedoch rund \$ 30 Mrd. Darüber hinaus verkaufen Banken offenbar vor geplanten CPDO-Emissionen Versicherungsschutz auf die Indizes und erhöhen dadurch den Druck auf die Prämien.

MBS wenig
beeinträchtigt durch
Baisse bei
US-Wohn-
immobilien ...

Die rasche Abkühlung des US-Wohnimmobilienmarktes zog die Aufschläge auf die meisten hypothekarisch gesicherten US-Wertpapiere (MBS) offenbar kaum in Mitleidenschaft – und dies trotz eines stetig steigenden Anteils von Hypothekendarlehen für nicht erstklassige Schuldner an der Unterlegung dieser Wertpapiere. Ein etwas anderes Bild ergab sich jedoch aus



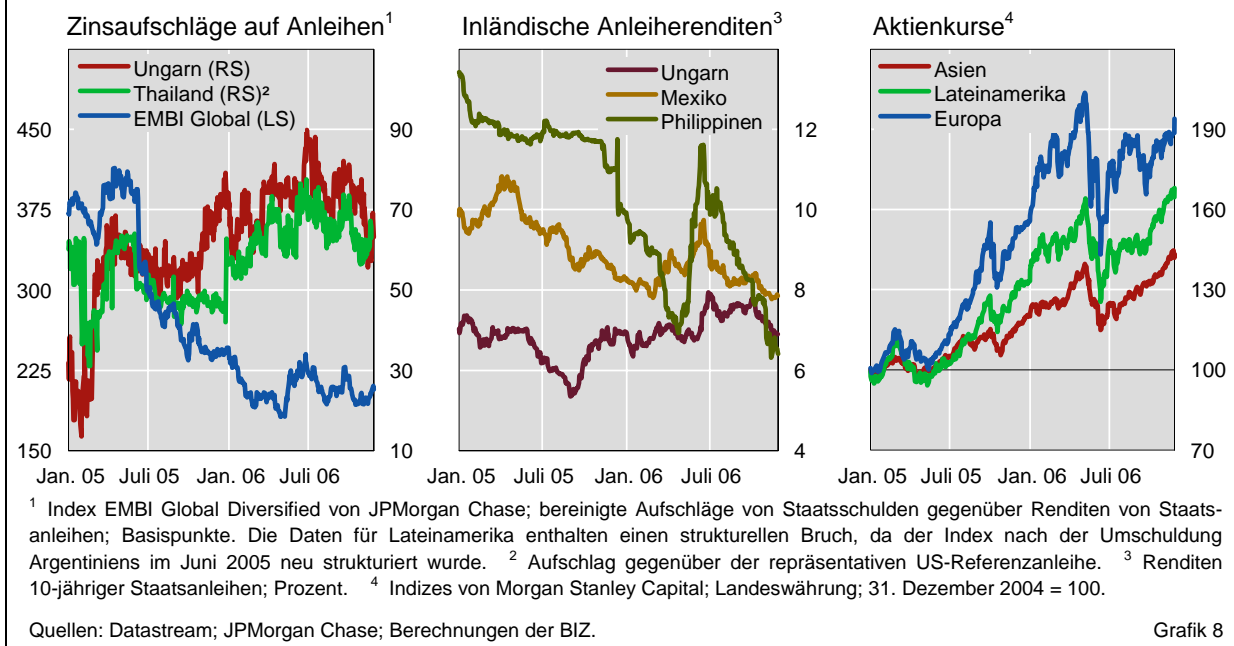
der Preisentwicklung von ABX.HE, einer kürzlich eingeführten Gruppe synthetischer Indizes für mit US-Wohnimmobilienkrediten unterlegte Wertpapiere. Die ABX.HE-Indizes bilden die Cashflows von Verbriefungstranchen nicht erstklassiger („subprime“) US-Wohnimmobilienkredite ab. In den letzten drei Monaten gingen die Preise der ABX-Indizes mit den niedrigsten Ratings erheblich zurück; dies weist auf eine stärkere Wahrnehmung der Risiken von Hypothekendarlehen an Schuldner mit einer nicht makellosen Bonitätsgeschichte hin (Grafik 7 rechts).

