
1. Überblick: Erholung der Märkte bei wiederkehrendem Vertrauen

Ab November betrachteten die Anleger die weltwirtschaftliche Lage weniger skeptisch. Ihre Risikobereitschaft nahm wieder zu, als sich Meldungen häuften, die auf ein Anziehen des Wachstums insbesondere in den USA hindeuteten. Zwar belastete im Oktober ein abrupter Ölpreisanstieg die globalen Finanzmärkte, doch als die Besorgnis um die Erdölversorgung nachliess, erholten sich die Märkte rasch. Ende November hatten Aktien- und Kreditmärkte den höchsten Stand seit mehreren Jahren und die Volatilität einen Tiefstand erreicht. Anhebungen der US-Leitzinsen waren allgemein erwartet worden und hatten kaum Auswirkungen auf die Märkte. Nicht einmal die hinter den Erwartungen zurückbleibende Gewinnsituation der Unternehmen schien die Zuversicht der Anleger zu dämpfen.

Die erneute Risikobereitschaft der Anleger trug auch dazu bei, die Aufschläge für Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften auf ihren seit Jahren niedrigsten Stand zu drücken. Da die Schuldner die angebotenen günstigen Finanzierungskonditionen nutzten, war die Mittelaufnahme aufstrebender Volkswirtschaften an den internationalen Märkten nach wie vor auf bestem Weg, wieder den Rekordstand von 1997 zu erreichen. Schwankungen der Rohstoffpreise trugen im Oktober zu einer Ausweitung der Aufschläge bei, die jedoch nicht von Dauer war. Besondere Aufmerksamkeit der Anleger galt China, dessen Zinsanhebung als Signal für eine gestiegene Bereitschaft der Behörden gewertet wurde, die Wirtschaft mit Hilfe von Marktmechanismen zu lenken.

Trotz unerwartet positiver gesamtwirtschaftlicher Daten aus den USA fiel der US-Dollar im November gegenüber vielen Währungen auf neue Tiefstände. Der Dollarfall war offenbar nicht zuletzt auf neuerliche Besorgnis über das Leistungsbilanzdefizit der USA zurückzuführen. Die Abwertung des Dollars und unterschiedliche Trends bei den Wachstumserwartungen bewirkten, dass die Yen- und vor allem die Euro-Anleiherenditen stärker von den Dollarenditen abwichen als noch vor ein paar Monaten. Dennoch blieben die langfristigen Renditen an den wichtigsten Märkten deutlich unterhalb ihrer Höchststände vom Juni.

Aktienanleger unbeeindruckt von Gewinnwarnungen

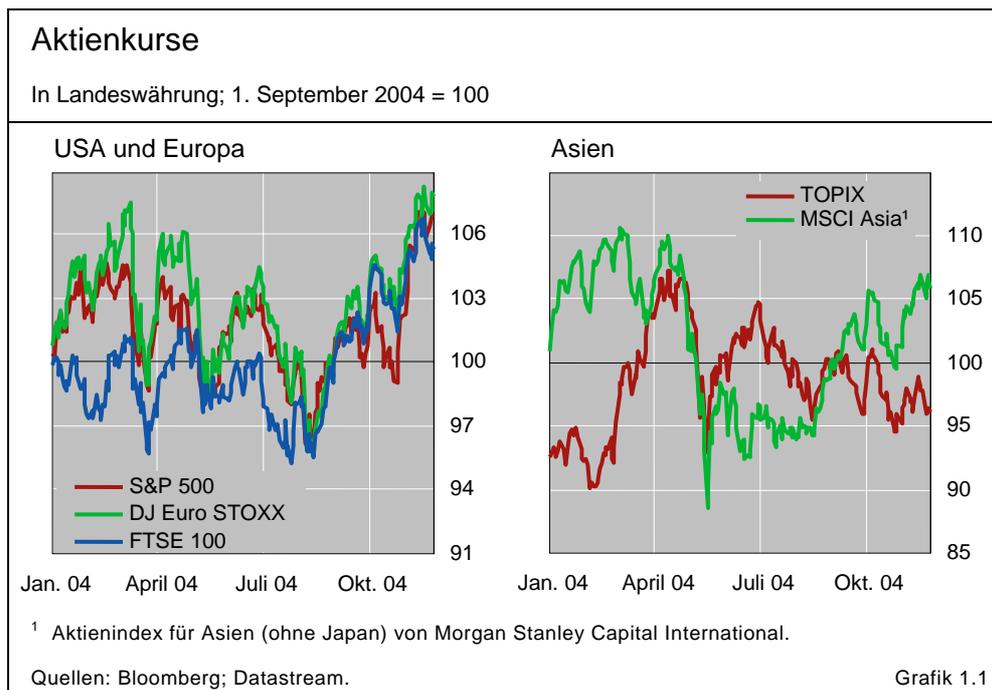
Am spürbarsten war die Erleichterung über die Wirtschaftsaussichten an den Aktienmärkten. Nachdem sie im Juli und Anfang August aufgrund der Skepsis hinsichtlich des Wirtschaftsaufschwungs abwärts tendiert hatten, zogen sie ab Mitte August weltweit an (Grafik 1.1). Die Hausse wurde im Oktober unterbrochen, nahm jedoch im November wieder Fahrt auf, und viele Märkte schlossen am Monatsende auf dem höchsten Stand seit 2001. Der S&P-500-Index legte von seinem Jahrestief am 12. August bis zum 26. November 11% zu. Im gleichen Zeitraum stiegen der Dow Jones EURO STOXX um 12% und der MSCI Asia (ohne Japan) um 11%.

Der einzige wichtige Aktienmarkt, der während des Betrachtungszeitraums keinen Aufwärtstrend verzeichnete, war Tokio. Nach den starken Gewinnen früherer Monate wurden die japanischen Aktienkurse durch enttäuschende Meldungen über die japanische Wirtschaft gebremst. So fiel der Tokio-Index TOPIX am 10. September um ½%, da die berichtigten BIP-Daten für das zweite Quartal schwächer ausfielen, als die Marktteilnehmer erwartet hatten.

An den Märkten, die sich besser entwickelten, profitierten die Bewertungen allerdings nicht so sehr von eindeutig positiveren Wachstumsprognosen als vielmehr von Meldungen, die als Anzeichen dafür gedeutet wurden, dass eine Verlangsamung oder Umkehr des globalen Aufschwungs auszuschließen sei. Während im Juli und August viele zentrale Wirtschaftsindikatoren der USA die Anleger enttäuscht hatten, lagen die in den Folgemonaten veröffentlichten Daten nahe oder über den Erwartungen. Im vierten Quartal stabilisierten sich infolgedessen die Wachstumsprognosen nach der Abwärtskorrektur im dritten Quartal, insbesondere für die USA (Grafik 1.2). Weiter gestärkt wurden die zuversichtlichen Erwartungen für die US-Wirtschaft durch die am 5. November veröffentlichten US-Arbeitsmarktdaten, die besser

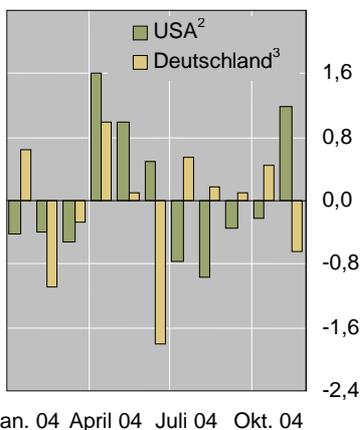
Aktienkurse auf höchstem Stand seit 2001 ...

... aufgrund soliderer Wachstumsaussichten ...

