

## VI. Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Die globalen Finanzmärkte waren im Jahr 2002 vor allem durch einen anhaltenden Vertrauensverlust bei den Anlegern geprägt. Nachdem die Märkte bereits durch die Aufdeckung von Unregelmäßigkeiten in Unternehmensbilanzen und durch einen gewissen Wachstumspessimismus geschwächt worden waren, wurden sie durch eine Reihe von Ereignissen weiter verunsichert. Deren prominentestes war die Korrektur des Ertragsausweises von WorldCom, einem großen US-Telekommunikationsunternehmen. Über erhöhte Risikoprämien an den Aktienmärkten trugen diese Ernüchterungen nicht nur dazu bei, dass der deutliche Rückgang an den weltweiten Aktienmärkten nun bereits das dritte Jahr andauerte, sondern sie hatten auch zur Folge, dass die Kurseinbußen höher waren als in den beiden letzten Jahren. Die Anleger konnten allerdings einen Teil ihrer Verluste wettmachen, als sich die Aktienmärkte im Frühjahr 2003 erholten.

Einen Vertrauensschwund gab es eine gewisse Zeit lang auch am Markt für Unternehmensanleihen. Mitte 2002 schnellten die Renditenaufschläge auf das höchste Niveau seit über zehn Jahren. Die ungünstigen Kreditmarktbedingungen trugen dazu bei, dass Unternehmen in der zweiten Jahreshälfte deutlich weniger Mittel aufnahmen. Die Emissionstätigkeit wurde darüber hinaus dadurch gedämpft, dass die Unternehmen bemüht waren, ihre Bilanzen zu sanieren und Übersteigerungen, die während des Booms an den Aktienmärkten entstanden waren, abzubauen. Diese Bemühungen unterstützten die Wiederherstellung des Vertrauens an den Kreditmärkten zu einer Zeit, in der die Anleger sich nach höheren Renditen umsahen, als sie an den Märkten für Staatsanleihen geboten wurden. Gegen Ende 2002 setzte infolgedessen am Markt für Unternehmensanleihen eine kräftige Erholung ein, die weit bis ins erste Halbjahr 2003 hinein anhielt.

Im Berichtszeitraum übertrug sich die Volatilität an den großen Finanzmärkten auf die aufstrebenden Volkswirtschaften. Dabei waren zwar auch lokale politische Ereignisse von Bedeutung, doch ausschlaggebend für die Entwicklung war zeitweise wohl eher die sich ändernde Risikobereitschaft der globalen Anleger. Hoch verschuldete Länder verloren Mitte 2002 den Zugang zu den internationalen Schuldtitelmärkten, und selbst für Schuldner höherer Bonität wurden die Renditenaufschläge größer. Die Abwanderung der Anleger aus Titeln geringerer Qualität ließ zu Beginn des Jahres 2003 deutlich nach, als die Investoren nach höherer Rendite strebten. Die Finanzierungskonditionen blieben nach wie vor anfällig gegenüber Rückschlägen bei der Umsetzung angekündigter politischer Maßnahmen.

Die Märkte für Wohneigentum schienen von diesen globalen Entwicklungen unbeeinflusst. Drei Jahre nach dem Höchststand der Aktienkurse zeigten sich die Preise vielfach überraschend fest, während sie in der Vergangenheit in der Regel etwa zwei Jahre nach einem Aktienhöchststand zurückgegangen waren. In diesen früheren Fällen hatten die Währungsbehörden jedoch oft die Zinsen erhöht, um die Inflation einzudämmen. Da die Inflation in der jüngsten Zeit dagegen weniger Anlass zur Sorge gab, nahmen die Zentralbanken ihre Leitzinsen deutlich zurück, was sich auf die Preise für Wohneigentum positiv auswirkte.