... aber auch hier einige Warnsignale

Neuer Optimismus in aufstrebenden Volkswirtschaften

Vom September an bis gegen Ende November verengten sich die Rendenaufschläge auf Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften, und die Kurse ihrer Aktien stiegen (Grafik 8). Veränderte Aussichten für die US-Wirtschaft schienen sich auf die Preise für Vermögenswerte an aufstrebenden Märkten stärker auszuwirken als lokale Ereignisse. Selbst bei der allgemeinen Ausweitung der Spreads Mitte September war nicht klar, welchen Anteil lokale Ereignisse wie der Putsch in Thailand und die Unruhen in Ungarn oder aber Meldungen über die US-Konjunktur daran hatten. Marktkommentare gaben damals den letzteren grosses Gewicht. Für diese Sichtweise spricht auch die Tatsache, dass Schuldtitel in Landeswährung und Aktien generell wenig von der Verkaufswelle an den Anleihemärkten betroffen waren und dass die Aufschläge später im gleichen Monat, nach günstigen Wirtschaftsmeldungen aus den USA, rasch wieder auf ihr vorheriges Niveau zurückgingen.

Aufstrebende Volkswirtschaften



Geringer Einfluss
politischer
Instabilität

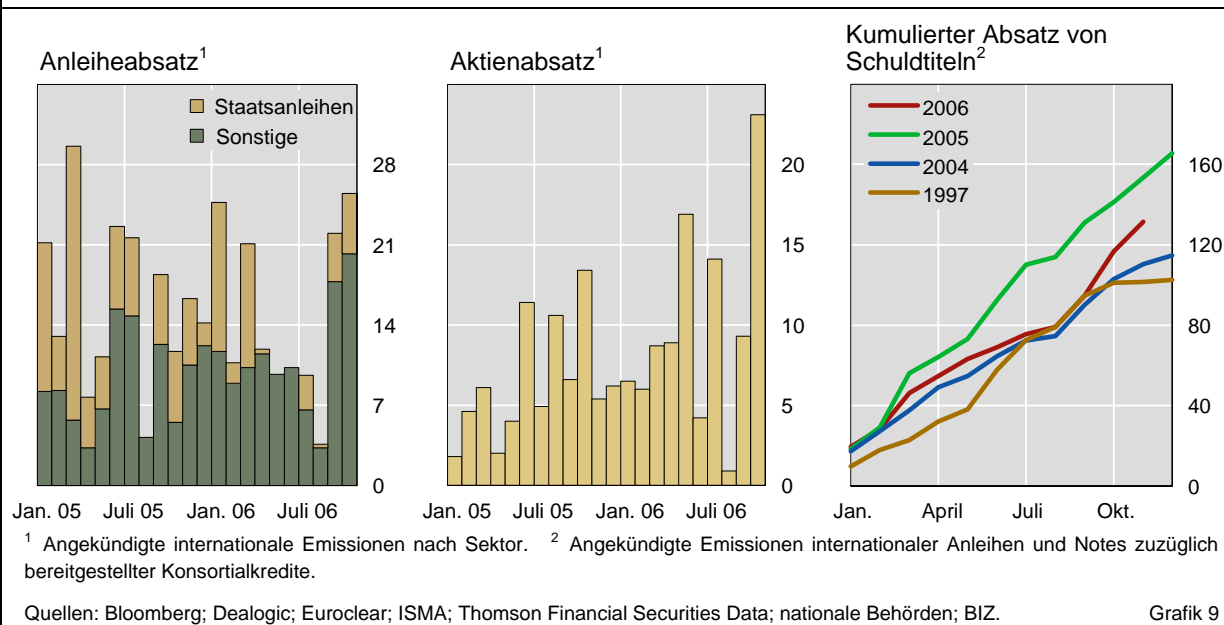
Angesichts der ungewöhnlichen Häufung von Ereignissen, die im September auf politische Instabilität in aufstrebenden Ländern – nicht nur in Ungarn und Thailand – hindeuteten, könnte das Überwiegen globaler Faktoren überraschen. Die relativ geringe und kurzfristige Ausweitung der Renditeaufschläge für die betroffenen Länder legt die Vermutung nahe, dass das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Fähigkeit und Bereitschaft der Staaten zur Bedienung ihrer Auslandsschulden kaum gelitten hat. Eines der wenigen Länder, für die sich die Aufschläge über längere Zeit ausweiteten, war Ecuador, wo am 26. November Präsidentschaftswahlen stattfanden. Die Renditeaufschläge auf Ecuadors Auslandsschulden stiegen, als die Ölpreise Ende August auf Talfahrt gingen, und schnellten im September empor, nachdem Meinungsumfragen gezeigt hatten, dass ein Kandidat in Führung lag, der für den Fall, dass Verhandlungen mit Gläubigern nicht zu einer deutlichen Erleichterung der Schuldenlast führen sollten, eine Zahlungseinstellung à la Argentinien nicht ausschliessen wollte. Nach einer vorübergehenden Verengung im Oktober stiegen die Aufschläge nach der Wahl auf über 600 Basispunkte, obwohl der siegreiche Kandidat seine Aussagen über die Möglichkeit einer Zahlungseinstellung inzwischen relativiert hatte.