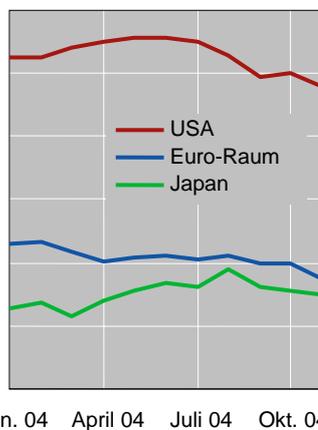


Gesamtwirtschaftliche Daten

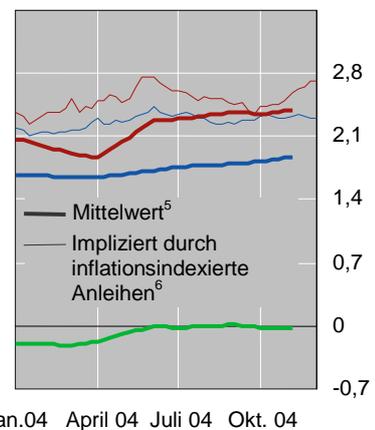
Überraschende Wirtschaftsdaten¹



Wachstumsprognosen für 2005^{4,5}



Inflationsprognosen für 2005⁴



¹ Abweichung der tatsächlichen Zahlen vom Prognosemittelwert, normalisiert mit der Standardabweichung vergangener Überraschungen; die Beobachtungen werden dem Monat zugerechnet, in dem die tatsächlichen Zahlen publiziert wurden. ² Gewichteter Durchschnitt der normalisierten überraschenden Ankündigungen zu ISM-Erhebung, Beschäftigungsentwicklung ausserhalb der Landwirtschaft, Einzelhandelsumsätzen, Erzeuger- und Verbraucherpreisen. ³ Geschäftsklimaindex, der vom ifo Institut für Wirtschaftsforschung mithilfe von Umfrageergebnissen erstellt wird. ⁴ Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. ⁵ Prognosen gemäss monatlicher Veröffentlichung von Consensus Economics; die Beobachtungen werden dem Monat zugerechnet, in dem die Prognose erfolgte. ⁶ Inflationsrate, wie sie durch die Differenz zwischen Nominalrenditen und Renditen auf inflationsindexierte Anleihen derselben Laufzeit impliziert wird; Euro-Raum: französische inflationsindexierte Staatsanleihen; Wochendurchschnitt.

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

Grafik 1.2

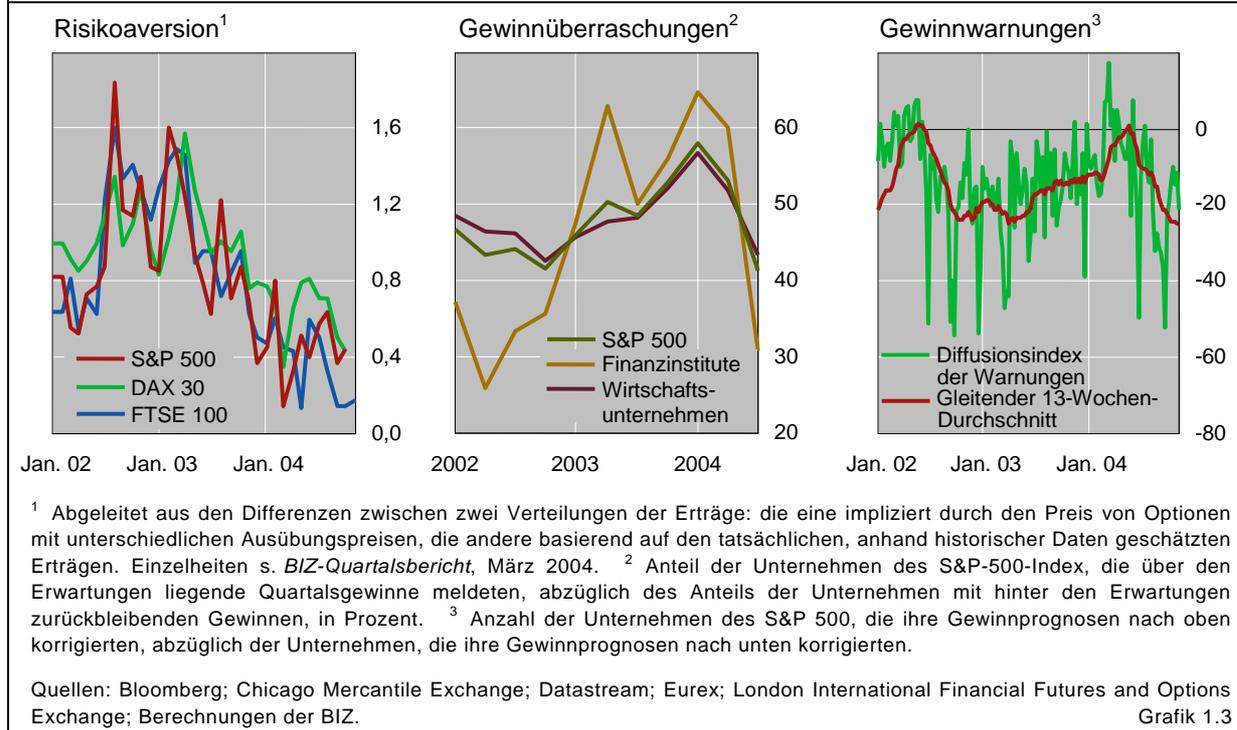
als erwartet waren und zu einem Anstieg des S&P 500 um ½% führten. Der Index war bereits am 3. November um 1% gestiegen, als das Ende der politischen Unsicherheit nach der US-Präsidentenwahl die Aktienmärkte belebt hatte.

... und geringerer Risikoaversion

Von zentraler Bedeutung für die Erholung der Märkte war der Rückgang der Risikoaversion. Von April bis Juni hatte eine aufgrund des ungewissen Kurses der US-Geldpolitik steigende Risikoaversion die Aktienmärkte belastet (Grafik 1.3). Schätzungen der effektiven Risikoaversion anhand von Aktienindexoptionen legen nahe, dass sich dieser Trend im September umgekehrt hatte. Als die negativen gesamtwirtschaftlichen Überraschungen seltener wurden, schätzten die Anleger das Wirtschaftswachstum und die Entwicklung der Leitzinsen offenbar zuversichtlicher ein.

Enttäuschende Gewinnmeldungen führten zu gelegentlichen Markteinbrüchen, insbesondere im Oktober. So fiel der S&P 500 am 7. Oktober um 1% und am 14. Oktober nochmals um 1%, als der Aluminiumhersteller Alcoa und das Automobilunternehmen General Motors Zahlen vorlegten, die weit hinter den Erwartungen der Anleger zurückblieben. Tatsächlich wuchsen die Gewinne der S&P-500-Unternehmen im dritten Quartal 2004 zum ersten Mal seit mehr als einem Jahr weniger als erwartet. Ein Viertel der US-Finanzinstitute meldete tiefere Gewinne als von den Analysten prognostiziert – fast doppelt so viele wie im entsprechenden Vorjahreszeitraum (Grafik 1.3). Darüber hinaus wurde die Differenz zwischen der Anzahl der US-Unternehmen, die ihre eigenen Prognosen nach unten korrigierten, und