## Renditenstrukturkurven und die gesamtwirtschaftliche Lage

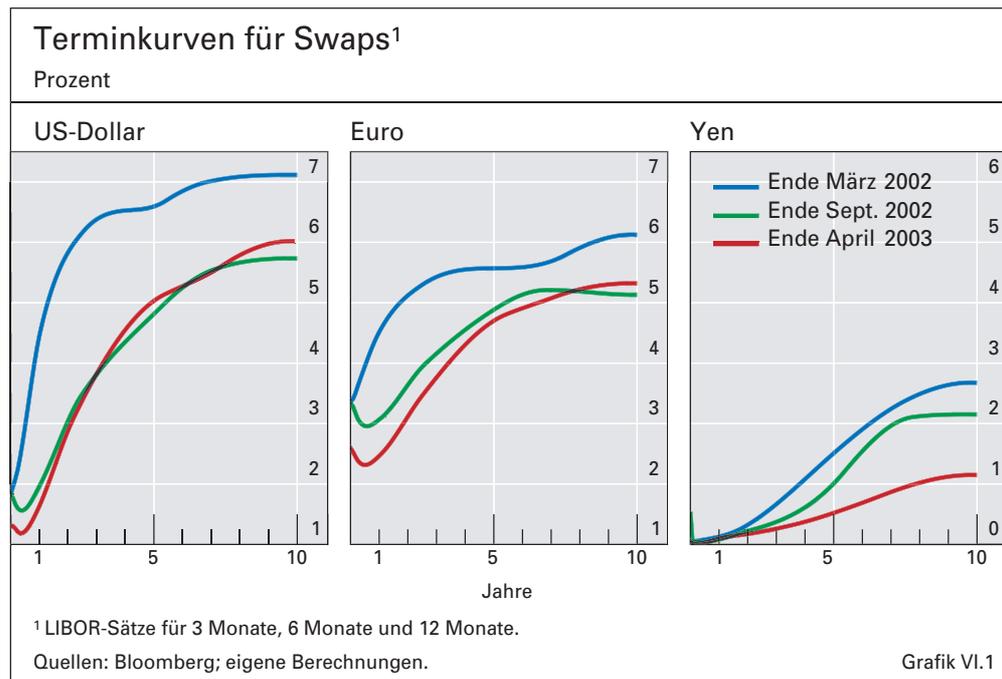
Im Vergleich zu den Anlegern an den Aktienmärkten messen Anleger an den Märkten für festverzinsliche Titel den gesamtwirtschaftlichen Daten tendenziell mehr Bedeutung bei. Jede Veröffentlichung wichtiger Wirtschaftsdaten veranlasst sie, ihre Einschätzung der Situation zu überdenken, nicht nur in Bezug auf die gesamtwirtschaftliche Lage, sondern auch mit Blick auf mögliche Reaktionen der Zentralbanken. Da die Anleger hinsichtlich nicht genau beobachtbarer gesamtwirtschaftlicher Daten manchmal optimistisch, manchmal pessimistisch sind, können Bewegungen am Markt in gewisser Weise einen eigenständigen Einfluss auf die Wirtschaft haben. An den Märkten für festverzinsliche Instrumente lassen sich diese sich ändernden Wahrnehmungen am besten an der Entwicklung der Renditen und Terminkurven für Swaps ablesen, die in den größten Volkswirtschaften zunehmend die Märkte für Benchmark-Zinssätze geworden sind.

Swapkurven  
als wirtschaftliches  
Stimmungs-  
barometer

### *Stimmungsänderungen*

Im Berichtszeitraum flossen in die Kurse am Markt für festverzinsliche Instrumente die deutlichen Abwärtskorrekturen der Erwartungen zum Wirtschaftswachstum ein. Während des gesamten Jahres 2001 und Anfang 2002 waren die Terminkurven der Swapsätze kontinuierlich steiler geworden, was die optimistische Einschätzung anzeigte, dass ein weltweiter Wirtschaftsaufschwung unmittelbar bevorstehe. Im April 2002 jedoch begannen sich diese Kurven an den US-Dollar- und Euro-Märkten abzuflachen; dies bedeutete einen Wendepunkt in der Einschätzung der Erholung durch die Anleger. In den folgenden sechs Monaten flachten diese Kurven weiter ab (Grafik VI.1), was den schwindenden Optimismus hinsichtlich der Aussichten für die Weltwirtschaft widerspiegelte. Dieser Stimmungsumschwung überraschte, weil sich die Wirtschaft zu diesem Zeitpunkt wieder robuster zeigte. Die Kurven für die Märkte in den USA und Europa bewegten sich dann von Oktober 2002 bis Februar 2003 innerhalb eines engen Rahmens. Im Gegensatz dazu verschob sich die Swapkurve für Japan im gesamten Berichtszeitraum deutlich nach unten, u.a. weil angesichts von Verzögerungen der Reformen im Finanzsektor eine baldige Erholung der Wirtschaft weniger wahrscheinlich schien. Im März sah es dann so aus, als habe der Einbruch der Ölpreise zu Beginn des Irak-Kriegs zu einem gewissen Optimismus an den Festzinsmärkten geführt, was die Terminkurven steiler werden ließ.

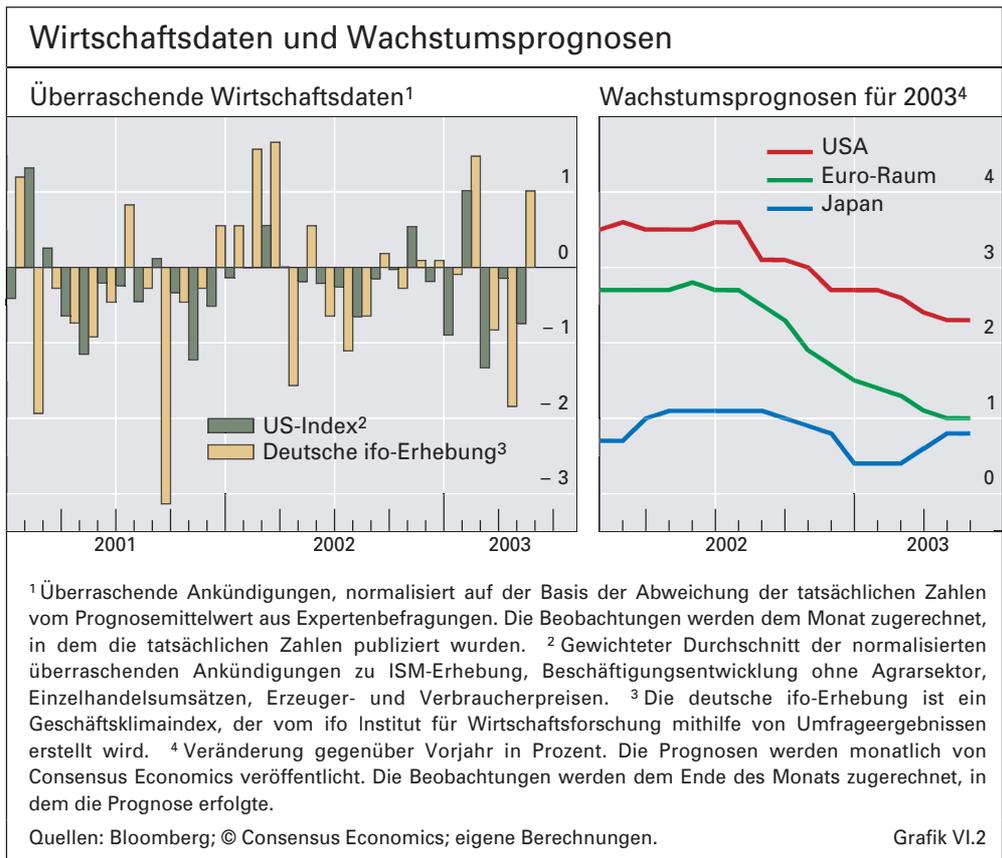
In der ersten  
Hälfte des  
Berichtszeitraums  
schwindender  
Optimismus