Fundamentaldaten
weiterhin als robust
eingeschätzt

Das Vertrauen auf eine „weiche Landung“ der US-Konjunktur ging Hand in Hand mit der Einschätzung, dass in vielen aufstrebenden Volkswirtschaften die Fundamentaldaten solide waren. Die Konsensschätzungen für das Wachstum dieser Volkswirtschaften blieben sehr positiv. Solide Fundamentaldaten spiegelten sich auch in stabilen Ratings wider. Ein weiteres Zeichen gesteigerter Zuversicht bezüglich der Aussichten aufstrebender Volkswirtschaften war die Rückkehr der Anleger zu auf diese Länder spezialisierten Investmentfonds. Zwar blieben die Zuflüsse in derartige Fonds weit geringer als zu

Internationale Emissionen aufstrebender Volkswirtschaften

Mrd. US-Dollar



Jahresbeginn – doch dass sie überhaupt wieder positiv wurden, stellte eine bedeutende Veränderung gegenüber den Abflüssen während des Sommers dar.

Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften nutzten die günstigeren Marktbedingungen, um vermehrt Auslandsschuldtitel und Aktien abzusetzen (Grafik 9 links und Mitte). Staatliche Schuldner kehrten an den internationalen Markt zurück, wo sie seit April praktisch nicht mehr aktiv gewesen waren. Im Vergleich zu 2005, als die Staaten Emissionen vorgezogen hatten, um sich günstige Konditionen zu sichern, blieb der Absatz jedoch gering (Grafik 9 rechts). Ein Grund dafür war, dass sich in den meisten aufstrebenden Ländern die Haushaltslage in den letzten Jahren verbessert hat, wodurch sich die Notwendigkeit weiterer Mittelaufnahme verringerte. Ein weiterer Faktor war die Tatsache, dass manche aufstrebende Länder Schuldtitel in Fremdwährung durch Titel in Landeswährung ersetzen. Besonders augenfällig ist die Umstellung auf Anleihen in Landeswährung in Lateinamerika, namentlich Brasilien und Mexiko. Mexiko verlängerte die Renditenstrukturkurve am Inlandsmarkt von 20 auf 30 Jahre, nachdem es Ende Oktober eine 30-jährige Peso-Anleihe begeben hatte.

Weit höher als bei Staatstiteln war im Berichtszeitraum der Absatz privater Emittenten, da Unternehmen die günstigen Finanzierungsbedingungen nutzten. Neue Höhen erreichte der internationale Aktienabsatz von Unternehmen aus aufstrebenden Ländern im Oktober, als China Aktien der Industrial and Commercial Bank of China an die Börsen von Shanghai und Hongkong brachte. Der Börsengang, der massiv überzeichnet wurde, trug China \$ 19 Mrd. ein und ist damit der bislang umfangreichste der Geschichte.

Geringerer Absatz von Staatsanleihen ...