Risikoaversion und Unternehmensgewinne



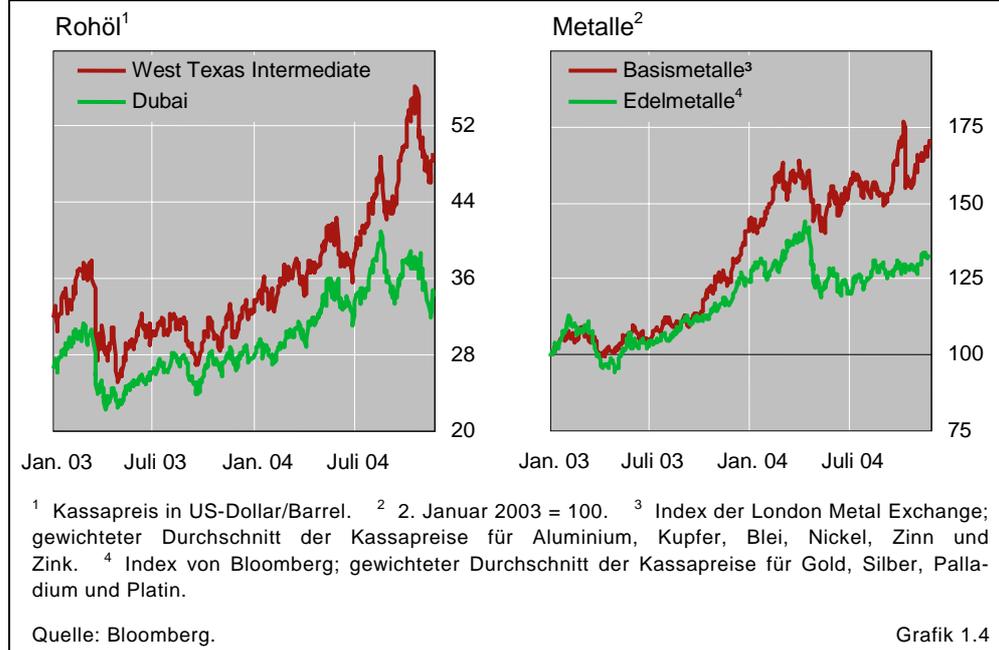
derjenigen, die Aufwärtskorrekturen bekannt gaben, so gross wie seit Mitte 2003 nicht mehr. Im Oktober kamen die Ermittlungen des New Yorker Generalstaatsanwalts in der Versicherungsbranche noch zu den Problemen des US-Marktes hinzu (s. unten).

Dennoch hat ein starkes Gewinnwachstum – in zweistelliger Höhe, wenn auch geringer als erwartet – den Aufwärtstrend des Marktes unterstützt und rückblickend die hohen Bewertungen vom Jahresbeginn mit gerechtfertigt. Basierend auf dem 5-Jahres-Durchschnitt der tatsächlich erzielten Gewinne ging das Kurs/Gewinn-Verhältnis für den S&P 500 zwischen Januar und August 2004 von 30 auf 26 zurück, ehe es wieder zu steigen begann. Im November lag das Kurs/Gewinn-Verhältnis bei 28, weit oberhalb seines Durchschnittswerts von 17 für den Zeitraum 1961–1995. Basierend auf den Gewinnerwartungen ergäbe sich ein ähnlicher Durchschnittswert. Allerdings haben sich Gewinnprognosen in der Vergangenheit oft als zu optimistisch erwiesen.

Zeitweise litten die Aktienmärkte auch unter der Höhe der Ölpreise. Langfristige Trends in der Ölversorgung und -nachfrage, insbesondere das anhaltend starke Wachstum grosser Erdölverbraucher wie China und geringe Überkapazitäten in der globalen Erdölindustrie, hatten den Märkten bereits seit einiger Zeit Sorgen bereitet. Diese wuchsen Mitte September noch wegen Hurrikanschäden an Ölplattformen im Golf von Mexiko, wo etwa 10% des Rohölbedarfs der USA gefördert werden. Die Schäden waren schwerer als erwartet; viele Unternehmen kündigten an, dass ihre Fördermengen weit über den September hinaus geringer als normal bleiben würden. Die Auswirkungen dieses Störfalls wurden durch Unruhen in Nigeria und einen Arbeitskampf in Norwegen verschärft, in deren Folge mehrere Ölanlagen geschlossen wurden.

Besorgnis um Folgen hoher Ölpreise für das Wachstum

Rohstoffpreise



Diese Ereignisse trieben die Ölpreise in die Höhe, insbesondere die Preise schwefelarmer Sorten („sweet crude“) wie West Texas Intermediate (WTI) oder Brent (Grafik 1.4). Die Versorgung mit schwefelreichem Rohöl („sour crude“) wie Dubai war weniger betroffen, und so stiegen die Preise dieser Sorten weniger dramatisch an.¹

Wenn Anleger wegen höherer Ölpreise besorgt waren, so schien dies weniger deren Inflationswirkung selbst zu betreffen als vielmehr ihre Auswirkungen auf das Wachstum. Offenbar waren die Marktteilnehmer der Ansicht, dass der aktuelle Höhenflug der Ölpreise, anders als die Ölpreisschocks der siebziger Jahre, nicht die Inflation beschleunigen werde. Stattdessen schienen die Marktteilnehmer zu befürchten, dass unzureichende Reservekapazitäten in der Ölindustrie den Aufschwung bremsen könnten. Diese Befürchtung betraf besonders die Wirtschaft der USA, die im Vergleich mit anderen grossen Volkswirtschaften mehr „sweet crude“ verbraucht.

Die Besorgnis um die Folgen höherer Ölpreise liess nach, als diese gegen Ende Oktober einbrachen. Am 27. Oktober löste die Meldung, dass die Ölvorräte in den USA stärker zugenommen hatten als erwartet, eine Talfahrt der Ölpreise aus; WTI fiel um 5% gegenüber seinem Beinahe-Rekordhoch von \$ 55 pro Barrel am Vortag. Hierauf folgten ein Sprung des S&P 500 um 1% am 27. Oktober und weitere Gewinne in den folgenden Tagen. Die Intervention der norwegischen Regierung zur Beendigung des Arbeitskampfes dürfte die Wirkung der Meldung über die Ölvorräte verstärkt haben. In den folgenden Wochen hielt der Rückgang der Ölpreise an, sodass ein grosser Teil des

Erholung der
Aktienkurse bei
sinkenden
Ölpreisen

¹ Schwefelreiches Rohöl (sour crude) ist schwerer zu raffinieren als schwefelarmes Rohöl (sweet crude). Daher ist der Preis für „sour crude“ generell niedriger als für „sweet crude“.

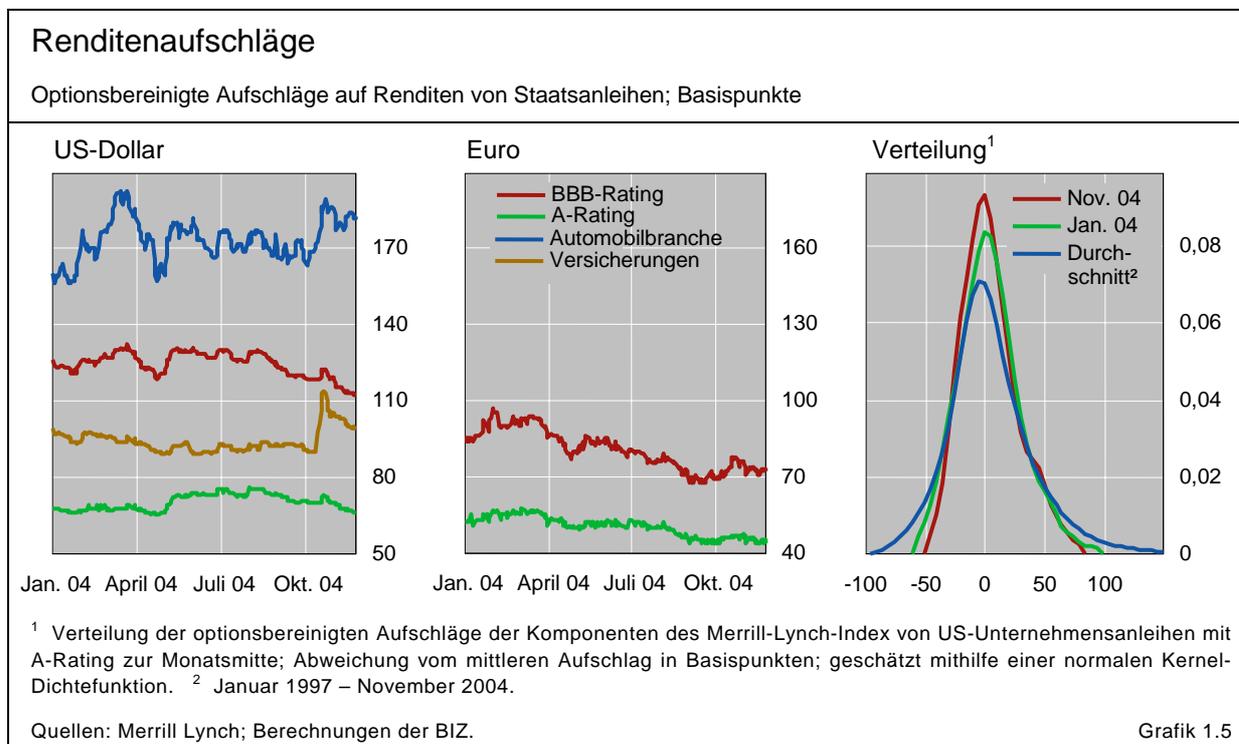
Anstiegs vom September und Oktober wettgemacht wurde. Dennoch waren die Ölpreise Ende November noch immer signifikant höher als in der ersten Jahreshälfte.

