

VI. Finanzmärkte

Schwerpunkte

Im Jahr 1999 spürten die Finanzmarktakteure zwar noch die Nachwirkungen der jüngsten Krisen, wandten ihre Aufmerksamkeit jedoch positiven Zukunftsperspektiven zu und waren immer mehr bereit, wieder Risiken einzugehen. Eine Begeisterung für die Digitaltechnologie und zunehmende Anzeichen eines weltweiten Wirtschaftsaufschwungs ließen die Kurse zahlreicher Aktien neue Höchststände erreichen. An den Kreditmärkten wurden zuvor bestehende Liquiditätseingänge durch eine ähnliche Risikofreudigkeit überwunden, und die Zinsaufschläge gingen trotz eines Rekordabsatzes von Schuldtiteln des privaten Sektors nach und nach zurück. Ein Anstieg der langfristigen Zinssätze in Europa und den USA wurde als ein willkommenes Zeichen dafür angesehen, daß die Geldpolitik darauf angelegt war, die Wirtschaft vor einer Inflation zu schützen, ohne dabei das Wachstum zu beeinträchtigen.

Optimismus, dann
Besorgnis

Im ersten Quartal 2000 merkten die Marktteilnehmer allmählich, daß ihr Enthusiasmus zu weit gegangen war. An den Aktienmärkten bekamen die Anleger plötzlich eine Art Höhenangst, was zu heftigen Kursausschlägen führte, insbesondere bei den Technologiewerten. Die während des Quartals veröffentlichten Daten lösten Unsicherheit darüber aus, wie stark die Geldpolitik gestrafft werden mußte. Gleichzeitig wirkten sich angebotsseitige Schocks am Markt für US-Schatztitel ungewöhnlich stark auf die Kurse aus. Das Arbitrage- und Marktmachergeschäft, das früher solche Schocks absorbiert hätte, hatte sich offenbar noch nicht von den im Herbst 1998 erlittenen Verlusten erholt. Die dadurch entstehende Volatilität der langfristigen Renditen verunsicherte nicht nur die Schuldner und Anleger, die sich auf die Referenzwerte dieses Marktes verließen, sondern verzerrte auch die Informationen über die gesamtwirtschaftlichen Aussichten, die darin üblicherweise enthalten sind.

Kapital-
umschichtung infolge
veränderter Preise
von Vermögens-
werten

Die Veränderungen der relativen Preise von Vermögenswerten hatten reale Folgen in Form einer Kapitalumschichtung zwischen den verschiedenen Wirtschaftsbereichen. An den Aktienmärkten half die spektakuläre Kursentwicklung der Hochtechnologieaktien jungen Unternehmen, Rekordbeträge bei der öffentlichen Erstbegebung ihrer Aktien zu erzielen, während die scheinbar unterdurchschnittliche Entwicklung anderer Aktienwerte zu umfangreichen Rückkaufprogrammen mit Rückzahlungen an die Aktionäre führte. An den Märkten für Schuldtitel schufen Haushaltsüberschüsse in den USA und im Vereinigten Königreich sowie rückläufige Defizite in Kontinentaleuropa, begünstigt durch geringer werdende Zinsaufschläge, Spielraum für einen bemerkenswerten Anstieg des Absatzes von Unternehmensanleihen, so daß Ersparnis vom Staat zu Schuldner des privaten Sektors umgelenkt wurde.

Die Preise von Vermögenswerten waren außerdem mitbestimmend dafür, wie die globalen Leistungsbilanzdefizite finanziert wurden. Die Aktienmärkte

unterstützten die Kapitalströme, zu denen auch grenzüberschreitende Übernahmen gehörten, die mit Aktien bezahlt wurden. Die internationalen Großbanken selbst investierten in beträchtlichem Umfang an den rasch expandierenden Märkten für Schuldtitel und wiesen ihrem traditionellen internationalen Kreditgeschäft eine untergeordnete Rolle zu. Die Kreditnehmer aus aufstrebenden Volkswirtschaften hatten ihrerseits nur geringen Bedarf an Krediten ausländischer Banken und beschleunigten sogar ihre Tilgungen. Infolgedessen gab es am internationalen Interbankmarkt plötzlich eine Flut verfügbarer Mittel. Abgesehen von Geschäften im Zusammenhang mit Übernahmen hatten die Banken jedoch zunehmend Schwierigkeiten, neue Kreditnehmer zu finden.

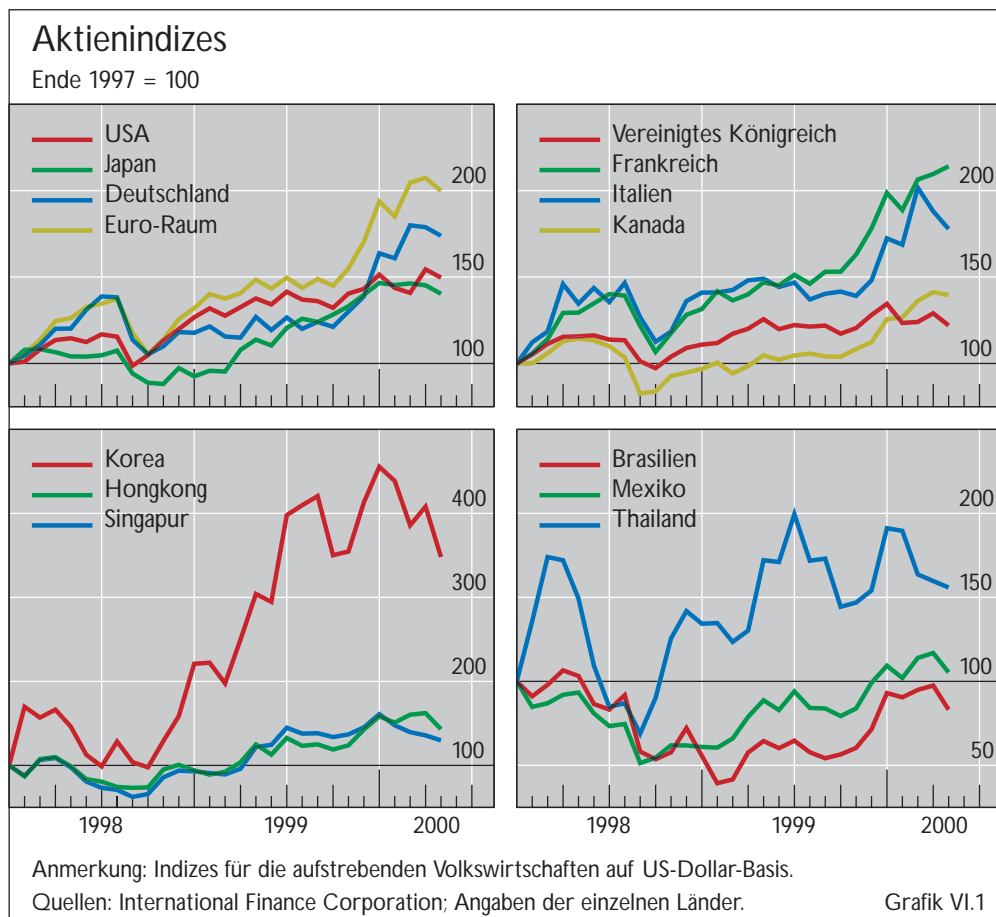
Anlagen von Großbanken an rasch expandierenden Schuldtitelmärkten

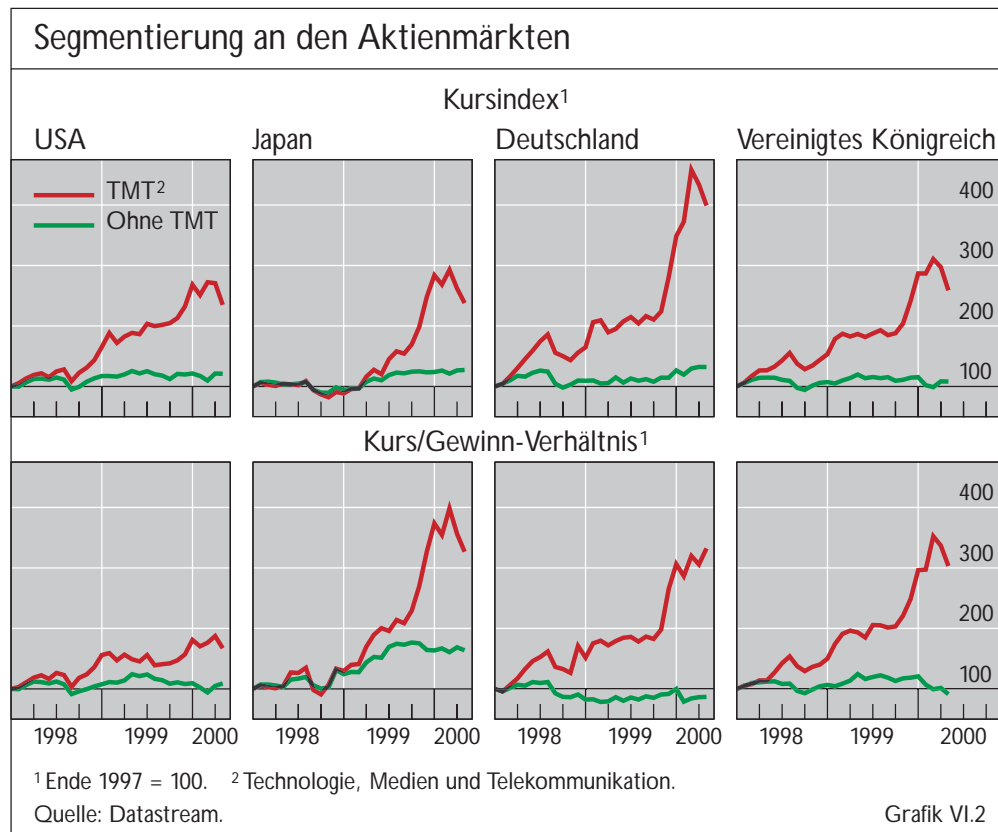
Aktienmärkte

Entwicklungsmuster

Weltweit setzten die Aktienmärkte die Dynamik der Vorjahre fort und erreichten 1999 neue Höchststände (Grafik VI.1). Die kräftigen Kursgewinne waren besonders bemerkenswert, weil sie vor dem Hintergrund steigender Zinssätze in den USA und Europa erzielt wurden. Selbst der Aktienmarkt von Tokio, der seit mehreren Jahren durch Schwäche gekennzeichnet gewesen war, schloß sich dem globalen Trend an und machte die Verluste, die seit Beginn der jüngsten

Neue Höchststände an weltweiten Aktienmärkten



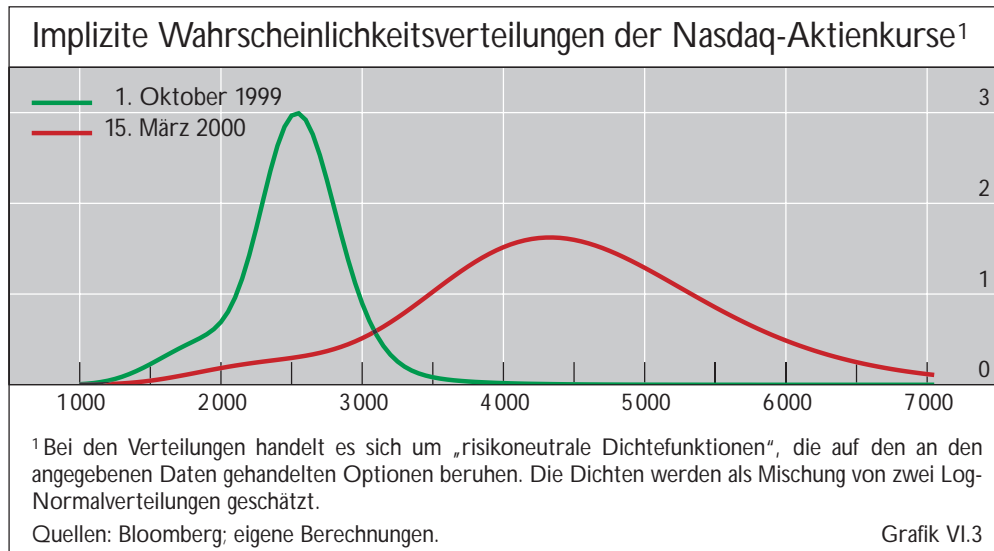


Finanzmarktkrisen in Asien verzeichnet worden waren, wieder wett. Die Märkte in Brasilien, Korea, Mexiko sowie in anderen Ländern, die sich von einer Rezession erholten, gehörten weltweit zu den sich am besten entwickelnden Märkten. Im letzten Quartal 1999 erreichte das Tempo, mit dem die globale Entwicklung voranschritt, einen Höhepunkt, bevor es im neuen Jahr ins Stocken geriet.