... aber hoher Absatz von privaten Emittenten

Implizite Volatilität ungewöhnlich tief

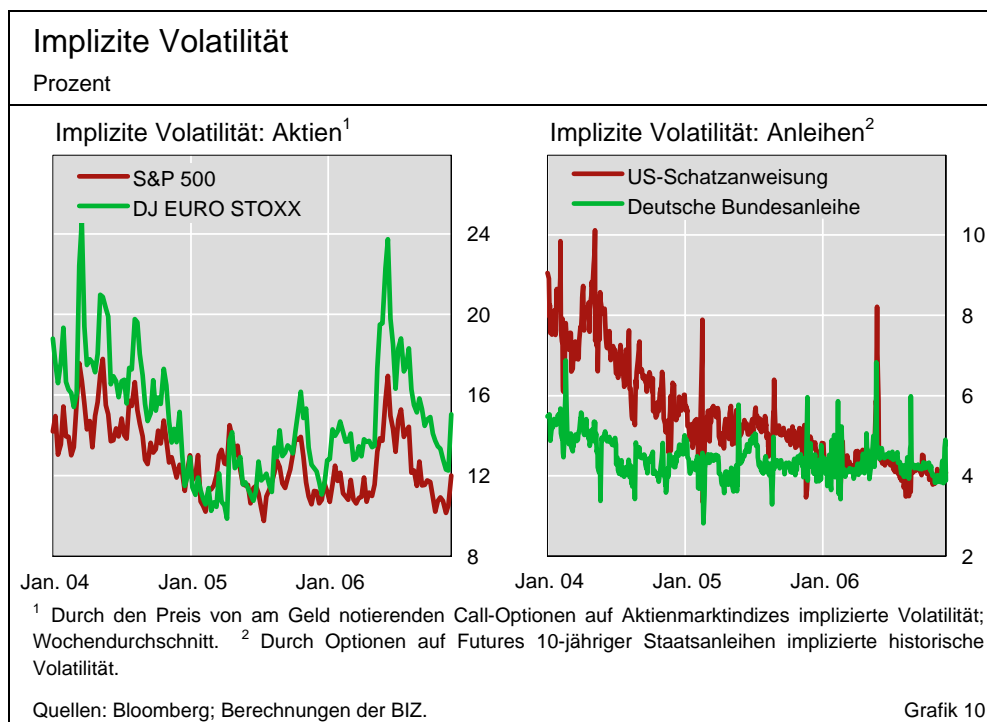
Geringe implizite
Volatilität ...

In einem Umfeld noch immer erheblicher Unsicherheit im Hinblick auf die weitere Entwicklung der Konjunktur, der Inflation und der Geldpolitik – insbesondere in den USA – implizierten die Preise von Optionen auf Staatsanleihe- und Aktienindexfutures eine sehr geringe kurzfristige Volatilität (Grafik 10). Dies entsprach weitgehend der Entwicklung der tatsächlichen Volatilität (Grafik 11 links). Gleichzeitig zeigten die geschätzten US-Laufzeitprämien an, dass die Anleger praktisch keine Kompensation mehr für das Risiko verlangten, das mit der Unsicherheit über die künftige Inflation und die künftigen Realzinssätze verbunden ist (Grafik 11 Mitte). Aus den Entwicklungen an den Anleihemärkten des Euro-Raums ergibt sich ein ähnliches Bild. Normalerweise könnten niedrige implizite Volatilitäten und nahe bei null liegende Risiko- prämien als Zeichen eines sehr hohen Anlegervertrauens in die voraussichtliche Entwicklung der Geldpolitik und der gesamtwirtschaftlichen Eckdaten gedeutet werden. Die engen Zinsaufschläge an den Kreditmärkten könnten ähnlich interpretiert werden. Da aber die gemeldeten Daten insgesamt kein klares Bild von der Entwicklungsrichtung der US-Wirtschaft abgaben, dürfte die grosse Risikobereitschaft der Anleger bei der Preisbildung von Finanzaktiva und ihrer Derivate eine Rolle gespielt haben. Tatsächlich hatte Anfang November eine optionsbasierte Messzahl für Risikoaversion am Aktienmarkt beinahe wieder den Stand erreicht, den sie vor der Verkaufswelle von Mai und Juni gehabt hatte (Grafik 11 rechts).