„Jagd nach Rendite“ an Kreditmärkten

Die gefestigten Wachstumserwartungen und die geringere Risikoaversion gaben auch den Kreditmärkten Auftrieb. Nach einer Seitwärtsbewegung in der ersten Jahreshälfte 2004 waren die Aufschläge auf Unternehmensanleihen mit Anlagequalität ebenso wie auf hochverzinsliche Unternehmensanleihen im Zeitraum Ende August bis Ende November rückläufig (Grafik 1.5). Bis zum 26. November fielen die Aufschläge auf US-Dollar-Unternehmensanleihen von Schuldnern mit BBB-Rating auf 112 Basispunkte – nur wenig über ihren früheren Tiefstand vom Januar 1998 – und die Aufschläge auf Euro-Anleihen mit BBB-Rating auf 79 Basispunkte.

Bonitätsaufschläge geringer als seit Jahren

Der Tiefstand der Zinsaufschläge beruhte auch auf einer anhaltenden Verbesserung der Bonität der Unternehmen. Ein starkes Gewinnwachstum bei noch schwacher Investitionstätigkeit unterstützte den weiteren Schuldenabbau. Der stetige Trend zu weniger Herabstufungen und mehr Heraufstufungen durch die Rating-Agenturen, zu beobachten seit Ende 2002, hielt im dritten Quartal 2004 an. In diesem Zeitraum nahm Moody's fast doppelt so viele Heraufstufungen wie Herabstufungen von Schuldnern vor; im dritten Quartal 2003 hatte es dagegen noch mehr Herabstufungen als Heraufstufungen gegeben.



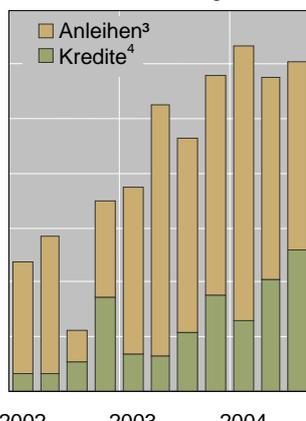
Renditestreben

Aufschläge auf Hochzinsanleihen¹

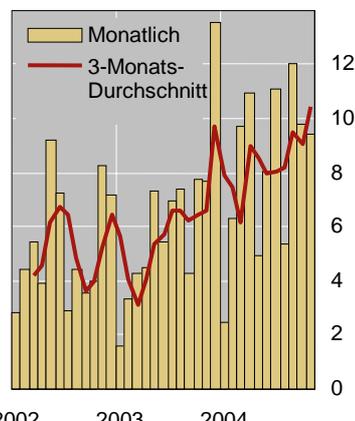


Jan. 04 April 04 Juli 04 Okt. 04

Fremdfinanzierung²



CDO-Absatz^{2,5}



¹ Optionsbereinigter Aufschlag gegenüber Renditen von Staatsanleihen, Basispunkte; Merrill-Lynch-Indizes von hochrentierenden Unternehmensanleihen. ² Mrd. US-Dollar. ³ Absatz hochrentierender US-Anleihen. ⁴ Internationale Konsortialkredite, die für fremdfinanzierte Übernahmen oder Übernahmen durch das Management bereitgestellt wurden. ⁵ Durch Arbitrage finanzierte CDO.

Quellen: Bloomberg; Dealogic Loanware; JPMorgan Chase; Merrill Lynch.

Grafik 1.6

Probleme von Automobil- und Versicherungsunternehmen

In den wenigen Sektoren, die Bonitätsverluste erlitten, war dies stets branchen- oder firmenspezifischen Ursachen zuzuschreiben. Die Anleger waren sich besonders der Probleme von Automobil- und Versicherungsunternehmen bewusst. Die Aufschläge auf Anleihen von General Motors – einem der grössten Emittenten am US-Markt für Unternehmensanleihen – weiteten sich Mitte Oktober um stolze 50 Basispunkte aus, nachdem das Unternehmen enttäuschende Gewinnzahlen vorgelegt hatte. Die Herabstufung von GM durch Standard & Poor's auf das niedrigste Anlagequalitätsrating BBB-, verstärkte die Verkaufswelle. Die Aufschläge für mehrerer Versicherungsunternehmen weiteten sich Ende Oktober aus, als der New Yorker Generalstaatsanwalt den Versicherungsmakler Marsh & McLennan wegen Betrugereien in Zusammenarbeit mit Versicherungen verklagte. Marsh & McLennans Finanzierungskosten stiegen dramatisch an, zum Teil weil es aufgrund seiner hohen Verbindlichkeiten in Form von Commercial Paper höheren Liquiditätsrisiken ausgesetzt ist als die anderen Firmen, gegen die ermittelt wird.

Aufschläge auf hochverzinsliche Anleihen rückläufig trotz hoher Absatzvolumina

Der Rückgang der Risikoaversion trug zur Verringerung der Aufschläge bei. Die weiterhin niedrigen nominalen Erträge aus risikoärmeren Anlagen verlängerten die „Rendite-Jagd“, die die Finanzmärkte seit Ende 2003 prägt. Am Markt für hochverzinsliche Schuldtitel sorgten die Anleger weiterhin für steigende Kurse trotz hoher Absatzvolumina (Grafik 1.6). Die Aufschläge auf hochverzinsliche Anleihen fielen sogar auf ihren tiefsten Stand seit 1998. Selbst die am wenigsten kreditwürdigen Schuldner fanden willige Käufer für ihre Titel; nach Schätzungen von Moody's hatten Unternehmensanleihen mit den Ratings B3 oder Caa – Moody's niedrigsten Ratings für Neuemissionen – im dritten Quartal 2004 einen Anteil von mehr als einem Drittel am Absatz hochverzinslicher US-Titel. Die für fremdfinanzierte Übernahmen bereit-

gestellten Konsortialkreditfazilitäten erreichten mit \$ 26 Mrd. im dritten Quartal ein Rekordhoch (s. Kasten in „Das internationale Bankgeschäft“).