Hinter der Stärke der weitgefaßten Aktienindizes im Jahr 1999 verbargen sich markante Unterschiede in der Entwicklung von Aktien der „New Economy“ und der „Old Economy“. In den USA beispielsweise verzeichneten weniger als die Hälfte der Unternehmen im Index S&P 500 eine positive Gewinnentwicklung für das Jahr. Weltweit wurden die Kursgewinne an den Aktienmärkten insgesamt vor allem durch Aktien der Bereiche Digitaltechnologie und Telekommunikation hochgetrieben, deren Wert sich in den USA, im Vereinigten Königreich und in Deutschland praktisch verdoppelte und in Japan nahezu verdreifachte (Grafik VI.2). Am deutlichsten war die divergierende Kursentwicklung der Technologiewerte und der übrigen Werte in Deutschland, wozu noch eine Übernahmepremie bei den Telekommunikationsaktien beitrug. Die zur „Old Economy“ gehörenden Wirtschaftszweige verzeichneten in den einzelnen Ländern ebenfalls unterschiedliche Ergebnisse. In den USA und im Vereinigten Königreich sanken die Kurse der entsprechenden Aktien, während sie in Deutschland und Japan stiegen.

Die Unterschiede an den Märkten der einzelnen Länder sowie der einzelnen Branchen wurden im ersten Quartal 2000 noch ausgeprägter, als sich die Volatilität der Märkte massiv erhöhte. Nach einem kurzen Rückgang zu

Gewinne an den Aktienmärkten durch Technologie-werte



Jahresbeginn zogen die Aktienkurse in Kontinentaleuropa wieder an, während sie in den USA weiter nachgaben. Als in Japan Mitte März bekannt wurde, daß die Wirtschaft wieder in die Rezession zurückgefallen war und die Produktion im vierten Quartal 1999 ziemlich starke Einbußen erlitten hatte, löste dies vorübergehend eine Verkaufswelle japanischer Aktien aus. Am US-Markt vermittelten die veröffentlichten Daten das Bild einer gegenüber einer strafferen Geldpolitik immunen Realwirtschaft und lösten häufig heftige Kursausschläge von einem Tag auf den anderen aus. Bei den Technologiewerten und den übrigen Aktien war oft eine Art Tauziehen zu beobachten: Wenn die einen stärker wurden, gaben die anderen nach. Manchmal übertraf die Volatilität innerhalb eines einzigen Handelstages das Ausmaß, das im Verlauf mehrerer Tage normal gewesen wäre. Am 4. April beispielsweise büßte der technologieelastige Nasdaq-Index im Verlauf des Tages 13% ein, machte diesen Verlust aber bis zum Börsenschluß größtenteils wieder wett. Eine Woche später brach der Nasdaq-Markt ein, insbesondere aufgrund der Veröffentlichung einer relativ hohen Steigerungsrate bei den Verbraucherpreisen, und verlor \$1,4 Bio. seiner Kapitalisierung. Zu Beginn der folgenden Woche erholte sich der Markt wieder, ohne daß neue wichtige Daten bekanntgeworden wären.

Tauziehen
zwischen
Technologiewerten
und übrigen Aktien

Den starken Kursschwankungen im April war eine offenbar erhöhte Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Aktienkurse vorausgegangen. An den Optionspreisen läßt sich ablesen, daß die Befürchtungen hinsichtlich möglicher zukünftiger Kursänderungen anscheinend noch stärker zunahmen als die tatsächliche Volatilität, insbesondere bei den Hochtechnologiewerten. Die in den Notierungen börsengehandelter Optionen auf den Nasdaq-Index berücksichtigte erwartete Volatilität war im Oktober 1999, als sich die Technologiewerte festigten, relativ gering, was auf ein gewisses Vertrauen in die Bewertungen schließen läßt (Grafik VI.3). Als jedoch diese Aktienkurse im ersten Quartal 2000 nachzugeben begannen, wurde die von den Optionspreisen implizierte Volatilität außerordentlich hoch. Ab Mitte März 2000 zeigte die implizite Verteilung der möglichen zukünftigen Kurse einen Rückgang von mindestens 20% mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 25% an,

verglichen mit der Wahrscheinlichkeit eines solchen Rückgangs von 15% im Oktober.

Volatilität und Bewertungsänderungen

Durch Auf und Ab an den Märkten Frage nach Ursachen wechselnder Bewertungen

Das Auf und Ab an den Aktienmärkten wirft die Frage auf, was die wechselnden Bewertungen ausgelöst hat. Da eine Aktie einen Anspruch auf künftige Ausschüttungen der Gesellschaft an die Aktionäre darstellt, sollte sich ihr Kurs entsprechend neuen Informationen über die Ertragslage der Gesellschaft und insbesondere über das zu erwartende Gewinnwachstum entwickeln. Darüber hinaus sollte der Aktienkurs die erwartete Rendite alternativer Anlagemöglichkeiten, wie z.B. von Anleihen, widerspiegeln sowie einen nicht beobachtbaren Renditenaufschlag enthalten, den die Anleger als Ausgleich für das Aktienkursrisiko fordern, die sogenannte Aktienrisikoprämie.

Kursausschläge offenbar durch kaum nennenswerte neue Informationen ausgelöst

Die jüngsten kurzfristigen Kursausschläge wurden offenbar durch kaum nennenswerte neue Informationen ausgelöst. Das ist an sich nicht sehr ungewöhnlich, da die Aktienkurse schon früher stärker stiegen oder sanken, als durch die beobachtete Ertragsentwicklung erklärt werden konnte. Diese „übersteigerte Volatilität“ dürfte sich aus einer irrationalen Wechselhaftigkeit im Verhalten der Marktteilnehmer ergeben. Die Veränderungen der nicht beobachtbaren Aktienrisikoprämie dürften dieses Verhalten berücksichtigen; allerdings ist nicht klar, warum sich diese Prämie in einer derart kurzen Zeitspanne so stark ändern sollte. Eine weitere mögliche Erklärung für das Ausmaß der Kursschwankungen ist ein unterschiedlicher Informationsstand der Anleger. Einige Anleger verfügen vielleicht zeitweise über wichtige private Informationen, die sie dem Markt nur über ihre Abschlüsse vermitteln, so daß Auftragsvolumina den Markt beeinflussen und nicht öffentlich bekannte Informationen.

Während kurzfristige Schwankungen der Aktienkurse schwer zu erklären sind, weisen die längerfristigen Bewegungen empirische Regelmäßigkeiten auf, die mehr oder weniger den wirtschaftlichen Fundamentaldaten entsprechen. Auch wenn Bewertungskennzahlen – wie z.B. die Dividendenrendite oder das Kurs/Gewinn-Verhältnis – deutlich von ihrer üblichen Beziehung zum Konjunkturzyklus abweichen, erreichen sie auf lange Sicht doch wieder ihr historisches Durchschnittsniveau. Niedrige Dividendenrenditen oder hohe Kurs/Gewinn-Verhältnisse kehren typischerweise als Folge sinkender Kurse und weniger aufgrund steigender Dividenden oder Erträge auf ein normales Ausmaß zurück.

Aussichten für Aktien nicht günstig ...

Verglichen mit früheren Erfahrungen waren die Aussichten für Aktien Ende März 2000 nicht günstig. Der anhaltende allgemeine Kursanstieg hatte bei den Kennzahlen für die Aktienmärkte insgesamt zu Extremniveaus geführt. Beispielsweise erreichten die Dividendenrenditen an den meisten Märkten historische Tiefstände oder näherten sich diesen an (Tabelle VI.1). Die wachsende Neigung der Unternehmen, Gewinne in Form von Aktienrückkäufen und nicht über Dividenden an die Aktionäre zu verteilen, drückte allerdings die Dividendenrenditen unabhängig von der jeweiligen Risikobereitschaft der Anleger. Doch auch gemessen am Kurs/Gewinn-Verhältnis schienen die Aktienmärkte überbewertet. Diese Kennzahlen waren gegenüber ihren jüngsten Höchstständen allgemein etwas zurückgegangen, aber im langfristigen Vergleich waren sie immer noch hoch und überstiegen sogar das Niveau vor dem Börsencrash vom Oktober 1987.

Die unterschiedliche Entwicklung von Aktien der „Old Economy“ und der „New Economy“ im Verlauf des letzten Jahres ließ darauf schließen, daß die Aussichten für Aktien von der jeweiligen Branche abhängen könnten. Zwar lag das Kurs/Gewinn-Verhältnis für Titel der „Old Economy“ niedriger als für den Gesamtmarkt, doch deuteten die Kennzahlen darauf hin, daß möglicherweise selbst diese Aktien überbewertet waren. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis des Nicht-technologiesektors betrug Ende März 2000 in den USA 23 und im Vereinigten Königreich 19, was deutlich über dem historischen Durchschnitt lag, obwohl sich diese Länder in einer Konjunkturphase befanden (s. Kapitel II), die – zumindest in der Vergangenheit – einen geringeren Spielraum für ein Gewinnwachstum zugelassen hatte. Darüber hinaus hatten sich die „Old Economy“-Titel in den USA offenbar nicht vollständig an die Zinserhöhungen angepaßt (Grafik VI.4).

... und möglicherweise branchenabhängig

Die traditionellen Wertkennzahlen deuteten auf sogar noch größere Risiken für die Hochtechnologietitel hin. Die Kurs/Gewinn-Verhältnisse dieser Wirtschaftszweige erreichten Rekordhöhen. Ende März 2000 lagen sie in den USA bei 53 und in Japan bei 169. Solche Bewertungen sind zum Teil durch das Gewinnwachstum beeinflusst, das sich langfristig dem Wirtschaftswachstum annähern muß. Bewertungsunterschiede hängen daher davon ab, mit welchem Gewinnwachstum die Anleger in naher Zukunft rechnen, wie lange eine Phase hohen Wachstums andauert und wie sich die Aktienrisikoprämie darstellt. Gemessen an den historischen Durchschnittswerten für langfristiges Wachstum und Aktienrisikoprämien scheinen die Anleger hinsichtlich der kurzfristigen Wachstumsaussichten für Hochtechnologieunternehmen sehr optimistisch gewesen zu sein. Die erwartete jährliche Gewinnwachstumsrate des gesamten US-Technologiebereichs, gemessen anhand des Kurs/Gewinn-Verhältnisses, betrug real 21% für die nächsten 10 Jahre und war damit mehr als fünfmal so hoch wie die reale Wachstumsrate der Gesamtwirtschaft. Gleichzeitig rechnete der Markt damit,