Stimmungs-  
umschwung  
offenbar durch  
eine einzige Zahl  
ausgelöst

Diese Entwicklung zeigt, wie leicht die Stimmung der Anleger umschlagen kann, auch wenn sich ein Markt so stark an Wirtschaftsdaten orientiert wie der Markt für festverzinsliche Instrumente. Am US-Markt löste offenbar eine am 24. April 2002 veröffentlichte enttäuschende Zahl zu den Auftragseingängen für langlebige Güter den ursprünglichen Stimmungsumschwung aus. Diese Statistik ist normalerweise für die Festzinsmärkte nicht von allzu großer Bedeutung, doch hielten die Anleger zu diesem Zeitpunkt Ausschau nach Anzeichen für eine Erholung der Unternehmensinvestitionen, die einen wesentlichen Faktor für einen Wirtschaftsaufschwung darstellen. Bei den in der Folgezeit veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Daten schenken die Marktteilnehmer positiven Nachrichten offenbar weniger Beachtung als negativen. Die meisten Anleger an den Euro-Märkten verfolgten die Informationen aus den USA fast genauso aufmerksam wie die US-Anleger; ein zusätzlicher wichtiger Faktor für die Stimmung an den europäischen Märkten war offensichtlich aber ein Streik der deutschen Gewerkschaft IG Metall Anfang Mai. In den Monaten Juni und Juli bestätigten die meistbeachteten gesamtwirtschaftlichen Daten einen weltweiten Wirtschaftsabschwung. Erst zu diesem Zeitpunkt begannen die Ökonomen ihre Wachstumsprognosen nach unten zu korrigieren (Grafik VI.2). Während die Anleger ihre Erwartungen bis September 2002 zu einem Großteil bereits angepasst hatten, wurden die Wachstumsprognosen für die US- und die europäische Wirtschaft noch bis zum März 2003 nach unten revidiert.

Ein weiterer für die Erwartungen der Anleger bedeutsamer Faktor war die Reaktion der Währungsbehörden. Die wichtigsten Zentralbanken hatten ihre Leitzinssätze 2001 deutlich zurückgenommen (Kapitel IV), und die Auffassung, dass die Geldpolitik ausreichend expansiv sei, war wohl der Hauptgrund für den Optimismus der Anleger gewesen. Wie aus den im kurzfristigen Bereich relativ steil verlaufenden Terminkurven hervorging, bestand Anfang 2002 die