Eine andere Ausdrucksform der „Rendite-Jagd“ an den Kreditmärkten war die geringere Differenzierung zwischen Schuldnern. Die engere Verteilung der Bonitätsaufschläge unter den Schuldnern der jeweiligen Rating-Klasse lässt vermuten, dass die Anleger Ende 2004 weniger als früher zwischen Schuldnern differenzierten (Grafik 1.5). So lagen die Aufschläge für Schuldner mit A-Rating im November 2004 enger beieinander als im Durchschnitt des Zeitraums seit 1997 und sogar als in früheren Monaten des Jahres 2004.

Weniger
Differenzierung
bei Anlegern

Auch die Nachfrage von CDO-Managern („collateralised debt obligations“, d.h. verbriefte Schuldverschreibungen) tat das Ihre, die Bonitätsaufschläge niedrig zu halten. Arbitrage-CDO sind von ihrer Struktur her darauf ausgerichtet, die Tatsache zu nutzen, dass Aufschläge auf einzelne Anleihen meist höher sind als zur Deckung der erwarteten Ausfallverluste in einem gut diversifizierten Portfolio erforderlich wäre.² Nach einer Verlangsamung am Jahresbeginn 2004 nahm der Absatz solcher Strukturen im zweiten und dritten Quartal wieder zu (Grafik 1.6). Berichten zufolge hatten Titel mit B oder schlechteren Ratings infolge der geringen Bonitätsaufschläge und des Mangels an Neuemissionen durch Unternehmen mit höherem Rating einen steigenden Anteil an den verbrieften Schuldverschreibungen.

Nachfrage von
CDO-Managern

Bezeichnenderweise verstärkte das Zusammenspiel dieser Faktoren tendenziell den Rückgang der Aufschläge. Verbesserungen der Bonität führten zu niedrigeren Risikoprämien, die ihrerseits den Reiz höher rentierender Anlagen einschliesslich strukturierter Produkte wie CDO für die Anleger erhöhten und die Risikoprämien weiter unter Abwärtsdruck setzten.

Renditenaufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften auf neuem Tiefstand

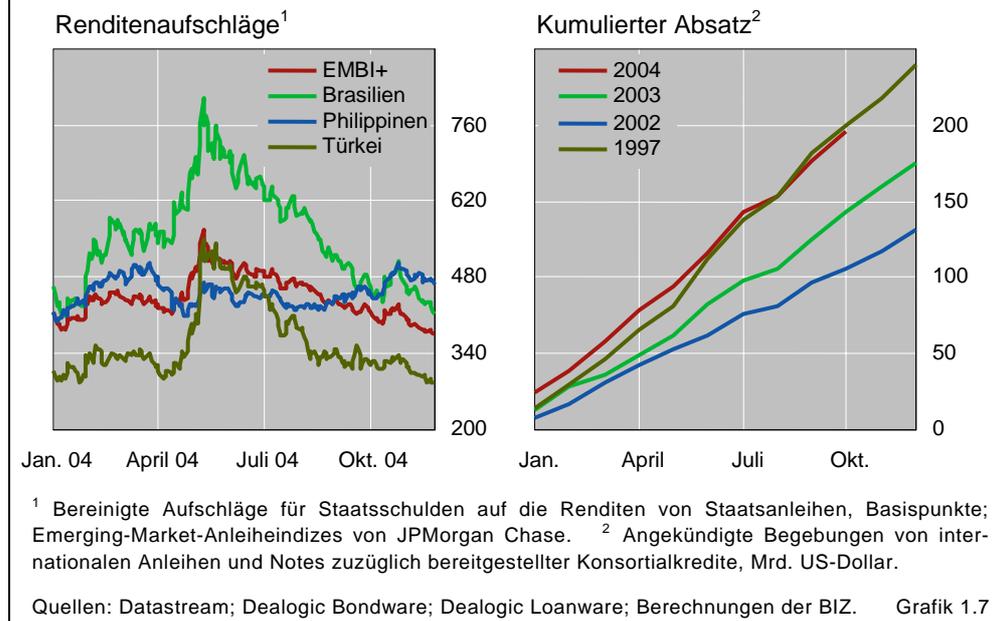
Ähnliche Faktoren setzten auch die Renditenaufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften unter Druck. Bis Ende November nahmen sie stetig ab, nachdem sie während der Verkaufswelle an den globalen Anleihemärkten im April und Mai empor geschneit waren (Grafik 1.7). Am 26. November hatte der Aufschlag des EMBI+ mit 376 Basispunkten seinen tiefsten Stand seit Oktober 1997 erreicht.

Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften nutzten weiterhin die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen. Sie nahmen nicht nur erhebliche Beträge an den internationalen Anleihe- und Kreditmärkten auf, sondern dies auch mit immer längeren Laufzeiten und in einer grösseren Vielfalt von Währungen, auch Landeswährungen (s. „Der internationale Anleihemarkt“). Die Schuldenaufnahme aufstrebender Volkswirtschaften an den internationalen Anleihe- und Kreditmärkten ist im Jahr 2004 auf bestem Weg, wieder den Rekordstand von 1997 zu erreichen. Dass die Anleger zunehmend Interesse

Emissionen
aufstrebender
Volkswirtschaften
näheren sich den
Rekordwerten von
1997

² S. J. Amato und E. Remolona: „Das Rätsel der Bonitätsaufschläge“, *BIZ-Quartalsbericht*, Dezember 2003, S. 57–71.

Aufstrebende Volkswirtschaften



an innovativen Finanzierungsstrategien entwickeln, zeigte sich im November, als Kolumbien als zweiter staatlicher Schuldner ohne Anlagequalität eine reguläre Globalanleihe in seiner eigenen Währung begab; hierdurch sinkt seine Anfälligkeit für Währungsinkongruenzen (s. das Feature „Länderrisiko: eine Bewertung neuerer Sichtweisen“).³

Innerhalb dieses insgesamt verbesserten Marktumfeldes waren Schwankungen der Rohstoffpreise ein entscheidender Unsicherheitsfaktor für die aufstrebenden Volkswirtschaften. Hohe Rohstoffpreise förderten in den letzten Jahren ein starkes Wachstum in vielen aufstrebenden Ländern, insbesondere in Lateinamerika und Afrika, und trugen zu Verbesserungen der Leistungsbilanzen bei. Die Basismetallpreise stiegen im September um 12%, gingen jedoch wieder zurück, als die am 8. Oktober veröffentlichten US-Arbeitsmarktdaten schwächer ausfielen als erwartet (Grafik 1.4). Am 13. Oktober brachen die Kurse an der London Metal Exchange um fast 10% ein – Berichten zufolge ausgelöst durch Sorgen um die Wirtschaftsaussichten für die USA und China.

Diese Häufung negativer Überraschungen führte Mitte Oktober zu einer merklichen Ausweitung der Aufschläge für Titel aufstrebender Volkswirtschaften, die sich besonders auf Brasilien, die Philippinen und andere Länder mit starker Auslandsverschuldung negativ auswirkte. Die Verkaufswelle war jedoch nicht von Dauer. Das wieder erstarkte Vertrauen in die Aussichten für die USA, aber auch Meldungen über geringe Lagerbestände bestimmter Rohstoffe sorgten Ende Oktober und Anfang November für höhere Metall- und

Kurzfristige Verkaufswelle trifft aufstrebende Volkswirtschaften bei rückläufigen Metallpreisen

³ Als erstes Land begab Argentinien im Jahr 1997 eine auf Pesos lautende Globalanleihe. Für die kolumbianische Emission lauten alle Zahlungen auf kolumbianische Pesos, werden aber in US-Dollar ausgezahlt; die Beträge werden anhand des durchschnittlichen Peso/Dollar-Wechselkurses der letzten 28 Tage vor der Auszahlung berechnet.

sonstige Rohstoffpreise (ohne Erdöl) sowie engere Spreads auf Titel aufstrebender Volkswirtschaften.