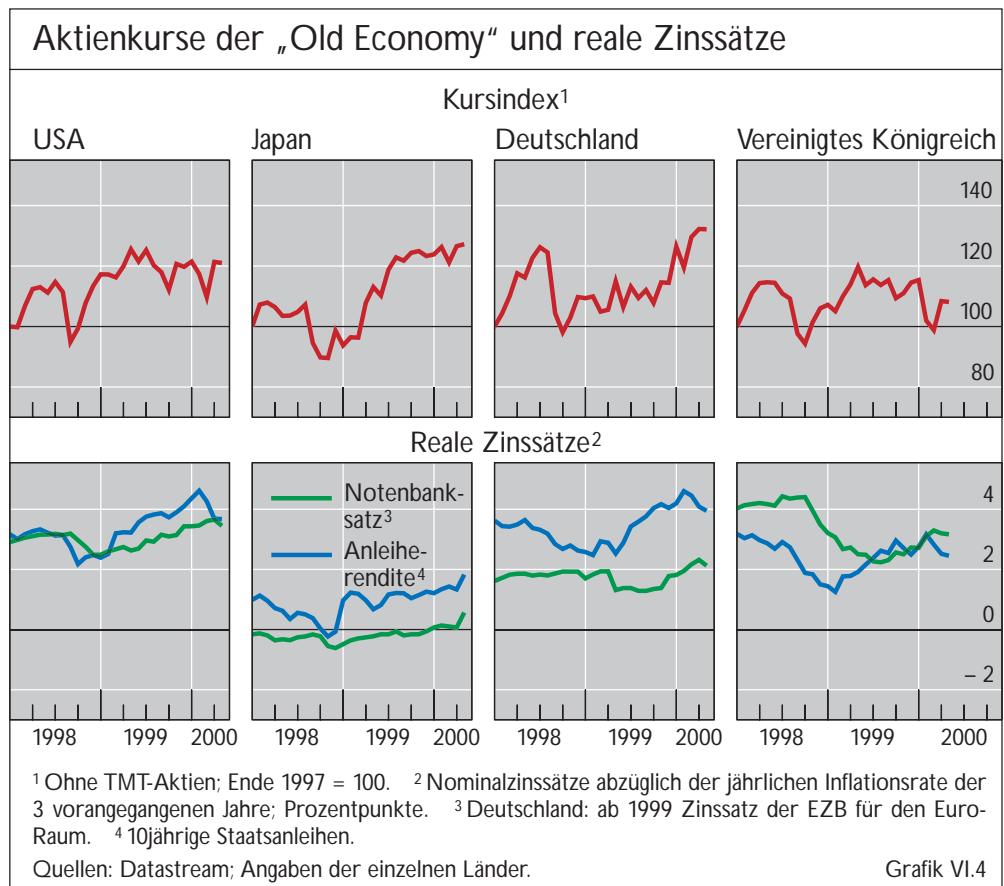
Gemäß Kennzahlen höhere Risiken bei Technologiewerten

Wertkennzahlen von Aktienkursen ¹									
	Dividendenrendite ²				Kurs/Gewinn-Verhältnis ³				
	Durchschnitt	Tiefstwert		März 2000	Durchschnitt	Sept. 1987	Spitzenwert		März 2000
		Niveau	Zeitpunkt				Niveau	Zeitpunkt	
USA	3,6	1,1	Dez. 1999	1,2	15,6	22,3	36,4	Juli 1999	28,3
Japan	1,3	0,4	Jan. 1990	0,6	38,8	69,5	85,2	Feb. 2000	80,6
Deutschland	2,7	1,1	Feb. 2000	1,2	13,5	14,7	27,4	Jan. 2000	22,8
Frankreich	4,0	1,6	März 2000	1,6	12,5	13,2	30,4	Mai 1973	26,8
Italien	2,8	1,0	Mai 1981	1,3	18,3	14,7	36,0	März 2000	35,6
Vereinigtes Königreich	4,7	2,1	März 2000	2,1	13,4	15,8	28,6	Jan. 2000	28,1
Kanada	3,3	1,1	März 2000	1,1	12,8	19,5	42,5	Nov. 1999	32,8
Niederlande	4,6	1,7	Jan. 2000	1,8	11,6	14,5	31,9	Jan. 2000	26,5
Schweiz	2,3	0,9	März 1998	1,3	13,4	13,9	29,7	März 1998	20,1
Schweden	2,5	1,1	März 2000	1,1	17,8	23,6	35,6	März 2000	34,2
Belgien	4,0	1,3	Jan. 1999	2,0	13,3	14,0	29,2	April 1973	17,1

¹ Seit 1973. ² Schweden: seit 1982. ³ Italien: seit Juni 1986; Vereinigtes Königreich: seit 1980; Kanada: ohne 1991–94, als der Wert infolge abschreibungsbedingt sehr niedriger Erträge außergewöhnlich hoch war (Spitzenwert 1994: 504); Schweden: seit 1982.

Quelle: Datastream.

Tabelle VI.1



daß der Gewinn je Aktie von Technologieunternehmen in Japan in den nächsten 10 Jahren real um durchschnittlich 25% p.a. wachsen würde. Selbst unter der Annahme, daß die Aktienrisikoprämie auf null gefallen ist, liegt die implizite reale Gewinnwachstumsrate über 10 Jahre in den USA bei 12% und in Japan bei 16%.

Hohe Bewertungen
nicht durch
tatsächliche
Gewinne begründet

Während die Kennzahlen für viele Titel einen angesichts der derzeitigen Gewinne außergewöhnlich hohen Stand erreichten, schienen hohe Bewertungen anderer Papiere ausschließlich auf Annahmen über voraussichtliche Gewinne und nicht auf tatsächlich erwirtschafteten Gewinnen zu beruhen. Viele der kürzlich neu an die Börse gekommenen Hochtechnologiewerte wiesen keine Gewinne aus, und die erwarteten Gewinnwachstumsraten beruhten auf neuen und noch unerprobten Bewertungsmethoden. Einige dieser Methoden stützten sich auf Beziehungen wie das „Metcalfesche Gesetz“ (Metcalf hatte das Ethernet, den Vorläufer des Internet, entwickelt), wonach der Wert einer Netzwerkbetreibergesellschaft proportional zum *Quadrat* der Anzahl ihrer Abonnenten sein sollte, da dies die Zahl der möglichen Anschlüsse darstellt. Ein solches Konzept könnte die Annahme eines spektakulären Anstiegs der Gewinne rechtfertigen, der in keinem engen Zusammenhang mit den Zinssätzen oder der allgemeinen Konjunktur steht. Bei den Bewertungen wurde offenbar übersehen, daß eine Netzwerkbetreibergesellschaft üblicherweise zuerst die besten Kunden anspricht und anschließt, so daß ihre Skalenerträge zwangsläufig abnehmen. Darüber hinaus lassen sich Ansätze wie das Metcalfesche Gesetz nicht auf alle

Internet-Gesellschaften, wie z.B. die „dot.com“-Einzelhandelsfirmen, oder alle Gesellschaften innerhalb einer Branche anwenden, da es neben den Gewinnern immer auch Verlierer geben wird.

Bewertungsrisiken und potentielle Entwicklung der Wirtschaft

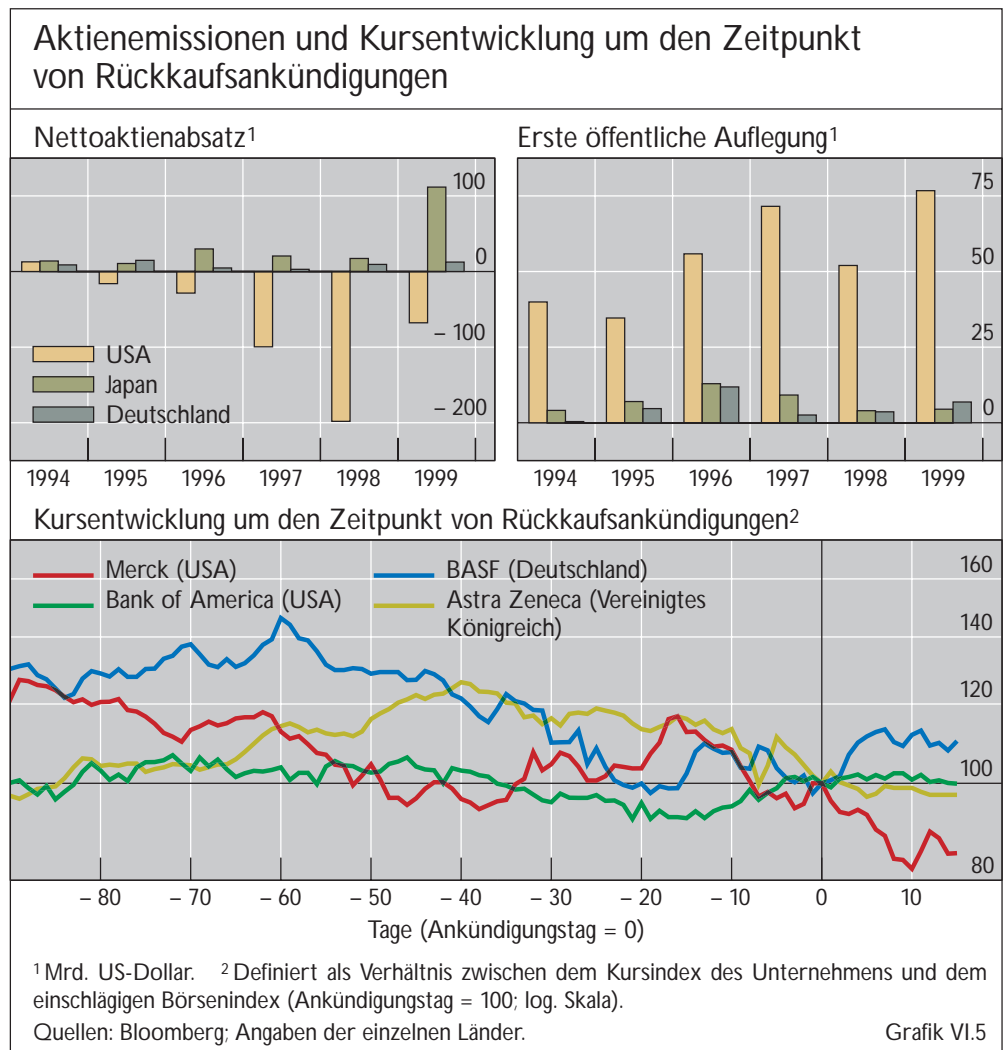
Die im historischen Vergleich hohen Bewertungen der wichtigsten Aktienmärkte bringen fraglos das Risiko einer abrupten marktweiten Korrektur mit sich. Der Hochtechnologiebereich dürfte besonders anfällig sein, aber auch in den übrigen Wirtschaftszweigen sind die Bewertungen im langfristigen Vergleich hoch. Zwar bevorzugten die Anleger fast während des gesamten ersten Quartals 2000 abwechselnd den einen oder den anderen Bereich, doch könnte ein Stimmungsumschwung bei den Hochtechnologietiteln durchaus auch die übrigen Titelgruppen in Mitleidenschaft ziehen. Es braucht oft nur wenig, um einen solchen Stimmungsumschwung bei den Anlegern auszulösen. Ohne Vorwarnung können große Verkaufsaufträge erteilt werden, und diese können weitere Verkäufe auslösen, wenn andere Anleger daraus negative Informationen ableiten, selbst wenn den ursprünglichen Geschäften eigentlich keine Aussagekraft zukam. Dies hat schon oft zu einem allgemeinen Vertrauensverlust geführt, wenn Kurse unerwartet nachgaben.

Leicht auszulösender Stimmungsumschwung

Die Risiken der Überbewertung für die Realwirtschaft beschränken sich nicht auf die Möglichkeit, daß eine abrupte Kurskorrektur über einen Vermögenseffekt den Konsum dämpft oder über steigende Kapitalkosten die Investitionstätigkeit bremst (s. Kapitel II). Jede Fehlallokation von Kapital in der Expansionsphase bedeutet, daß eine spätere Korrektur erforderlich ist. Die realen Folgen der Änderungen der relativen Kurse von Technologie- und Nichttechnologieaktien waren schon an den beträchtlichen Kapitalströmen zwischen den beiden Gruppen erkennbar. Im Jahr 1999 legten Anleger aus aller Welt mehr Geld für die Erstzeichnung von Aktien junger Gesellschaften an als jemals zuvor, und zwar hauptsächlich im Technologiebereich (Grafik VI.5). Gleichzeitig gaben Nichttechnologiegesellschaften, deren Aktienperformance als ungenügend beurteilt wurde, weitere Aktienrückkaufprogramme bekannt, mit denen Kapital an die Aktionäre zurückgezahlt wurde. Eine Überbewertung der neu aufgelegten Technologieaktien hätte zu viele Neugründungen in diesem Bereich bewirkt, und die dadurch bedingten Überinvestitionen hätten später eine geringere Produktivität zur Folge. Falls eine abrupte Kurskorrektur eintritt, dürfte ein Teil der Vermögensverluste am Aktienmarkt durchaus darauf zurückzuführen sein, daß die Erwartungen bezüglich der künftigen Produktivität nach unten revidiert wurden.