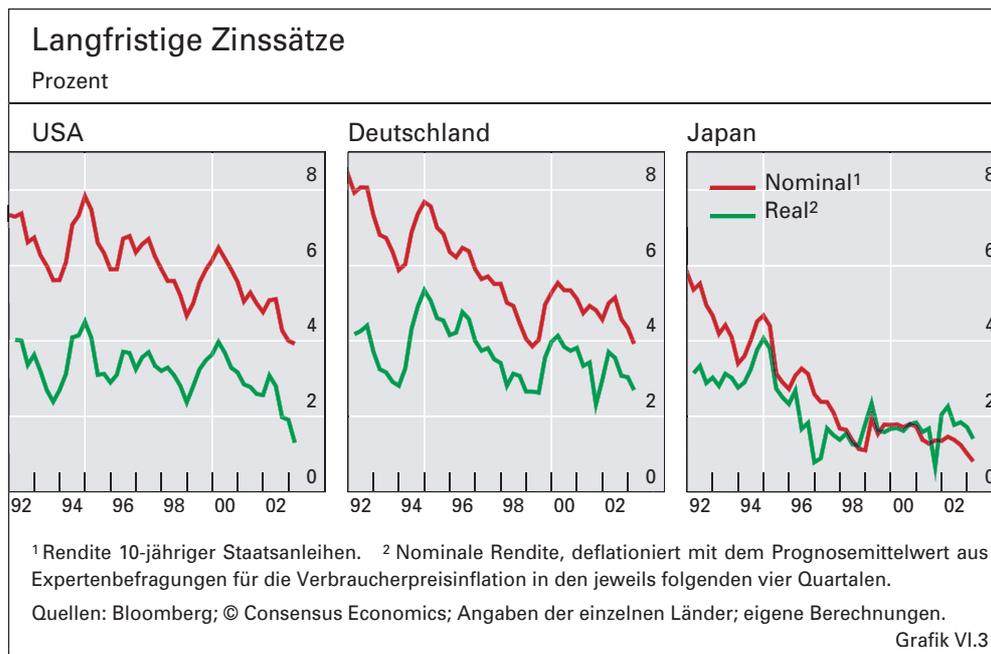


Erwartung, dass die Währungsbehörden im Verlauf des Jahres die Sätze wieder erhöhen würden. Als der Optimismus jedoch nachließ, wurde die Steigung der Kurven im kurzfristigen Bereich immer flacher, was darauf hindeutete, dass weitere geldpolitische Lockerungen erwartet wurden. Doch erst in den Monaten November und Dezember bzw. Januar senkten die Federal Reserve, die EZB und die Bank of England jeweils nacheinander die Leitzinsen. Die überraschend deutliche Zinssenkung der Federal Reserve im November war ein äußerst klares Zeichen dafür, dass die Zentralbank bereit war, weitere Maßnahmen zu ergreifen, um ihre Ziele auch mit einem so niedrigen Zielsatz von 1,75% zu erreichen.

Starkes Signal der Federal Reserve im November

#### *Bedenken wegen niedriger Renditen*

Der entsprechende Rückgang der Anleiherenditen auf langfristig gesehen sehr niedrige Niveaus sorgte bei den Anlegern für eine ungewöhnliche Stimmung. Als die Renditen langfristiger Papiere Anfang Oktober ein 40-Jahres-Tief erreichten, kam bei einigen Anlegern plötzlich die Sorge auf, dass am Anleihemarkt eine Blase entstehen könnte. Zu diesem Zeitpunkt stand die Rendite der 10-jährigen US-Schatzanweisung bei 3,56%, und die Renditen entsprechender japanischer Staatsanleihen waren noch niedriger (Grafik VI.3). Dennoch waren die langfristigen Renditen im Vergleich zu den kurzfristigen, an die Leitzinsen gekoppelten Sätze durchaus vertretbar, da sie immer noch einen wahrscheinlichen Anstieg der kurzfristigen Sätze einzurechnen schienen. Die durch die US-Renditen implizierte Terminkurve war z.B. vereinbar mit einem Anstieg der kurzfristigen Sätze um rund 100 Basispunkte innerhalb von zwei Jahren.



Dennoch trug eine kurze Verkaufsphase nervös gewordener Anleger im Oktober zu einem Anstieg der Renditen bei, der nicht mit den gesamtwirtschaftlichen Daten in Zusammenhang stand.

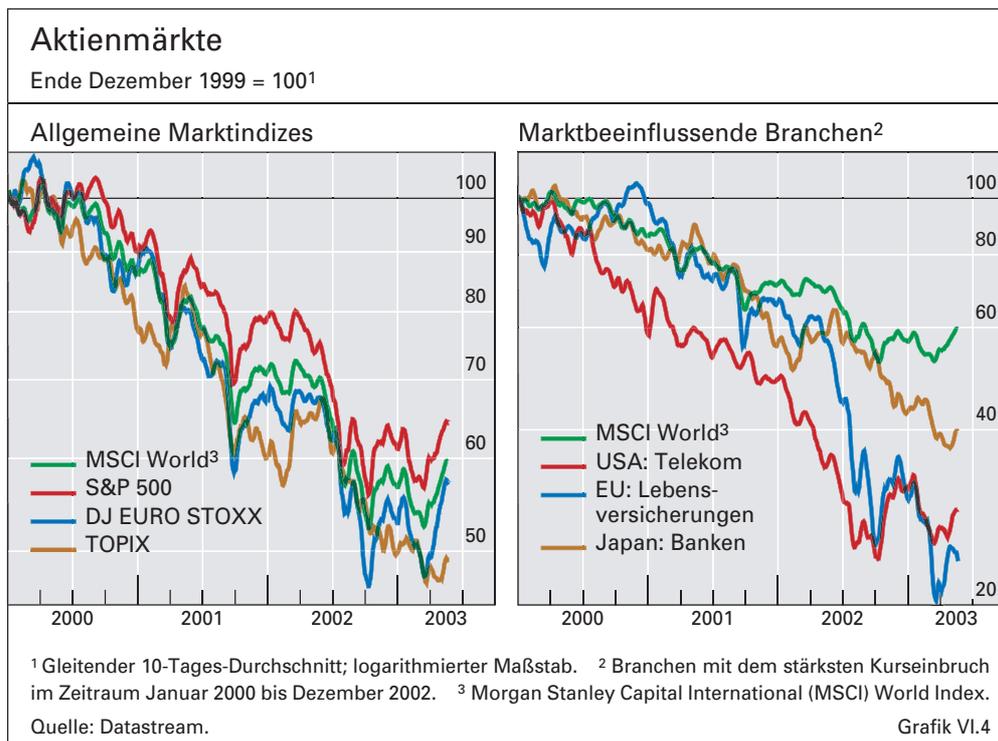
Weltweites Rendite-  
streben aufgrund  
niedriger Zinsen

Die niedrigen Renditen führten auch bei sonst vorsichtigen Anlegern zu einem ganz neuen Verhalten: Um höhere Renditen zu erzielen, zeigten diese zunehmend Interesse an risikoreicheren Anleihen. Mit Positionen hoch eingestufte Staats- oder „Agency“-Titel bei rückläufigen Zinssätzen hatten sie außergewöhnlich hohe Erträge erzielt. Doch die Anleiherenditen waren sowohl nominal als auch real so stark gesunken, dass ein weiterer Rückgang unwahrscheinlich schien. Daraus wurde der Schluss gezogen, dass hoch eingestufte Instrumente keine derart hohen Erträge mehr einbrachten. Insbesondere gegen Ende des Berichtszeitraums wurden daher risikoreichere und höher rentierende Schuldtitel für die Anleger attraktiv. Die erhöhte Risikobereitschaft trug dazu bei, dass die Zinsaufschläge an den Kreditmärkten noch enger wurden, wodurch sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften verbesserten (s. weiter unten).