Im Unterschied zu früheren Verkaufswellen in Titeln aufstrebender Volkswirtschaften blieben die Renditenaufschläge türkischer Fremdwährungsanleihen Mitte Oktober mehr oder minder unverändert. Die Aussicht auf Mitgliedschaft in der Europäischen Union trug dazu bei, dass sich die türkischen Aufschläge von denjenigen anderer hoch verschuldeter Schwellenländer entkoppelten. Anfang Oktober sprach die Europäische Kommission die Empfehlung aus, Beitrittsverhandlungen mit der Türkei aufzunehmen; die Marktteilnehmer scheinen zu erwarten, dass die EU-Regierungen diese Empfehlung im Dezember annehmen.

Während die Aufschläge für Titel aufstrebender Märkte Ende November in der Nähe oder unterhalb ihrer Jahrestiefstwerte standen, blieben die Aufschläge für die Philippinen aufgrund der Besorgnis über die zunehmende Staatsverschuldung relativ hoch. Sie waren zunächst Ende August angestiegen, als der Präsident die Dringlichkeit der Haushaltsdisziplin betonte. Weiter unter Druck gerieten sie im Oktober, nachdem die wichtigsten Rating-Agenturen vor einer möglichen Herabstufung gewarnt hatten. Verzögerungen in der Verabschiedung von Gesetzen, die staatliche Mehreinnahmen bewirken sollen, verstärkten die negative Stimmung.

Zunehmende
Besorgnis über
Staatsverschuldung
der Philippinen

Langfristige Renditen weiterhin niedrig

Trotz der Belebung der Aktien- und Kreditmärkte und der Märkte für Schulden aufstrebender Volkswirtschaften blieben die langfristigen Renditen deutlich unterhalb ihrer Höchststände vom Juni. Von ihrem Spitzenwert vom 14. Juni fielen die Renditen auf 10-jährige US-Schatztitel bis zum 22. September um 90 Basispunkte auf 4% (Grafik 1.8). In der Folge schwankten sie in einer Bandbreite von 25 Basispunkten, stabilisierten sich in der zweiten Novemberhälfte bei 4,2% und zogen dann am Monatsende wieder an. Bei den Yen-Renditen war ein ähnliches Muster zu beobachten. Die Euro-Renditen blieben rückläufig bis Ende November – zwei Monate nachdem die US-Renditen ihre Talsohle erreicht hatten.

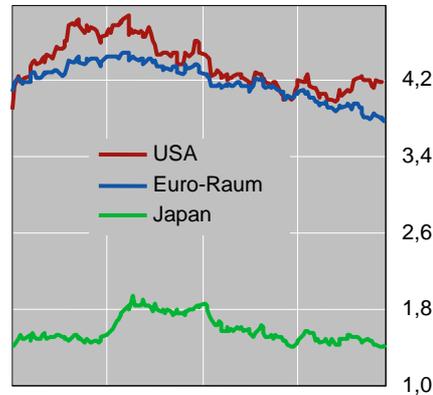
Bis September trugen stabile Inflationserwartungen zum Rückgang der langfristigen Renditen bei, doch auch in den folgenden Monaten blieben die Renditen niedrig, obwohl sich die Inflationss Aussichten verschlechterten. Nach einer massiven Aufwärtskorrektur im zweiten Quartal stiegen die Inflationsprognosen der Fachleute im dritten und vierten Quartal in kleinen Schritten weiter. Auch die „Breakeven“-Inflationsraten, die in den Renditen inflationsindexierter Anleihen impliziert sind, waren im vierten Quartal nach einem Rückgang im dritten Quartal wieder höher, vor allem in den USA. Selbst nach dem Einbruch der Ölpreise Ende Oktober hielt die Verschlechterung der Inflationss Aussichten insbesondere in den USA an. Dennoch führte der Wandel der Erwartungen nicht zu Marktturbulenzen; die implizite Volatilität an den wichtigsten Anleihemärkten fiel auf einen mehrjährigen Tiefstand (s. Kasten auf S. 14).

Renditen weiterhin
niedrig trotz
schlechterer
Inflationss Aussichten

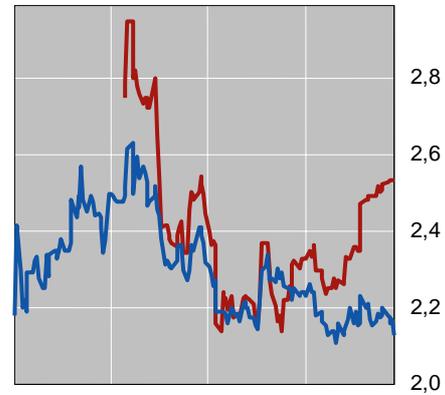
Zinssätze

Prozent

10-Jahres-Renditen auf Staatsanleihen



Leitzinsen im März 2005¹



April 04 Juni 04 Aug. 04 Okt. 04

April 04 Juni 04 Aug. 04 Okt. 04

¹ Leitzinsen impliziert durch Futures mit Fälligkeit März 2005; USA: Futures auf den Tagesgeldsatz; Euro-Raum: EONIA-Futures.

Quelle: Bloomberg.