Rekordbeträge für Erstzeichnung von Aktien junger Unternehmen

Die Kapitalumschichtung im Jahr 1999 fand auch in Form von grenzüberschreitenden Übernahmen statt, und oft waren daran Unternehmen des Mobiltelefonbereichs beteiligt. Diese Übernahmen trugen dazu bei, die wichtigsten Leistungsbilanzdefizite der Welt zu finanzieren. Insbesondere die USA und Länder Lateinamerikas finanzierten ihre Leistungsbilanzdefizite in erster Linie über Zuflüsse von Beteiligungskapital in Form von Übernahmen inländischer Unternehmen durch Gebietsfremde. Zeitweise trieb die starke ausländische Nachfrage nach US-Aktiva trotz großer Defizite den Kurs des US-Dollars in die Höhe. Vor allem in Europa verzeichnete der Telekommunikationsbereich eine Welle von



Übernahmen vermehrt durch Aktien statt liquide Mittel finanziert

Fusionen und Übernahmen. Im Gegensatz zu den Übernahmen der späten achtziger Jahre wurde diesmal der Kaufpreis weltweit häufig in Aktien der übernehmenden Gesellschaft und nicht in liquiden Mitteln entrichtet. Dank des Vorteils hoher Aktienkurse konnten Technologiefirmen Unternehmen aus anderen Branchen übernehmen und potentiell den internen Cash-flow der übernommenen Firmen für ihre eigenen Investitionszwecke nutzen. Ob sich diese Kapitalumschichtung auch auf den künftigen Produktivitätszuwachs auswirken wird, bleibt abzuwarten.

Anleihemärkte

So, wie die Aktienmärkte eine Verlagerung der Kapitalbeschaffung von Bereichen der „Old Economy“ auf die der „New Economy“ begünstigten, stellten sich auch die Anleihemärkte weltweit auf neue Wege der Kreditaufnahme und der Kapitalanlage ein. Ein besonders wichtiger struktureller Trend, der sich im Berichtszeitraum verstärkte, war die Verlagerung der Emissionstätigkeit vom öffentlichen zum privaten Sektor. Während die Märkte einen Rekordabsatz von Schuldtiteln des privaten Sektors absorbierten, führte jedoch die Aussicht auf eine geringere

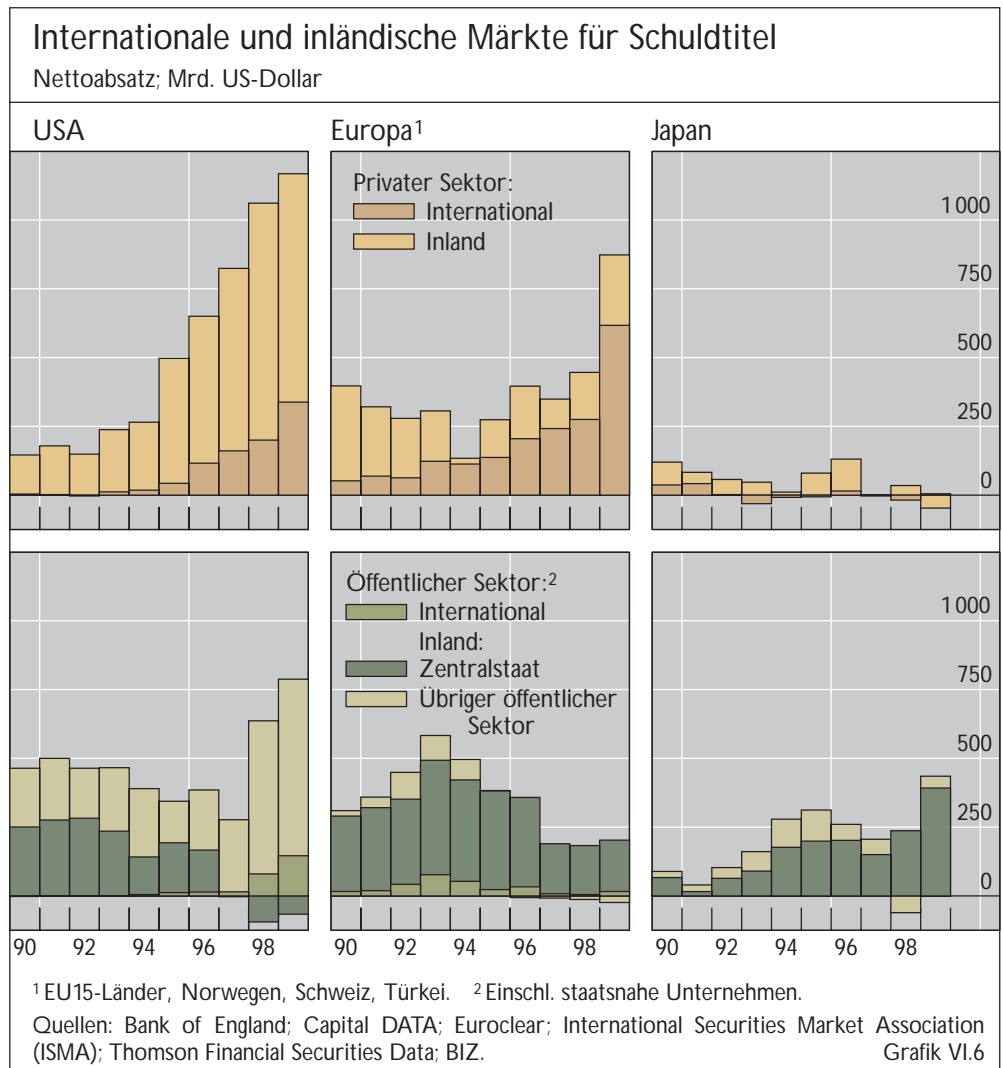
Verlagerung der Emissionstätigkeit vom öffentlichen zum privaten Sektor

Begebung von Staatsschuldtiteln in Nordamerika und Europa zu einem Rückzug von Marktmacherkapital und zu einer Suche nach alternativen Referenzanleihen an den Finanzmärkten. Gleichzeitig war bei den Arbitrageanlegern die Erinnerung an die Verluste vom Herbst 1998 immer noch frisch. Diese Faktoren trugen wiederholt zu heftigen Schwankungen verschiedener Marktzinsspannen bei, und der Unterschied zwischen Kredit- und Liquiditätsprämie verwischte sich.

Emissionen des privaten Sektors und Zinsaufschläge bei Krediten

Im Berichtszeitraum gaben die traditionellen Maße für Zinsaufschläge etwas nach. Dies war jedoch nicht nur sich wandelnden Bonitätsbeurteilungen zuzuschreiben, sondern auch Schwankungen der Marktliquidität und angebotsseitigen Faktoren, die sowohl die Märkte für Staatsschuldtitel als auch die Zinsswapmärkte betrafen.

Der Absatz von Schuldtiteln des privaten Sektors war höher als je zuvor. Infolge der Haushaltskonsolidierung war der Absatz von Staatsschuldtiteln in der Mehrzahl der wichtigsten Industrieländer – mit der bemerkenswerten Ausnahme Japans – rückläufig oder stagnierte (Grafik VI.6). Eine etwaige Erhöhung der Emissionstätigkeit des öffentlichen Sektors entfiel auf öffentlich-rechtliche Körperschaften und andere staatsnahe Marktteilnehmer, wie beispielsweise die



Nettoabsatz internationaler Schuldtitel ¹							
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Stand Ende Dez. 1999
	Mrd. US-Dollar						
Nettoabsatz insgesamt	251,8	260,6	532,0	563,2	680,9	1 225,2	5 365,5
Geldmarktinstrumente ²	4,5	18,7	39,9	14,8	9,8	68,6	260,0
Anleihen und Notes ²	247,3	241,9	492,0	548,4	671,1	1 156,6	5 105,5
Entwickelte Länder	203,1	226,9	404,2	439,0	574,8	1 149,4	4 503,0
USA	22,9	55,4	130,2	176,0	280,3	484,5	1 310,8
Euro-Raum	126,5	132,1	177,3	172,0	210,7	494,0	1 746,5
Japan	-6,9	-3,8	17,1	-1,3	-17,4	4,1	338,3
Offshore-Finanzplätze	7,2	0,7	17,1	13,9	10,0	15,7	74,7
Sonstige Länder	32,5	22,0	87,7	89,1	40,1	35,5	408,0
Internationale Organisationen	8,9	11,0	23,0	21,2	56,0	24,6	379,8
US-Dollar	64,4	68,4	259,1	331,6	410,4	546,2	2 512,2
Währungen des Euro-Raums	80,6	84,2	134,5	133,9	223,6	576,2	1 561,2
Yen	85,3	79,8	85,7	33,4	-26,8	-5,8	536,8
Sonstige Währungen	21,4	28,2	52,7	64,4	73,7	108,7	755,4
Finanzinstitute ³	134,8	167,0	342,3	355,6	369,5	659,1	2 581,4
Öffentlicher Sektor ⁴	103,4	72,6	118,9	85,4	178,2	213,5	1 436,3
Zentralstaat	50,1	37,3	53,5	31,6	45,1	40,4	459,0
Unternehmen	13,5	21,1	70,7	122,3	133,2	352,7	1 347,8

¹ Internationale Emissionen: alle Emissionen ohne Emissionen in Landeswährung durch Gebietsansässige, die nicht für gebietsfremde Anleger bestimmt sind. Internationale Anleihen: Stromgrößen; Geldmarktinstrumente und Notes: Veränderung des Umlaufs, wechselkursbereinigt. ² Ohne von Gebietsfremden am Inlandsmarkt begebene Notes. ³ Geschäftsbanken und sonstige Finanzinstitute. ⁴ Einschl. internationale Organisationen.

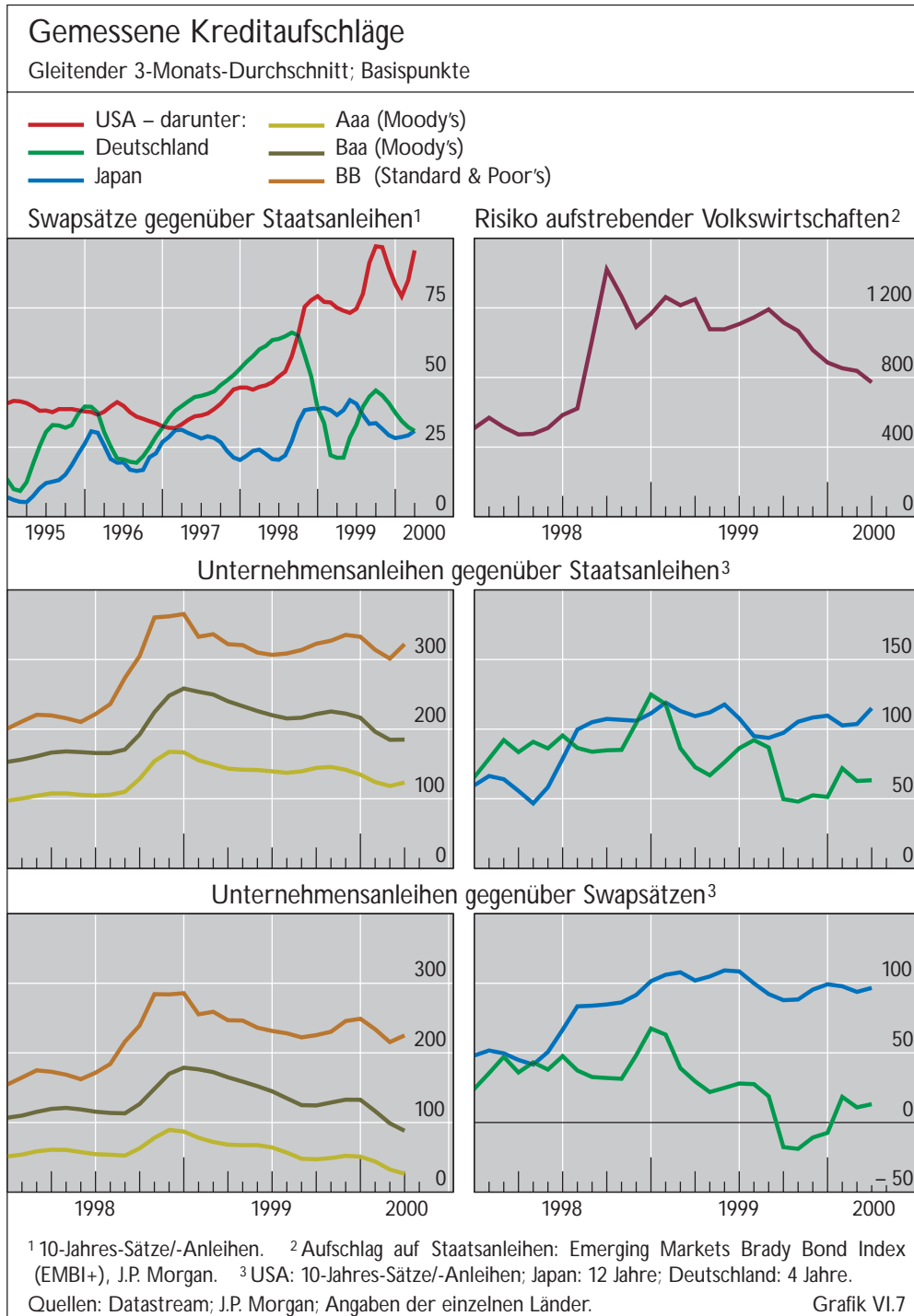
Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIZ. Tabelle VI.2