... möglicherweise
Zeichen hoher
Risikobereitschaft

In diesem Umfeld nahm die Volatilität an den Märkten plötzlich zu, nachdem der US-Dollar am 24. November und an den folgenden Tagen stark an Wert verlor. Es war unklar, welches Ereignis die Dollar-Verkaufswelle

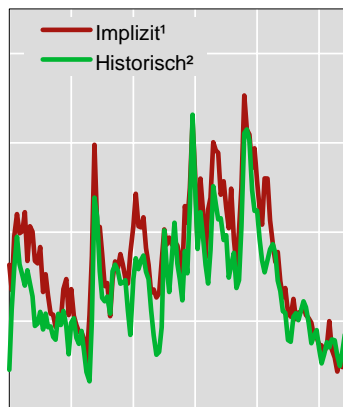
Hochschnellende
Volatilität nach
Dollar-Wertverlust



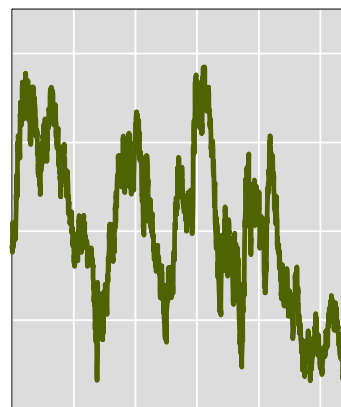
Anlegerstimmung

Prozent

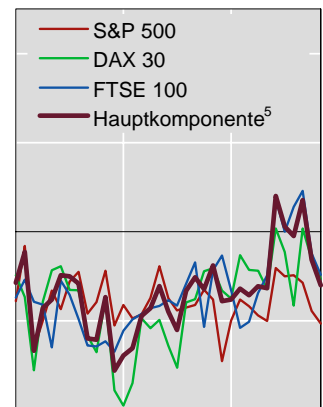
Volatilität US-Anleihemarkt



US-Laufzeitprämie³



Risikoneigung⁴



96 98 00 02 04 06

96 98 00 02 04 06

Jan. 04 Jan. 05 Jan. 06

¹ Durch Optionen auf Futures 10-jähriger Staatsanleihen implizierte Volatilität. ² Bedingte Volatilität der Tagesrenditen, geschätzt für den Zeitraum Januar 1996 – November 2006 mithilfe eines asymmetrischen GARCH(1,1)-Modell für Futurespreise 10-jähriger Staatsanleihen. ³ 10-Jahres-Laufzeitprämie USA, basierend auf 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. ⁴ Indikatoren abgeleitet aus der Differenz zwischen zwei Renditenverteilungen: impliziert durch Optionspreise und basierend auf anhand historischer Daten geschätzten tatsächlichen Renditen. ⁵ Erste Hauptkomponente der Risikoneigungsindikatoren, geschätzt für den S&P 500, den DAX 30 und den FTSE 100.

Quellen: Bloomberg; Berechnungen der BIZ.

Grafik 11

ausgelöst hatte; ein möglicher Faktor waren Aussagen seitens einer asiatischen Zentralbank über die Auswirkungen einer Dollarschwäche auf den Wert der Währungsreserven. Zur vorsichtigen Haltung der Anleger Ende November trug eine Reihe überraschender Meldungen zur US-Wirtschaft bei, u.a. unerwartet schwache Verkaufszahlen für neue Häuser und Wohnungen und eine Aufwärtskorrektur der BIP-Wachstumsrate für das dritte Quartal. Insgesamt büssten US- und europäische Aktien nach dem 24. November etwa zwei Prozentpunkte ein, machten diese Verluste danach aber weitgehend wieder wett. Ende November war die implizite Volatilität an den Aktienmärkten jedoch noch nicht wieder auf das Niveau von Mitte November gesunken; im langjährigen Vergleich war sie allerdings immer noch gering.