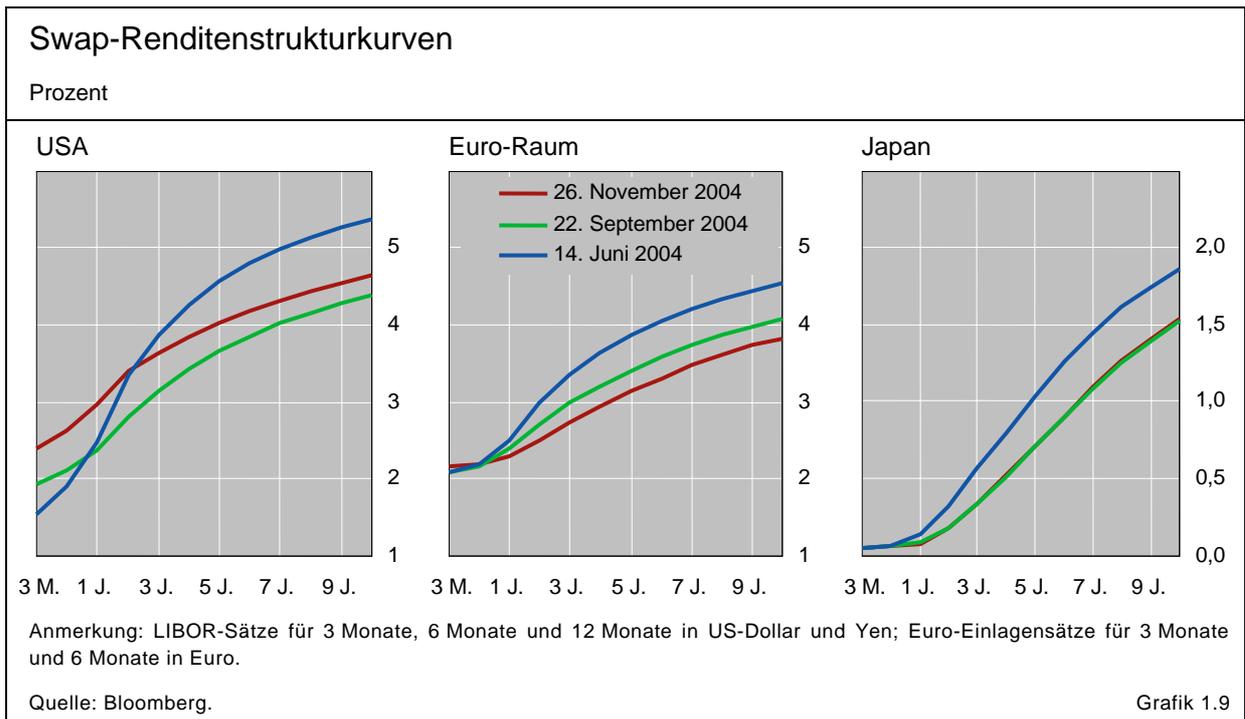
Grafik 1.8

Die Anleihemärkte reagierten weiterhin besonders sensibel auf Veränderungen der Erwartungen hinsichtlich der US-Leitzinsen. Die tatsächlichen geldpolitischen Beschlüsse, die zwischen Juni und November eine kumulative Anhebung des Tagesgeldziels um 100 Basispunkte ergaben, hatten für sich genommen wenig Auswirkungen auf die langfristigen Renditen. Diese Anhebungen waren schon seit der Jahresmitte von den Marktteilnehmern antizipiert worden und in den Renditen zum Ausdruck gekommen. Stattdessen konzentrierten sich die Anleihemärkte auf Veröffentlichungen von Daten und offizielle Aussagen, die als Signale dafür gedeutet wurden, was die Federal Reserve im Jahr 2005 und darüber hinaus wahrscheinlich tun würde. Als zwischen Ende September und Ende November die Wachstumsaussichten anzogen und die Anleger ihre geldpolitischen Erwartungen revidierten, bewegte sich die Dollar-Renditestrukturkurve parallel um etwa 20 Basispunkte (Grafik 1.9).

Stärkste Bewegungen der Renditen nach Bekanntgabe überraschender US-Arbeitsmarktdaten

Seit einiger Zeit sind viele Marktteilnehmer der Ansicht, dass die Beschäftigungsentwicklung in den USA ein wichtiger Bestimmungsfaktor für das Tempo der geldpolitischen Straffung sei. Infolgedessen standen die grössten Bewegungen der Renditen in den letzten Monaten tendenziell in Verbindung mit überraschenden US-Arbeitsmarktdaten. Während eine unerwartete Veränderung um 100 000 Arbeitsplätze (ohne Landwirtschaft) im Zeitraum Januar 1998 bis Juli 2003 zu einer durchschnittlichen Veränderung der 10-jährigen Renditen um 2 Basispunkte geführt hatte, lag ihre Wirkung während des vergangenen Jahres näher bei 10 Basispunkten.⁴ Wie sich die

⁴ S. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 74. Jahresbericht, 28. Juni 2004, S. 116f.



Bekanntgabe der Arbeitsmarktdaten auswirkt, richtet sich oft ebenso sehr nach dem Bild, das sie von der Entwicklung der Arbeitsmärkte in mehreren vorausgegangenen Monaten zeichnen, wie nach dem Bild des unmittelbar letzten Monats. So schnellten die Renditen am 3. September um 10 Basispunkte empor, obwohl die an diesem Tag veröffentlichten Beschäftigungszahlen für den August den Erwartungen entsprachen, denn gleichzeitig waren die Daten für Juni und Juli nach oben korrigiert worden.

Auch an den Märkten für langfristige Schuldtitel in Japan und im Euro-Raum standen die stärksten täglichen Bewegungen tendenziell in Zusammenhang mit Veröffentlichungen von US-Wirtschaftsdaten. Die Wirkung von Meldungen aus dem eigenen Wirtschaftsraum war gedämpfter, wie bereits seit langem zu beobachten ist. Auf die Bekanntgabe überraschend schwacher US-Arbeitsmarktdaten am 8. Oktober reagierten die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen z.B. mit einem Rückgang um 7 Basispunkte; auf die Veröffentlichung unerwartet starker ifo-Daten zum deutschen Geschäftsklima am 25. Oktober reagierten die Euro-Renditen hingegen praktisch nicht.

Trotz der hohen Korrelation der täglichen Bewegungen waren die Trends der längerfristigen Renditen in Yen und besonders in Euro weniger eng an die Bewegungen der Dollar-Renditen gekoppelt als im dritten Quartal. Vor allem in den ersten beiden Novemberwochen waren die Yen- und Euro-Renditen rückläufig, während die Dollar-Renditen stiegen. Ein Grund für diese Divergenz war die veränderte Wahrnehmung der Wirtschaftsaussichten. Die Anleger sahen den Aufschwung in Japan und dem Euro-Raum weiterhin skeptisch, während sie im Hinblick auf den Aufschwung in den USA zuversichtlicher wurden.

Divergenz der Euro- und Yen-Renditen von Dollar-Renditen

Neuerliche Abwertung des US-Dollars

Augenmerk der Anleger auf US-Leistungsbilanzdefizit ...

Obwohl im November überraschend starke US-Wirtschaftsdaten veröffentlicht wurden, wertete der US-Dollar während des Betrachtungszeitraums gegenüber vielen Währungen ab und erreichte neue Tiefstände (Grafik 1.10). Diese Schwächung begann, als am 14. Oktober veröffentlichte Zahlen zeigten, dass das Handelsbilanzdefizit der USA im August das zweithöchste ihrer Geschichte war. Einige Tage später wurde die Talfahrt des Dollars beschleunigt, als bekannt wurde, dass die Käufe von US-Wertpapieren durch Gebietsfremde im August unerwartet nachgelassen hatten. Einige Marktteilnehmer sahen diesen schleppenden Absatz als Bestätigung dafür, dass asiatische Zentralbanken und Ölexporteure ihre Portfolios zulasten des US-Dollars diversifizierten und zwar insbesondere zugunsten des Euro (s. „Das internationale Bankgeschäft“). Wenn eine solche Umschichtung der Portfolios anhielte, könnten die grossen US-Leistungsbilanzdefizite, die in den letzten Jahren entstanden sind, nicht mehr haltbar sein. Kommentare des Notenbankpräsidenten am 18. November zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits verstärkten die negative Stimmung gegenüber dem Dollar.

Die Abwertung des US-Dollars dürfte zu der Divergenz zwischen Euro- und Dollar-Renditen beigetragen haben. Am 25. November erreichte der Euro mit fast \$ 1,33 einen neuen Höchstwert gegenüber dem Dollar. Die Stärke des Euro wurde als potenzieller Faktor für eine Hemmung des Wachstums im Euro-Raum und eine geringere Wahrscheinlichkeit einer Leitzinserhöhung in naher Zukunft angesehen, was zu Abwärtsdruck auf die Euro-Renditen führt. Berichten zufolge verstärkten Portfolioumschichtungen zulasten des Dollars gleichzeitig den Aufwärtsdruck auf die Dollar-Renditen.

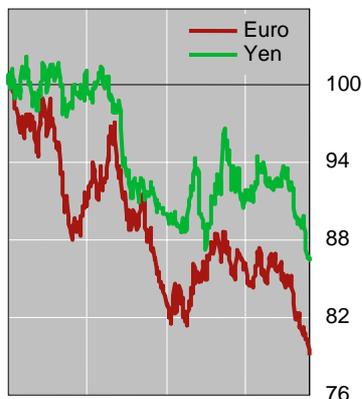
... das den Dollar auf neue Tiefstwerte gegenüber vielen Währungen drückt

Auch asiatische Währungen werteten gegenüber dem Dollar auf. Im Zeitraum Ende September bis Ende November legte der Yen 6% und der koreanische Won 9% zu; sie erreichten damit mehrjährige Höchstwerte

Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar

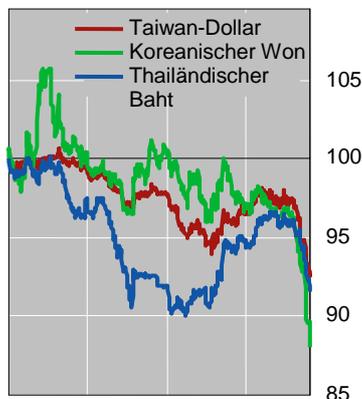
Einheit der Landeswährung je US-Dollar; 1. Januar 2003 = 100

Kassakurse



Jan. 03 Juli 03 Jan. 04 Juli 04

Kassakurse



Jan. 03 Juli 03 Jan. 04 Jul 04

Terminkurse¹



Jan. 03 Juli 03 Jan. 04 Juli 04

¹ 12-Monats-Terminsatz; Renminbi: Quasi-Termingeschäft.