Rekordabsatz durch
Privatsektor

Wohnbaufinanzierungsgesellschaften in den USA. Der private Sektor reagierte auf die leichtere Verfügbarkeit von Ersparnissen mit einem Titelabsatz in Rekordhöhe. Einen neueren Trend fortsetzend, gewannen die internationalen Märkte für Schuldtitel gegenüber den inländischen Märkten weiter an Bedeutung. An den internationalen Märkten stieg der Nettoabsatz von Titeln des Privatsektors auf mehr als das Doppelte an (Tabelle VI.2). In Europa überholten die internationalen privaten Emissionen die inländischen, da die Einführung des Euro für die Schuldner einen Anreiz darstellte, über nationale Grenzen hinweg den Vorteil des potentiellen Anlegerpools im größeren Euro-Raum zu nutzen (s. Kapitel VII).

Der dynamische Absatz des privaten Sektors erfolgte vor dem Hintergrund stetig steigender nominaler Renditen von Staatsschuldtiteln. Wachstumsanzeichen sowie steigende Energiepreise veranlaßten die Währungsbehörden in Europa und den USA, in dem Bemühen, einem Inflationsdruck vorzubeugen, die Notenbankzinsen anzuheben. Nahezu im gesamten Jahresverlauf 1999 stiegen die langfristigen Renditen an, weil die Märkte eine solche Straffung der Geldpolitik erwarteten. In den ersten Wochen des Jahres 2000 begannen die Renditen stärker zu schwanken, als die Marktteilnehmer das Ausmaß der zur Eindämmung der Inflation erforderlichen Zinserhöhungen neu beurteilten und auf verschiedene Liquiditätsschocks reagierten.

Die Auswirkungen der steigenden Renditen von Staatsschuldtiteln wurden teilweise durch einen allmählichen, wenn auch ungleichmäßigen Rückgang des Renditenabstands zwischen Titeln des privaten und des öffentlichen Sektors ausgeglichen (Grafik VI.7). Diese gemessenen Zinsaufschläge hatten sich während der Turbulenzen vom Herbst 1998 stark erhöht, als sich die Anleger um die Bonität von Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften sowie einiger Finanzinstitute in den Industrieländern sorgten und Zuflucht in den sichersten und liquidesten Emissionen suchten. Anschließend wurden die Zinsspannen wieder enger, was darauf hindeutete, daß wieder größeres Vertrauen hinsichtlich



Weshalb kein stärkerer Rückgang der gemessenen Kreditzinsaufschläge?

einer Erholung in den aufstrebenden Volkswirtschaften sowie – mit der Wachstumsbeschleunigung in den Industrieländern – hinsichtlich der Aussichten für Unternehmensemissionen bestand. Aber selbst an ihrem niedrigsten Punkt lagen die gemessenen Zinsaufschläge in den USA und in Deutschland immer noch über dem Niveau von Mitte 1998. Die Swapsreads, die die in der Regel hohe Bonität der Swapkontrahenten widerspiegeln, gingen 1999 und Anfang 2000 nicht nennenswert zurück. Warum wurden diese Spreads trotz sich offenbar beständig verbessernder Bedingungen und trotz einer wiedererstarkten Risikobereitschaft nicht noch kleiner?

Liquiditätsfaktoren bei den Kreditzinsspannen

Teilabzug von Marktmacherkapital am Sekundärmarkt

Zwei strukturelle Faktoren mit negativer Wirkung auf die Liquidität scheinen zu der Breite und den zeitweiligen Turbulenzen bei den gemessenen Kreditzinsaufschlägen beigetragen zu haben. Erstens rechneten die Händler am Sekundärmarkt mit einer geringeren Emission von Staatspapieren, was sie veranlaßte, einen Teil des Marktmacherkapitals, mit dem sie Liquidität bereitstellen, vom Markt abzuziehen. Dieser Rückzug hatte offenbar schon 1997 begonnen. Zweitens hinterließ die Erfahrung vom Herbst 1998 bei den Marktteilnehmern eine erhöhte Sensibilität gegenüber dem Liquiditätsrisiko; Fonds mit hoher Fremdfinanzierung und die Eigenhandelsabteilungen von Finanzinstituten waren deshalb nur zögernd bereit, sich auf Arbitragegeschäfte einzulassen, die angebotsseitige Schocks absorbiert oder Preisverzerrungen in der Renditenstrukturkurve korrigiert hätten. Einige Finanzinstitute dürften sogar begonnen haben, Liquiditätsüberlegungen in ihr Risikomanagement einzubeziehen. Wegen dieser beiden strukturellen Faktoren sind erhebliche und bisweilen volatile Liquiditätsprämien Teil der gemessenen Kreditzinsspannen geworden.

Preis anomalies jetzt offenbar von längerer Dauer

Das Fehlen von Marktmacher- und Arbitragegeschäften äußert sich in einer erhöhten Fragmentierung der Märkte für Staatsanleihen. Grafik VI.8 zeigt diese Fragmentierung anhand der Differenz zwischen früher begebenen und aktuellen Staatsanleihen sowie anhand von Preis anomalies. Nach beiden Maßstäben verschlechterte sich die Liquiditätssituation 1999 tendenziell im Vergleich zum ersten Halbjahr 1998. Für drei der Indikatoren setzte sich diese Tendenz noch bis ins erste Quartal 2000 fort. Der Zinsvorsprung der aktuellen US-Titel hat sich im Jahr 2000 offenbar verringert; dies dürfte einer höheren Risikoprämie für die 30jährige Anleihe zuzuschreiben sein, die auf die Unsicherheit über den Referenzstatus dieser Anleihe vor dem Hintergrund der revidierten Emissionspläne des US-Schatzamts zurückzuführen ist. Die in Grafik VI.8 nachgezeichneten Preis anomalies waren früher meist schnell wieder verschwunden, schienen nun aber länger anzuhalten. Infolgedessen ist es schwieriger geworden, die Reaktion des Kurses einer bestimmten Anleihe auf allgemeine Bewegungen der Fristenstruktur vorauszusagen. Dieses erhöhte einzelfallspezifische Risiko minderte die Attraktivität von Staatsanleihen für Absicherungszwecke.

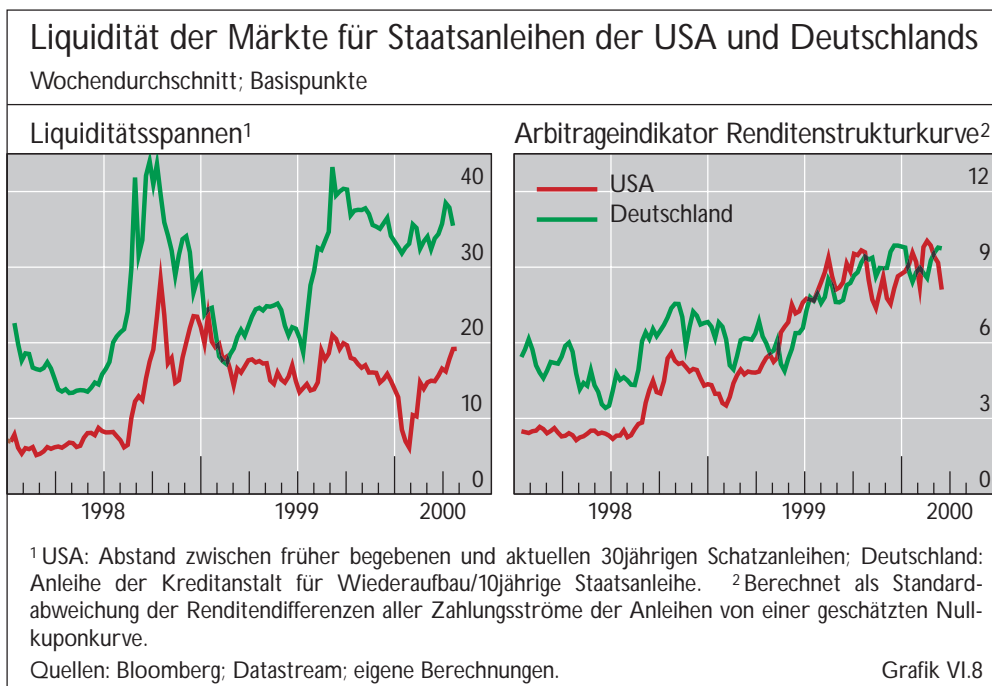
Starker Anstieg der Swapsreads im Sommer 1999

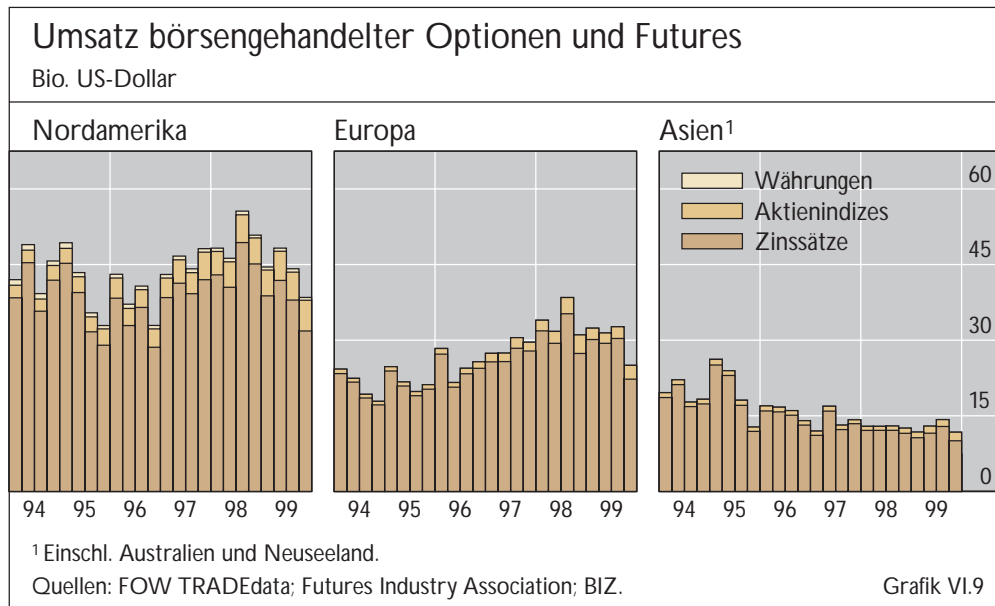
Zwei Ereignisse im Berichtszeitraum veranschaulichen die neue Rolle der Liquidität bei den gemessenen Zinsspannen. Im Sommer 1999 kam es zu einem starken Anstieg der Spreads auf Zinsswaps. Die Marktbeobachter waren damals verblüfft, zeigten sich doch die makroökonomischen Indikatoren und die Preise von Finanzvermögenswerten mehr oder weniger stabil. Rückblickend scheint für