Indem sie zu noch niedrigeren langfristigen Zinssätzen führte, könnte die pessimistische Stimmung an den Märkten für festverzinsliche Instrumente im Jahr 2002 sogar wachstumsstimulierend gewirkt haben. Diese Wirkung entstand einerseits durch das Streben nach hohen Renditen, das Unternehmen und Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften zugute kam, andererseits durch den Einfluss der Zinssätze auf die Preise für Wohneigentum (s. weiter unten).

## Aktienmärkte

Im Berichtszeitraum waren die Aktienanleger noch immer darum bemüht, die Nachwirkungen der Übersteigerungen aus den zurückliegenden zehn Jahren in



den Griff zu bekommen. Es waren offenbar weniger die Meldungen über die Ertragssituation einzelner Unternehmen, die zu Neueinschätzungen führten, als vielmehr bestimmte Ereignisse, die das Vertrauen der Anleger in die weitere Entwicklung des Unternehmenssektors insgesamt erschütterten. Besonders stark wurden die Märkte durch Ereignisse beeinflusst, die die Informationen der Unternehmen an die Anleger in Frage stellten. Noch nie war in den letzten Jahren die Qualität von Rechnungslegungs- und Berichtsverfahren so stark angezweifelt worden. Andere Ereignisse wiederum trugen zur Unsicherheit über die Wirtschaft insgesamt bei. Der daraus weltweit resultierende Vertrauensverlust im Berichtszeitraum war außergewöhnlich groß und spiegelte sich in den stark gestiegenen Risikoprämien für Aktien und einem gleichzeitigen Einbruch der Aktienkurse wider.

Weltweit außergewöhnlich starker Vertrauensverlust

Der Rückgang der Aktienkurse brachte den Anlegern im dritten Jahr hintereinander schwere Verluste. In der Zeit von April 2002 bis März 2003 rutschte der MSCI-World-Index um 23% nach unten, nachdem er bereits in den beiden Jahren davor um 31% zurückgegangen war (Grafik VI.4). Mit den Verlusten seit März 2000 wurden weltweit rund \$ 13 Bio. an Marktkapitalisierung vernichtet. In denselben drei Jahren verlor der S&P-500-Index 45% seines Wertes; das Vermögen der Aktionäre schrumpfte um einen Betrag, der rund der Hälfte des BSP der USA im Jahr 2000 entsprach. In Europa und Japan brachen die Aktienkurse sogar noch stärker ein. Der Dow Jones EURO STOXX büßte 52% ein, der TOPIX 50%. In Erwartung eines kurzen Irak-Kriegs zogen die Aktienkurse im März 2003 dann aber weltweit an, und positive Meldungen über Unternehmensgewinne verlängerten den Anstieg den April hindurch und bis in den Mai hinein, sodass die Anleger einen Teil ihrer Verluste wettzumachen vermochten.