Quellen: Bloomberg; WM/Reuters.

Grafik 1.10

gegenüber dem Dollar. Auch der chinesische Renminbi und der Hongkong-Dollar gerieten unter erhöhten Druck. Die Erwartungen einer Neubewertung des Renminbi stiegen merklich, nachdem chinesische Amtsträger am 5. November Erklärungen abgegeben hatten, die in dem Sinne gedeutet wurden, dass eine gewisse Schwankung der Wechselkurse wünschenswert sei. Wenige Tage zuvor hatten die chinesischen Währungsbehörden erstmals in fast zehn Jahren die Leitzinsen angehoben, um eine Überhitzung der Konjunktur zu verhindern. Diese Massnahme war nicht wegen der direkten Wirkung der höheren Zinsen signifikant, sondern weil sie signalisierte, dass die chinesischen Behörden zunehmend auf Marktmechanismen setzen, um die Wirtschaft zu lenken.

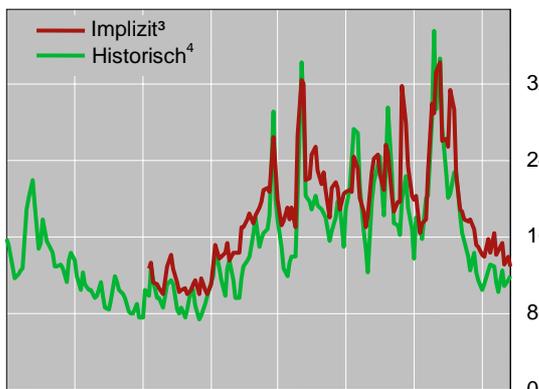
Der jüngste Rückgang der Volatilität

Die Volatilität an den Aktien- und Anleihemärkten war während der letzten zwei Jahre zumeist rückläufig, und dies sogar dann, wenn überraschende Daten über die Erholung der Weltwirtschaft die Märkte aufzurütteln schienen. Am Aktienmarkt fiel die realisierte Volatilität der Erträge des S&P 500 von über 35% im Oktober 2002 auf 10% im Juli 2004 und blieb bis Ende November auf diesem Niveau. Die implizite Volatilität der entsprechenden Optionspreise sank von 34% auf 15%. Am Anleihemarkt fiel die realisierte Volatilität 10-jähriger US-Schatztitel von über 9% Anfang August 2003 auf etwa 5% Ende November 2004, ihren tiefsten Stand seit dem Sommer 2001. Die anhand der Optionspreise berechnete implizite Volatilität ging von 10% auf 5% zurück.

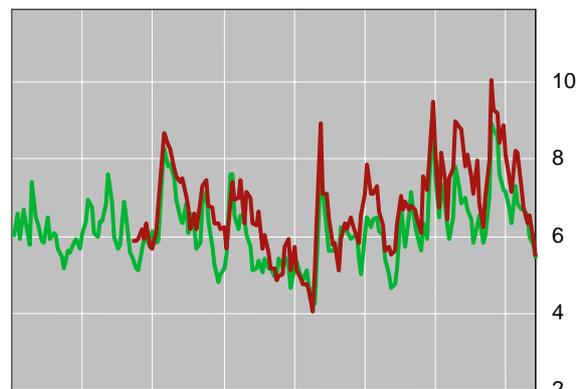
Um zu verstehen, welche Faktoren diese Bewegungen der Volatilität bestimmen, ist es hilfreich, ihren jeweiligen Zeitpunkt zu betrachten. An den Aktienmärkten setzte die Beruhigung etwa im Oktober 2002 ein. Damit endete eine lange Phase ungewöhnlicher Volatilität, die von der Entstehung und dem Platzen einer Marktblase sowie schwerwiegenden Bilanzskandalen geprägt gewesen war. Es war auch der Beginn einer Phase kräftiger wachsender Unternehmensgewinne und soliderer Bilanzen. Durch die Verbesserung der Bilanzen wurde offenbar der Leverage-Effekt gedämpft, der gewöhnlich mit hoher Volatilität einhergeht, und dies führte auch zu niedrigeren Bonitätsaufschlägen. Zudem könnte die Belebung, die auf die lange Baisse von 2000–2002 folgte, die Befürchtung verringert haben, dass dem Markt eine weitere grosse Korrektur drohe.

Messgrößen für die Volatilität¹

S&P 500



US-Staatsanleihen²



1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004

1990 1992 1994 1996 1998 2000 2002 2004

¹ Auf Jahresbasis umgerechnete tägliche Volatilität; Monatsdurchschnitt. ² Futures auf 10-jährige Staatsanleihen. ³ Durch den Preis von Call-Optionen am Geld implizierte Volatilität. ⁴ Bedingte Volatilität der täglichen Renditen, geschätzt über den Zeitraum Januar 1990 – November 2004 anhand eines GARCH(1,1)-Modells.

Quellen: Bloomberg; Merrill Lynch; Berechnungen der BIZ.

An den Anleihemärkten dürfte die Volatilität im Sommer 2003 eine Spitze erreicht haben. Zu jener turbulenten Zeit hatten die Marktteilnehmer offenbar die Wahrscheinlichkeit unkonventioneller geldpolitischer Massnahmen der US-Zentralbank falsch eingeschätzt. Der Beschluss der Federal Reserve vom 25. Juni, die Leitzinsen um 25 Basispunkte statt wie erwartet um 50 Basispunkte zu senken, half die Erwartungen der Marktteilnehmer zu stabilisieren. Die späteren Signale und Erklärungen der Federal Reserve dürften zu einem bemerkenswert hohen Mass an Übereinstimmung unter den Marktteilnehmern über die künftige Entwicklung der Leitzinsen geführt haben. Dies ermöglichte den Rückgang der Volatilität trotz gelegentlicher heftiger Erwartungsumschwünge hinsichtlich der zugrunde liegenden Erholung, insbesondere nach Veröffentlichungen der Zahlen über die US-Beschäftigungsentwicklung (ohne Landwirtschaft). Die Effektivität, mit der die Währungsbehörde ihre Absichten zu vermitteln vermochte, schien die Wirkung überraschender Daten zu neutralisieren.

Ein zweiter Faktor, der insbesondere am US-Anleihemarkt zu einer Beruhigung der Volatilität beitrug, war die geringere Häufigkeit von Renditeschwankungen infolge der Absicherung von Hypothekenportfolios. Schon mehrfach – zuletzt im August 2003 – hatte ein Anstieg der langfristigen Renditen zu einer Verlängerung der Duration von Portfolios mit hypothekarisch gesicherten Anleihen geführt, da die Schuldner ihre Refinanzierungsaktivitäten verringerten. Dies wiederum führte zu vermehrten Absicherungstransaktionen, die vorübergehend einen weiteren Anstieg der langfristigen Renditen zur Folge hatten. Dieser Effekt war offenbar im Jahr 2004 weniger stark als zuvor; mit dem Anstieg der Renditen im April 2004 ging z.B. nur eine geringfügig verstärkte Volatilität einher. Die lange Phase relativ niedriger nominaler Renditen könnte den Spielraum für weitere Refinanzierungen verringert haben, sodass unerwartete Verschiebungen in den Refinanzierungsmustern die Märkte nicht mehr überrumpelten.