die Erweiterung der Zinsabstände der auf der Liquidität der verfügbaren Kreditinstrumente lastende Druck verantwortlich gewesen zu sein, der durch das Ungleichgewicht zwischen dem Rekordvolumen an emittierten Unternehmensanleihen und einem vorübergehend gedämpften Kaufinteresse bei den Anlegern entstanden war. Die Emittenten sahen sich gezwungen, geplante Emissionen vorzuziehen, weil sie wegen des Jahrtausendwechsels mit einer ungünstigen Liquiditätssituation rechneten. Die Anleger zögerten, das zusätzliche Emissionsvolumen abzunehmen, denn sie hatten ähnlich antizipative Bedenken hinsichtlich der Liquidität, und möglicherweise war auch die Unsicherheit bezüglich der Zinsentwicklung von Bedeutung, nachdem die Federal Reserve einen strafferen geldpolitischen Kurs eingeschlagen hatte. Dieses Ungleichgewicht trieb die Anleihehändler an den Swapmarkt, um dort ungewöhnlich hohe Bestände abzusichern und das spezifische Risiko auszuschalten, mit dem die Schatzpapiere seit Herbst 1998 als behaftet galten. Der Swapmarkt wiederum war auf ein derartiges Volumen an Absicherungsgeschäften nicht vorbereitet und verfügte anscheinend nicht über die nötigen Marktmacherkapazitäten, um diese Nachfrage problemlos befriedigen zu können.

Die Besorgnis bezüglich möglicher Störungen des Marktes zum Jahresende verflüchtigte sich bald, insbesondere nachdem die Zentralbanken allgemein Maßnahmen in die Wege geleitet hatten, um den Märkten zu versichern, daß im Notfall gegebenenfalls Liquidität zur Verfügung gestellt würde. Zu diesen Maßnahmen zählten u.a. die Erweiterung der Palette beleihbarer Sicherheiten, die Erhöhung der Kontrahentenzahl sowie die Bereitstellung neuer Kreditfazilitäten. Schließlich verlief der Jahreswechsel ohne nennenswerte Zwischenfälle an den Märkten. In welchem Maße sich die Aktivitäten an den Finanzmärkten im vierten Quartal des Jahres 1999 verlangsamten, zeigt sich jedoch an dem starken Umsatzrückgang bei den börsennotierten Derivaten, insbesondere den Zinsinstrumenten (Grafik VI.9).

Jahreswechsel ohne Zwischenfälle





Ab Ende Januar 2000 hatten die Märkte mit einer weiteren Erhöhung der Spreads zu kämpfen. Die Ungewißheit bezüglich der Rückkaufstrategie für US-Schatzanleihen und die Aussicht auf eine fortgesetzte Straffung der Geldpolitik führten zu einer Umkehrung der US-Dollar-Renditenstrukturkurve und zu einer erneuten Verlagerung der Spekulations- und Absicherungstätigkeit an den Swapmarkt. Daraufhin rückten vermehrt diejenigen Wertpapiere ins Zentrum des Interesses, die gegebenenfalls anstelle der US-Schatzanleihen als Referenztitel dienen konnten (s. unten). Unklarheit bezüglich der Bonität einer Kategorie potentieller Referenzanleihen – der Schuldtitel staatlich unterstützter US-Finanzinstitute wie der Federal Home Loan Mortgage Corporation („Freddie Mac“) und der Federal National Mortgage Association („Fannie Mae“) – führte im März 2000 zu einer weiteren Vergrößerung des Zinsabstands. Etwa zu dieser Zeit wurden für das kommende Jahr gesetzgeberische Schritte zur Klarstellung der Pflichten der US-Bundesregierung in bezug auf die Schuldtitel dieser Institute vorgeschlagen.

Vergrößerung des Zinsabstands aufgrund unklarer Bonität von US-Instituten

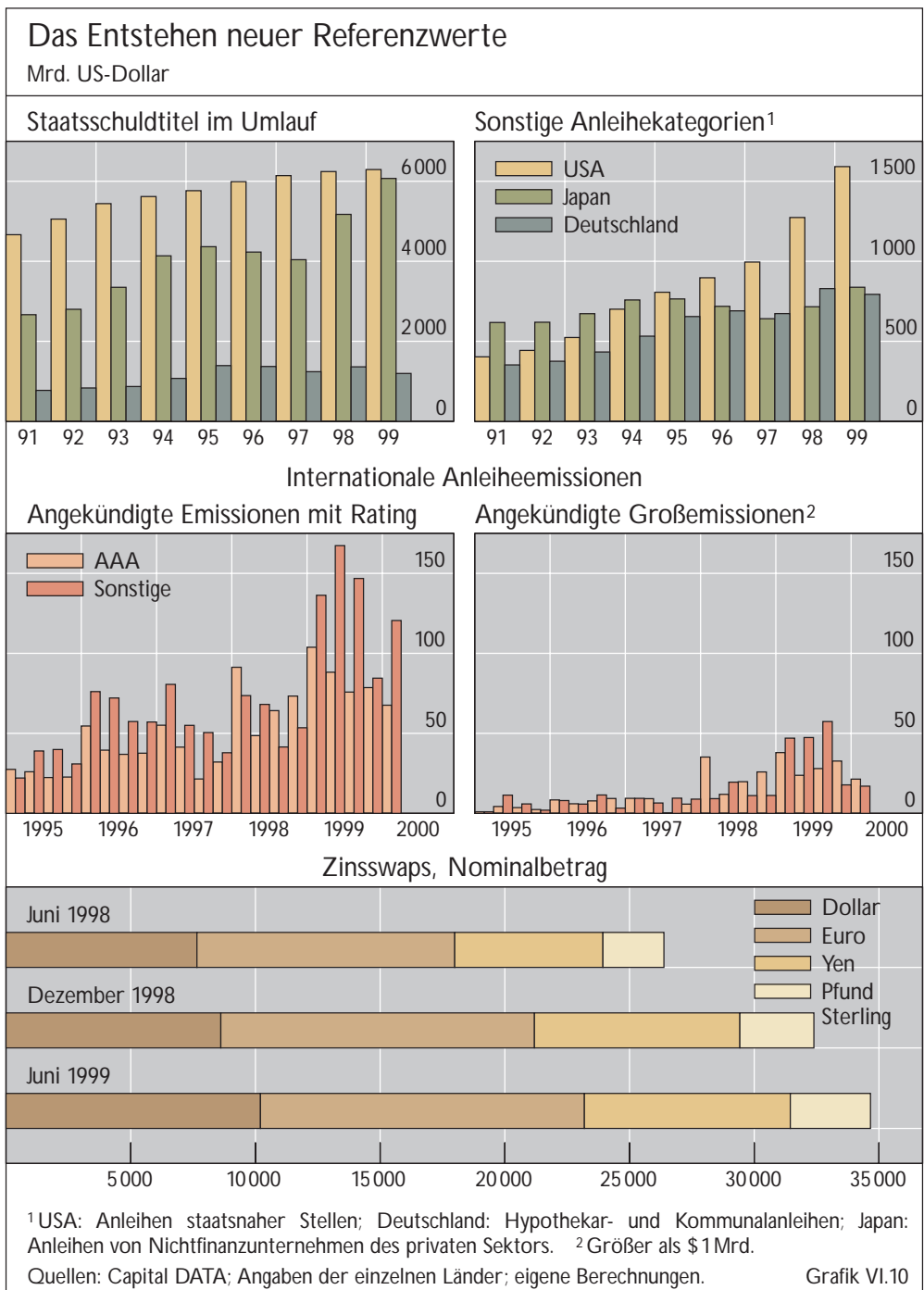
Suche nach neuen Referenzanleihen

Die Verschiebungen im Angebot von handelbaren Staatspapieren bzw. von Schuldtiteln des privaten Sektors bringen verschiedene Herausforderungen für Märkte mit sich, die sich inzwischen darauf verlassen, daß ihnen für die Einschätzung künftiger Zinssätze und für das Management von Markt- und Kreditrisiken ein stabiles, hochliquides Angebot von Titeln ohne Ausfallrisiko als Referenzwerte zur Verfügung steht. Diese Herausforderungen bestehen u.a. darin, einen Konsens zu finden, welche Arten von Wertpapieren als Referenzwerte zu betrachten sind, das Entstehen eines Angebots von Referenztiteln zu fördern, die die Renditenstrukturkurve ausreichend abdecken, einen stabilen, transparenten Preisbildungsmechanismus zu entwickeln, ergänzende Instrumente wie Repo-Geschäfte und Futures an den Markt zu bringen und schließlich Verfahren für die Handhabung des Markt- und des Kreditrisikos zu spezifizieren, die für die neu definierten Referenzwerte geeignet sind. Die Suche nach zuverlässigen

Referenzanleihen für die Märkte der in Euro denominierten Staatsanleihen (hierzu s. im einzelnen Kapitel VII) verdeutlicht beispielhaft einige der sich in diesem Zusammenhang stellenden Fragen.

Wichtigste Voraussetzung für ein Referenzinstrument ist paradoxerweise die Tatsache, daß es allgemein als solches akzeptiert wird. Der sich selbst bestätigende Prozeß, durch den ein Instrument diese Akzeptanz erlangt, läßt sich kaum prognostizieren oder durch externe Maßnahmen wie etwa Regulierung beeinflussen. Der Wettbewerb unter Emittenten zur Bereitstellung neuer Referenzwerte unterschiedlicher Bonitätsstufen hat jedoch bereits begonnen, wie aus der verstärkten Emission sehr großer Schuldverschreibungen im vergangenen Jahr

Allgemeine Akzeptanz als wichtigste Voraussetzung für Referenzwerte



ersichtlich wird (Grafik VI.10). Mit dem Ziel, alternative US-Dollar-Benchmarks auf höchster Bonitätsstufe einzuführen, brachten US-Wohnbaufinanzierungsgesellschaften im Berichtszeitraum verschiedene Emissionen über mehrere Milliarden US-Dollar in den wichtigsten Laufzeitkategorien an den Markt. Zu den Kandidaten für den Referenzstatus in anderen Bereichen des Bonitätspektrums zählten US-Dollar-Emissionen der AT&T Corp. (\$ 8 Mrd.) und der Ford Motor Credit Co. (\$ 5 Mrd.) sowie die im Zusammenhang mit Übernahmen begebenen Euro-Emissionen von Mannesmann/Deutschland (€ 3,0 Mrd.), Repsol/Spanien (€ 3,3 Mrd.) und Tecnost/Italien (€ 9,4 Mrd.).

Deutliche Zunahme großer Emissionen, vor allem bei Rating unter AAA

Was das Gesamtangebot angeht, so wurden der rückläufige Absatz von Staatsanleihen und die Beschleunigung der Emissionen des privaten Sektors bereits an anderer Stelle beschrieben. Der mittlere Teil von Grafik VI.10 zeigt, daß parallel zu der allgemeinen Absatzerhöhung von Unternehmensanleihen an den internationalen Märkten auch die Anzahl großer Emissionen (über \$ 1 Mrd.) deutlich zunahm, insbesondere bei Schuldnern mit einem Rating unterhalb von AAA. Es bleibt jedoch abzuwarten, ob es den verschiedenen Emittenten aus dem privaten Sektor gelingen wird, die für ihre Benchmark-Kandidaten notwendige kritische Masse an Handelsvolumen aufzubringen. Faktoren, die zu einer solchen kritischen Masse beitragen, sind die Fungibilität der Emissionen mit vergleichbaren Laufzeiten und die Verfügbarkeit von Futures, Repo-Geschäften und anderen ergänzenden Instrumenten. In diesem Zusammenhang ist bemerkenswert, daß Futures und Optionen auf die 5- und 10jährigen Titel staatsnaher US-Institute ab März 2000 am Chicago Board of Trade gehandelt wurden. In den letzten Jahren stagnierte jedoch der Börsenhandel mit Derivaten weitgehend (Grafik VI.9), während die außerbörslichen Märkte weiter zulegten (Grafik VI.10, unten). Dies gibt Anlaß zu der Vermutung, daß die Verfügbarkeit außerbörslicher Derivate ein weiteres unabdingbares Element bei der Etablierung neuer Referenzinstrumente sein wird.