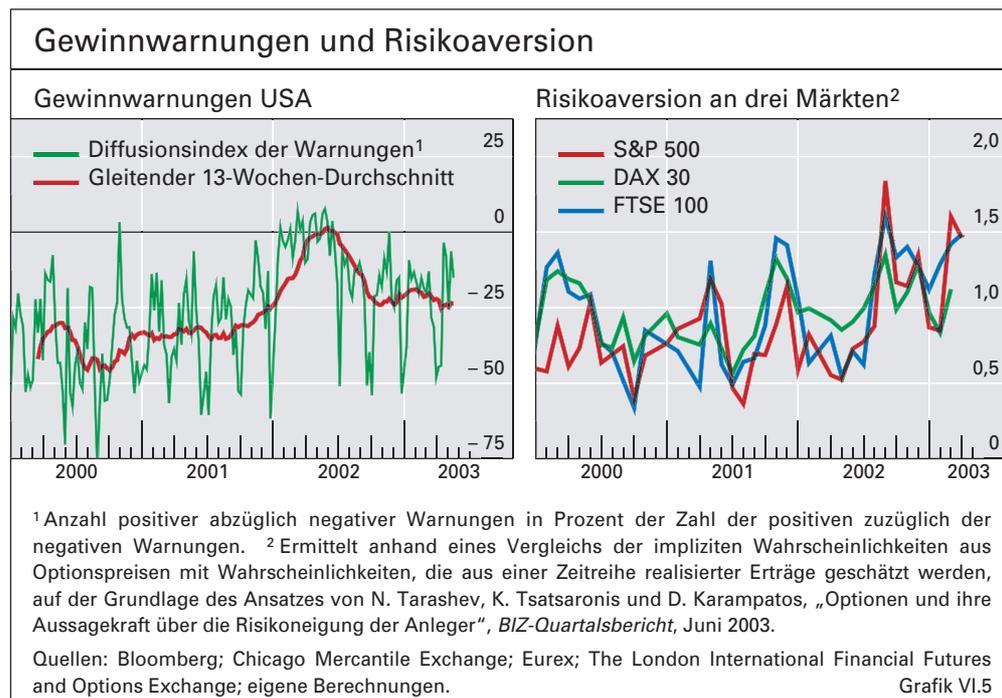
## Informationen und Risikoaversion

Die finanzwirtschaftliche Forschung belegt, dass die Aktienkurse tendenziell von Veränderungen der Risikoaversion der Anleger beeinflusst werden. Dies galt im Besonderen für den Berichtszeitraum, denn die Aktienanleger reagierten stärker auf Ereignisse, die ihre Risikoscheu noch erhöhten, als auf Informationen über die Ertragssituation von Unternehmen. Ab Ende Mai 2002 bewegten sich die Aktienkurse weltweit erneut nach unten, obwohl die viel beachteten Meldungen über revidierte Gewinnprognosen eine Verbesserung der Gewinnsituation signalisierten (Grafik VI.5 links). Diese Konstellation erklärt sich dadurch, dass die Risikoaversion der Anleger, die von den Preisen von Aktienindexoptionen impliziert wird (Grafik VI.5 rechts), damals wieder zuzunehmen begann. Wie aus einem Vergleich der Grafiken VI.4 und VI.5 hervorgeht, gingen Zeiten mit stark fallenden Aktienkursen generell mit hohen Werten dieser Messgröße für die Risikoaversion einher.

Im Berichtszeitraum gab es viele Ereignisse, die die Risikoaversion der Anleger beeinflussten. Kaum hatten die Marktteilnehmer die Enthüllungen im Zusammenhang mit dem Enron-Konkurs im Dezember 2001 verkräftet, wurde ihr Vertrauen durch eine Reihe weiterer Ereignisse erschüttert. Ende Mai und Anfang Juni 2002 führten Warnungen vor weiteren Terroranschlägen und zunehmende politische Spannungen zwischen Indien und Pakistan zu einer Verkaufswelle an den Aktienmärkten. Doch das für den Berichtszeitraum maßgebende Ereignis war die Korrektur des Finanzausweises des großen US-Telekommunikationsunternehmens WorldCom um \$ 3,8 Mrd. am 25. Juni. Die unmittelbare Marktreaktion fiel zwar nicht besonders spektakulär aus, doch schien das Ereignis die Reaktionen auf nachfolgende Ereignisse zu bestimmen. Wenige Tage später musste auch der US-Kopiergerätehersteller Xerox seinen Finanzausweis korrigieren, und eine französische

Trotz stärkerer  
Gewinnsignale  
fallende  
Aktienkurse

WorldCom-  
Bilanzkorrektur als  
maßgebendes  
Ereignis



Zeitung meldete, dass das Medienunternehmen Vivendi Universal seine Gewinne aufgebläht habe. Diese Entwicklungen verursachten den größten Kursrutsch innerhalb von zwei Monaten seit dem September 2001. Im Zeitraum vom 21. Mai bis 23. Juli 2002 sank der MSCI-World-Index um 26% und fiel damit auf den Stand von 1997 zurück. Ab Mitte Januar 2003 belasteten auch die Ereignisse im Zusammenhang mit dem Irak die Märkte. In den fünf darauf folgenden Wochen verlor der US-Markt 12% und der Markt in Europa 14% seines Wertes.

### *Versicherungen und Banken*

An den europäischen Aktienmärkten wurden die Anleger am stärksten von den Verlusten der Versicherungsgesellschaften getroffen. Diese Verluste scheinen der Hauptgrund dafür gewesen zu sein, dass die weit gefassten Marktindizes für Europa stärker zurückgingen als die entsprechenden US-Indizes. Im Gegensatz zu den US-Versicherungsunternehmen hatten die europäischen Gesellschaften große Teile ihres Vermögens in Aktien angelegt und auf Hebeleffekte am Markt gesetzt. Deshalb wirkte sich die allgemeine Marktschwäche im Berichtszeitraum überproportional auf die Kurse der Aktien dieser Versicherungsgesellschaften aus. Als die Verluste aus den Aktienpositionen wuchsen, waren zudem die Versicherungen aufgrund aufsichtsrechtlicher Vorschriften oft zu Aktienverkäufen gezwungen. Die Unsicherheit über die abzugebenden Volumina und über den Zeitpunkt der Verkäufe beschleunigte in der Tendenz noch die Kursrückgänge am Gesamtmarkt. Geschäfte, die im Wesentlichen nur aufgrund eines Liquiditätsbedarfs erfolgten – und nicht aufgrund von Informationen –, führten angesichts ungewisser Verkaufsvolumina zu unverhältnismäßigen Kursreaktionen. Dies erinnerte an den Einbruch des Aktienmarktes vom Oktober 1987 wie auch an den Fall des Hedge-Fonds Long-Term Capital Management im Jahr 1998 und seine Auswirkungen auf die Märkte für festverzinsliche Instrumente.