Preis risikoreicher Kredite insgesamt wichtiger als Preis in Relation zum Referenzwert

Hinsichtlich der Stabilität der Preisbildung zeigt sich, daß der im ersten Quartal 2000 verzeichnete Rückgang der Renditen der 10jährigen US-Schatzanleihen nahezu der Vergrößerung des Zinsabstands entsprach. Infolgedessen blieb das Niveau der Swaprenditen und der Renditen erstklassiger Unternehmenstitel mit dieser Laufzeit insgesamt praktisch unverändert. Dies läßt vermuten, daß Anleger und Kreditnehmer möglicherweise bis zu einem gewissen Grad bereits begonnen haben, eher den Preis risikobehafteter Kredite insgesamt zu betrachten als den Preis im Verhältnis zu einem Referenzwert. Die Preistransparenz wird jedoch eingeschränkt bleiben, solange bei den Marktteilnehmern kein tragender Konsens bezüglich geeigneter Indizes für die verschiedenen Kategorien von Schuldtiteln des privaten Sektors herrscht. Die weiter oben beschriebenen Vorfälle machen deutlich, daß selbst umfangreiche und wachsende Anlagekategorien wie Swaps plötzlichen und unerwarteten Preisschwankungen ausgesetzt sein können.

Der Wechsel zu neuen Referenzinstrumenten wird sich wohl nicht nur auf die Preisbildungspraktiken bei den festverzinslichen Werten auswirken, sondern auch Konsequenzen für viele andere Aspekte des Finanzsystems haben. Insbesondere dann, wenn den Schuldverschreibungen des privaten Sektors künftig die Rolle zuwachsen sollte, die derzeit noch die Staatsanleihen innehaben, ergibt sich

für das Management von Markt- und Kreditrisiken eine zusätzliche, komplexe Herausforderung. Die Marktteilnehmer werden bessere Verfahren zur Berücksichtigung von Kreditrisikoaspekten beim Absicherungs- und Sicherheitenmanagement entwickeln müssen. Die Bewertung und Absicherung von Kreditrisiken wird durch den schnell wachsenden Markt der Kreditderivate erleichtert. Sicherlich werden die Marktteilnehmer weiterhin Techniken entwickeln, um diesen Herausforderungen Rechnung zu tragen; dies dürfte jedoch von weiteren Turbulenzen begleitet sein, während die Liquiditätsbedingungen für die potentiellen Referenztitel auf die Probe gestellt werden, sich die Kenntnis der bestehenden Risiken verbessert und die neuen Marktstandards an Akzeptanz gewinnen.

Ein solcher Übergang zu privaten Referenzanleihen stellt die Entscheidungsträger vor einige Herausforderungen. Angesichts von Haushaltsüberschüssen oder sinkenden Defiziten stehen die staatlichen Stellen in einem Nachhutgefecht, um die Liquidität zu erhalten; dies geschieht in erster Linie durch Beibehaltung des Bruttoabsatzes in bestimmten Laufzeiten auch bei rückläufigem Nettoabsatz. Bei der Schuldenverwaltung stellt sich dann die Frage nach der Wahl von Wertpapieren, die nicht nur als Referenzwerte wichtig sind, sondern noch weiteren Zwecken dienen, die von den privaten Märkten nur schwer nachzubilden sind. Gleichzeitig sehen sich die Zentralbanken in den Renditenstrukturkurven und bei den gemessenen Zinsspannen mit zunehmendem Rauschen („noise“), d.h. unerklärlichen Abweichungen, konfrontiert. Diese Abweichungen beeinträchtigen die Klarheit von Informationen über die Aussichten für die Gesamtwirtschaft und das Kreditgeschäft und verändern den geldpolitischen Transmissionsmechanismus in unvorhersehbarer Weise. Nicht zuletzt müssen die Währungsbehörden auch auf plötzlich auftretende Liquiditätsengpässe vorbereitet sein, die zu Störungen im Finanzsystem führen können.

Veränderter Transmissionsmechanismus aufgrund von „noise“ bei Renditenstrukturkurven und Zinsspannen

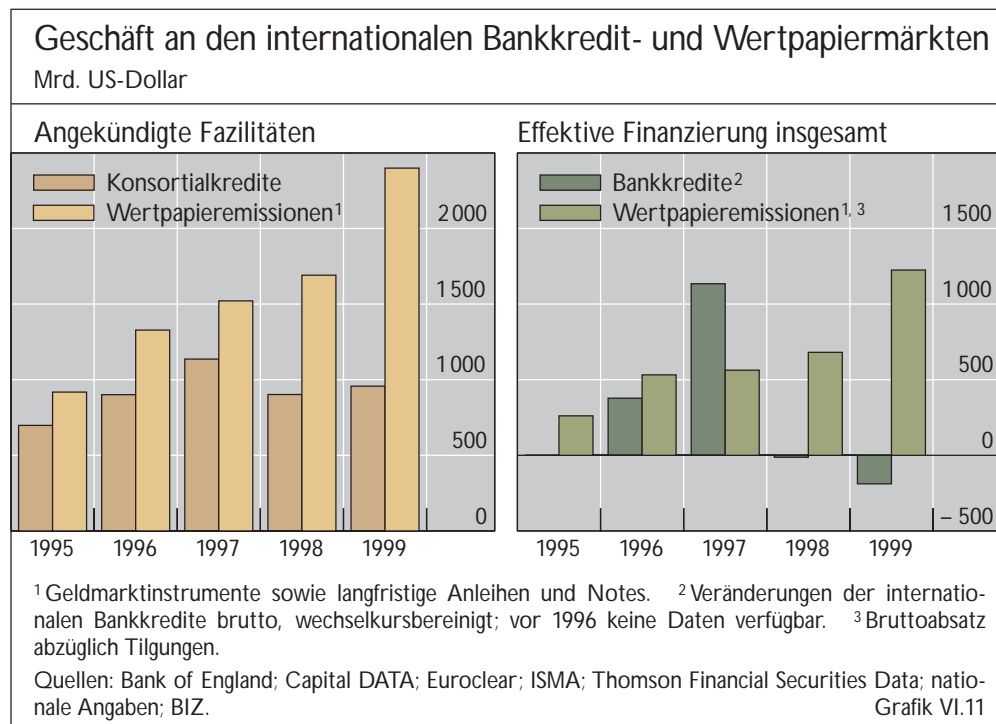
Das internationale Bankgeschäft

Während die Finanzierungen an den internationalen Wertpapiermärkten 1999 rasant zunahm, hinkten die Finanzierungen durch Bankkredite erneut nach (Grafik VI.11). Weltweit schienen die Großbanken keine andere Wahl zu haben, als sich dieser Entwicklung anzupassen, indem sie kräftig in Schuldtitel investierten und ihrem traditionellen Kreditgeschäft eine untergeordnete Rolle zuwiesen. Dennoch erholte sich die Kreditvergabe an Nichtbanken aus entwickelten Ländern allmählich von den Tiefständen des Jahres 1998, insbesondere dank einiger großer Transaktionen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen. Schuldner aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Lateinamerikas gaben jedoch Wertpapierfinanzierungen eindeutig den Vorzug vor Bankkrediten, und asiatische Schuldner beschleunigten im zweiten Halbjahr die Tilgung ihrer Kredite. Nachdem der Interbankmarkt unter entwickelten Ländern im ersten Halbjahr 1999 geschrumpft war, wurde er plötzlich von Mitteln überschwemmt, und die Banken konnten offensichtlich nur wenige neue Kreditnehmer finden.

Traditionelles Kreditgeschäft von Großbanken weniger bedeutend

Kreditvergabe an Industrieländer

Für die Großbanken weltweit war es leichter, sich am lebhaften Wertpapiermarkt zu beteiligen, als an ihren traditionellen internationalen Kreditmärkten



nach Geschäftsmöglichkeiten zu suchen. 1999 erwarben die Banken per saldo Schuldtitel im Wert von über \$ 300 Mrd., was mehr als dreimal so viel war wie ihre Nettokreditvergabe an Nichtbanken in entwickelten Ländern (Tabelle VI.3). Am stärksten engagierten sich die Banken im ersten Quartal an den Wertpapiermärkten, als sie rund ein Drittel ihrer Wertpapierkäufe des gesamten Jahres tätigten. Die Banken in Japan erwarben während des Jahres mit Hilfe hoher Tilgungen aus ihrer Auslandskreditvergabe Schuldtitel in Höhe von fast \$ 130 Mrd. Die Banken in Deutschland und Frankreich kauften ebenfalls Wertpapiere in beträchtlichem Umfang, vor allem Anleihen aus den USA, Deutschland und Italien.

Der Anstieg der Nettokreditvergabe der Banken an Nichtbanken in entwickelten Ländern im Jahr 1999 stellte lediglich die Erholung eines Geschäfts dar, das 1998 praktisch zum Erliegen gekommen war. Der Hauptanteil des neuen Kreditgeschäfts entfiel auf das zweite Quartal 1999; die Banken vergaben per saldo Kredite im Betrag von \$ 67 Mrd., was über 90% ihrer Wertpapierkäufe in dem Quartal entsprach. Die wichtigsten Kreditgeber waren Banken in Japan und im Vereinigten Königreich, und die größten Kredite waren tendenziell Fusions- und Übernahmefinanzierungen. Im dritten Quartal gingen die Kreditströme zurück, als Nichtbanken aus den USA Kredite im Umfang von \$ 25 Mrd. tilgten. Im vierten Quartal erholten sie sich jedoch wieder etwas.

Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften

Nachdem sich die internationalen Banken während der Asien-Krise 1997 und nach dem russischen Schuldenmoratorium 1998 von den Schuldern aus aufstrebenden Volkswirtschaften abgewandt hatten, revanchierten sich diese im Jahr 1999 gewissermaßen. Im zweiten Quartal 1999 schienen die Banken trotz der brasilianischen Währungskrise vom Januar wieder bereit, den aufstrebenden

Banken in Japan, Deutschland und Frankreich als bedeutende Wertpapieranleger

Volkswirtschaften in erheblichem Maße Kredit zu gewähren. Beispielsweise erhielten zwei brasilianische Elektrizitätsunternehmen Konsortialkredite, allerdings mit Zinsaufschlägen von über 800 Basispunkten. Sonst jedoch gab es nur wenige Kreditnehmer aus aufstrebenden Volkswirtschaften. Im zweiten Quartal beschleunigten diese Schuldner plötzlich ihre Tilgungen, nachdem sie ihre Bankkredite jahrelang lediglich bedient hatten. Im dritten Quartal verzeichneten die Forderungen der Banken gegenüber Entwicklungsländern den stärksten Rückgang seit dem massiven Abbau im dritten Quartal 1998. Mit \$ 35 Mrd. entsprach die Abnahme fast dem Vierfachen des Rückgangs im ersten Quartal. Eine derart beschleunigte Tilgung von Bankkrediten, die mit klarem zeitlichem Abstand zur Kreditverknappung von 1998 erfolgte, deutet darauf hin, daß sich die Schuldner von Bankkrediten abwenden.

Der Großteil der Kredittilgungen kam zwar aus den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens, doch die Verlagerung von Bankkrediten zu Wertpapierfinanzierungen war in Lateinamerika ausgeprägter (Grafik VI.12). In Asien wurden wegen Leistungsbilanzüberschüssen und Zuflüssen von Beteiligungskapital keine Auslandskredite benötigt. Diese Region tilgte im Jahr 1999 insgesamt Kredite in Höhe von \$ 56 Mrd., davon allein \$ 24 Mrd. im dritten Quartal und \$ 19 Mrd. im vierten. Die größten Tilgungen kamen aus China, Thailand und Indonesien. Die

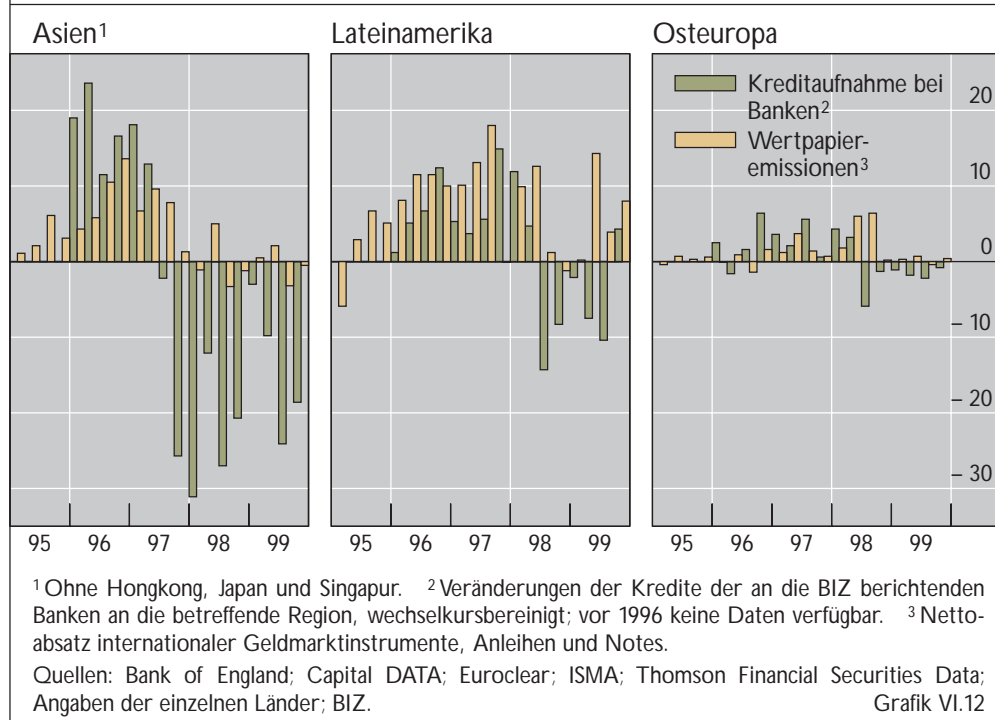
Kredittilgungen
größtenteils durch
aufstrebende
Volkswirtschaften
Asiens

Zusammensetzung der internationalen Forderungen ¹ der an die BIZ berichtenden Banken								
	1998	1999	1998	1999				Stand Ende Dez. 99
	Jahr	Jahr	4. Q.	1. Q.	2. Q.	3. Q.	4. Q.	
Mrd. US-Dollar								
Forderungen an entwickelte Länder	567,3	449,9	61,2	94,2	56,8	193,9	105,0	7562,9
Interbankkredite	288,7	29,9	-16,6	-15,4	-82,2	123,5	4,1	4416,7
Kredite an Nichtbanken	24,2	103,4	14,1	6,9	66,8	5,4	24,3	1319,0
Schuldtitel ²	254,4	316,6	63,8	102,8	72,3	65,0	76,6	1827,3
Forderungen an Offshore-Finanzplätze	-178,0	-105,6	-72,5	-68,9	-45,0	-26,4	34,7	1207,9
Interbankkredite	-172,0	-139,3	-24,2	-77,0	-51,8	-47,7	37,2	858,4
Kredite an Nichtbanken	-27,1	6,3	-50,2	2,1	0,9	12,7	-9,3	224,8
Schuldtitel ²	21,0	27,4	2,2	6,1	5,9	8,6	6,7	124,7
Forderungen an Entwicklungsländer ³	-83,0	-71,2	-25,6	-9,4	-20,7	-34,6	-6,5	857,1
Interbankkredite	-63,9	-61,6	-8,5	-11,3	-19,7	-22,3	-8,3	340,5
Kredite an Nichtbanken	-12,4	-14,6	-12,2	2,4	-3,6	-12,4	-1,0	389,9
Schuldtitel ²	-6,8	4,9	-4,9	-0,5	2,6	0,1	2,8	126,8
Nicht aufgliederbar	-33,9	-20,0	-10,2	-3,0	-0,3	-13,4	-3,3	195,6
Insgesamt	272,4	253,1	-47,1	13,0	-9,2	119,5	129,9	9823,5
Interbankkredite	28,1	-219,9	-55,4	-111,2	-153,5	34,7	10,1	5684,0
Kredite an Nichtbanken	-26,9	92,2	-58,8	-0,7	61,5	5,0	26,4	1966,8
Schuldtitel ²	271,2	380,7	67,1	124,9	82,7	79,8	93,4	2172,7
<i>Nachrichtlich:</i>								
<i>Konsortialkredite⁴</i>	902,0	957,1	219,8	172,5	271,1	264,3	249,2	

¹ Veränderung der ausstehenden Beträge, wechsellkursbereinigt. ² Teilweise geschätzt. In den Daten sind noch andere Aktiva enthalten, die aber weniger als 5% der gesamten Forderungen ausmachen. ³ Einschl. osteuropäische Länder. ⁴ Angekündigte neue Fazilitäten.
Tabelle VI.3

Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen nach Region

Nach Standort; Mrd. US-Dollar



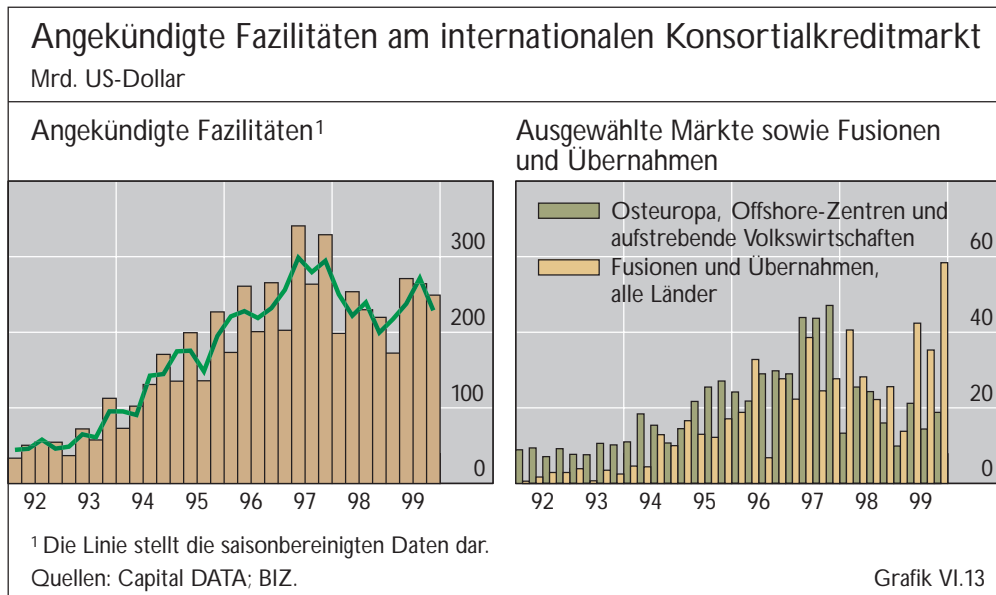
lateinamerikanischen Länder benötigten zwar Mittel zur Finanzierung ihrer Leistungsbilanzdefizite, nahmen dafür die Wertpapiermärkte jedoch stärker in Anspruch als Bankkredite. Lateinamerikanische Schuldner zahlten während des Jahres netto \$ 16 Mrd. zurück, wobei Tilgungszahlungen in Höhe von \$ 10 Mrd. im dritten Quartal die Nettokreditaufnahme im vierten Quartal mehr als wettmachten. Die größten Tilgungszahlungen kamen aus Brasilien und Mexiko.

Interbankmarkt und Offshore-Finanzplätze

Rückzug aus Hongkong und Singapur durch Wegfall von Karussellgeschäften in Japan

Der Rückzug der großen Banken aus den Offshore-Finanzplätzen fiel mit ihrem massiven Wertpapierengagement zusammen. Die Forderungen der Banken an diese Finanzplätze sanken 1999 um \$ 106 Mrd. Der Rückgang entfiel hauptsächlich auf Hongkong und Singapur und fand überwiegend im ersten Halbjahr statt. Ein wichtiger Faktor war dabei der Wegfall der „Umleitung“ von Bankfinanzierungen in Japan an Banken in Hongkong und, in geringerem Maße, Singapur sowie zurück an Nichtbanken in Japan. Die Umkehr dieser „Karussellgeschäfte“ hatte Mitte 1997 begonnen und setzte sich bis ins dritte Quartal 1999 fort. In den ersten drei Quartalen 1999 zahlten Nichtbanken in Japan \$ 40 Mrd. an Banken in Hongkong und Singapur zurück. Diese Banken wiederum verwendeten die Mittel, um Einlagenabzüge durch Banken in Japan zu decken, womit sich der Kreis schloß. Aus Japan scheint ein Teil dieser Mittel in Wertpapierkäufe geflossen zu sein.

Im zweiten Halbjahr erholte sich der Interbankmarkt in den entwickelten Ländern kräftig. Solange die Banken ohne weiteres neue Kreditnehmer oder andere Anlagemöglichkeiten für die Mittel finden konnten, die sie von



Nichtbankkunden erhielten, bestand für sie kaum eine Notwendigkeit, einander Kredit zu gewähren. Dies war offenbar im ersten Halbjahr 1999 der Fall, als die Interbankkredite um \$ 98 Mrd. zurückgingen. Im dritten Quartal jedoch erhielten die Banken ungewöhnlich hohe Tilgungszahlungen, nämlich \$ 35 Mrd. aus aufstrebenden Volkswirtschaften und \$ 25 Mrd. von Nichtbanken aus den USA. Um diese Mittel zu absorbieren, leitete sie der Interbankmarkt in einem Portfolioumschichtungsprozeß durch eine Kette von Banken, so daß sich die Interbankbilanzen vorübergehend aufblähten. Infolgedessen schnellten die Kredite unter den Banken in entwickelten Ländern im dritten Quartal auf \$ 124 Mrd. hoch, nachdem sie zuvor mehrere Quartale lang zurückgegangen waren.

Internationale Konsortialkredite

Der Großteil neuer Kredite an Nichtbanken wurde 1999 am Konsortialkreditmarkt vergeben. Für das Jahr als Ganzes beliefen sich die für den gesamten Markt angekündigten Fazilitäten auf \$ 957 Mrd., was einen geringfügigen Zuwachs gegenüber 1998 darstellte, aber immer noch unter dem Rekordjahr 1997 lag (Grafik VI.13). Die Expansion des Marktes entfiel hauptsächlich auf Fusions- und Übernahmetransaktionen. Dabei dominierten einige große Geschäfte, u.a. eine Fazilität von \$ 12 Mrd. in drei Tranchen für die Finanzierung der Übernahme von Airtouch Communications in den USA durch Vodafone Plc im Vereinigten Königreich im dritten Quartal sowie eine Fazilität von £ 8 Mrd. in zwei Tranchen für den Kauf der Mannesmann AG in Deutschland durch Orange Plc im Vereinigten Königreich im vierten Quartal. Diese Transaktionen trugen dazu bei, daß sich das Jahr insgesamt im Bereich der Unternehmensfusionen mit angekündigten Fazilitäten in Höhe von \$ 150 Mrd. zu einem Rekordjahr entwickelte. Im Gegensatz zur regen Geschäftstätigkeit im Bereich der Übernahmefinanzierung entwickelten sich die Konsortialkredite für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften mit \$ 64 Mrd. für das Jahr (was einem Rückgang von 23 % gegenüber 1998 entsprach) eher gedämpft.

Expansion des Konsortialkreditmarktes aufgrund von Übernahmetransaktionen