Überproportionale  
Kurseinbrüche  
wegen ungewisser  
Verkaufsvolumina

Das Vertrauen am Tokioter Aktienmarkt wurde durch wechselnde Erwartungen bezüglich der überfälligen Reform des Finanzsektors beeinträchtigt. Insbesondere im September und Oktober 2002 schwankten die Anleger zwischen zwei möglichen Szenarien mit jeweils ganz unterschiedlichen Auswirkungen auf die Aktienkurse. Nach dem von den bestehenden Anlegern bevorzugten Szenario würde die Regierung den in Schwierigkeiten geratenen Banken Kapital zuführen, indem sie von diesen Banken gehaltene Aktien aufkaufte. Beim anderen Szenario – der „harten Landung“ – würde die Kapitalzufuhr mittels stringenterer Maßnahmen erfolgen, die letztlich auf eine Übernahme der Bankleitung durch den Staat hinauslaufen würden. Das erste Szenario schien das wahrscheinlichere, als die Bank of Japan am 18. September ihre Absicht bekannt gab, von den Banken gehaltene Unternehmensaktien zu erwerben. Der Nikkei 225 legte an diesem Tag 2% zu. Doch am 30. September, als ein Befürworter durchgreifender Reformen zum Leiter der Financial Services Agency berufen wurde, verlagerten sich die Erwartungen überwiegend auf das zweite Szenario, und der Nikkei 225 sank in den folgenden zehn Tagen um 11%.

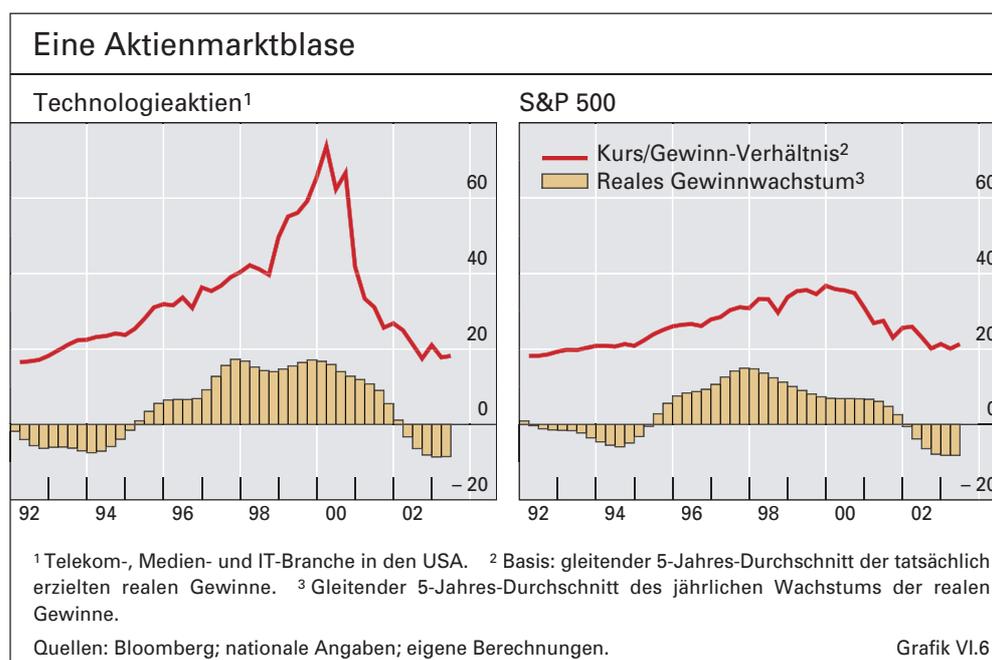
Programm der  
Bank of Japan für  
Aktienankäufe  
angekündigt

## Aktienbewertungen und das Platzen einer Blase in Zeitlupe

Sich hinziehender Zusammenbruch aufgrund mangelnder Informationen

Der anhaltende Rückgang der Aktienkurse in den letzten drei Jahren lässt sich mit dem Platzen einer Blase in Zeitlupe vergleichen. Das langsame Tempo dieses Zusammenbruchs legt die Vermutung nahe, dass die Anleger nicht über genügend Informationen über die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten verfügten, die sie zu einem entschlosseneren Handeln veranlasst hätten. Wie bereits ausgeführt, spielte die Anlegerstimmung eine große Rolle. Es kam zu verschiedenen Zeiten in unterschiedlichen Marktsegmenten zu Vertrauensverlusten, die oft von unerwarteten Ereignissen ausgelöst wurden. Zuerst glaubten die Anleger nicht mehr daran, dass der Technologiesektor hohe Gewinnwachstumsraten auf Dauer halten könne (Grafik VI.6), sodass die Aktienkurse einbrachen. Mitte 2002 hatte die Korrektur des Finanzausweises von WorldCom einen ähnlichen Effekt auf die Telekommunikationsbranche, was die Kurse am Markt insgesamt sinken ließ. Da die Anleger dazu neigten, ihre Annahmen jeweils nur für einen Wirtschaftsbereich zu revidieren, war nicht sofort der gesamte Markt zusammengebrochen.

Die Kurs/Gewinn-Verhältnisse liefern einen Anhaltspunkt dafür, wie lange dieser Rückgang noch andauern könnte. Die weltweite Erholung der Märkte im März 2003 ließ die Aktienbewertungen noch weiter über die historische Norm steigen. Ausgehend von einem gleitenden 5-Jahres-Durchschnitt der Gewinne erreichte das Kurs/Gewinn-Verhältnis des S&P 500 im März fast einen Wert von 22, d.h. es lag deutlich über dem Durchschnitt von 17 in den Jahren 1961–95. Da bei dieser Berechnung davon ausgegangen wird, dass die Gewinne wieder zum 5-Jahres-Durchschnitt zurückkehren, würde sie die derzeitigen Bewertungen überzeichnen, falls die Gewinne in einer sich von einer Rezession erholenden Wirtschaft stärker ansteigen. Die Analysten gehen in der Tat von einem kräftigen Gewinnwachstum aus, und gemäß einer auf dieser Prognose basierenden Berechnung würde das Kurs/Gewinn-Verhältnis

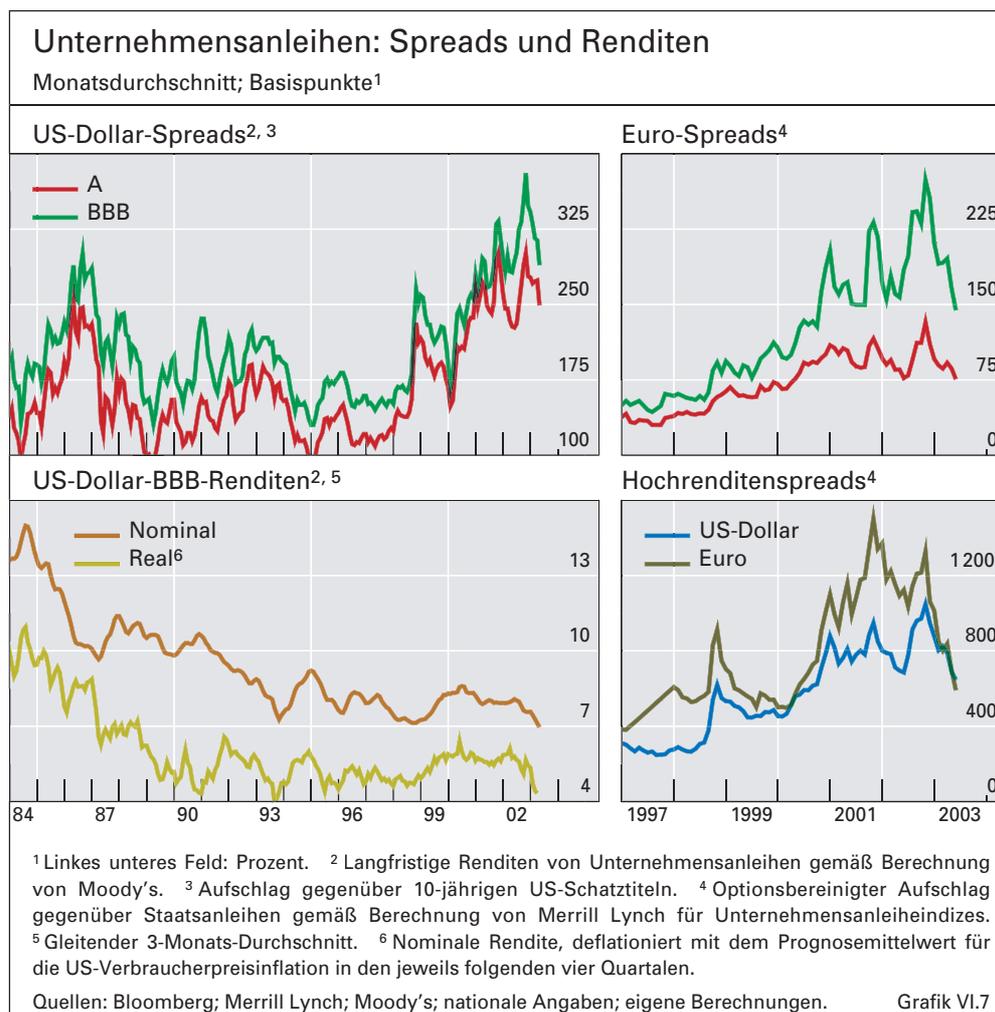


dann wieder auf 16 sinken. Allerdings haben sich solche Gewinnprognosen bisher noch jedes Mal als zu optimistisch erwiesen.

## Kreditmärkte

Mitte 2002 erfasste der Vertrauensverlust auch den bis dahin stabilen Markt für Unternehmensanleihen. Nahezu während des ganzen Jahres 2001 und Anfang 2002 war der Kreditmarkt im globalen Finanzsystem ein Lichtblick gewesen. Obwohl die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen mit Anlagequalität („investment grade“) beträchtlich gewesen waren, hatten sie sich auch dann kaum verändert, als die Aktienmärkte einbrachen. In der Zeit von Ende Juni bis Mitte Oktober 2002 kam es jedoch an den Märkten für Unternehmensanleihen in den USA und Europa zu schwerwiegenden Erschütterungen. Schuldner mit niedrigerer Bonität hatten praktisch keinen Zugang mehr zum Anleihemarkt. Der gewichtete Durchschnitt der Renditenaufschläge von 7- bis 10-jährigen US-Unternehmensanleihen mit BBB-Rating gegenüber entsprechenden US-Schatztiteln nahm in diesem Zeitraum um 130 Basispunkte zu und erreichte einen Spitzenwert von rund 400 Basispunkten. In Europa verlief die Entwicklung der Renditenaufschläge ähnlich (Grafik VI.7). Seit der weltweiten Krise der Finanzmärkte im Jahr 1998 hatten sich die Renditenabstände nicht mehr so

Vertrauensverlust  
auch am Markt für  
Unternehmens-  
anleihen ...



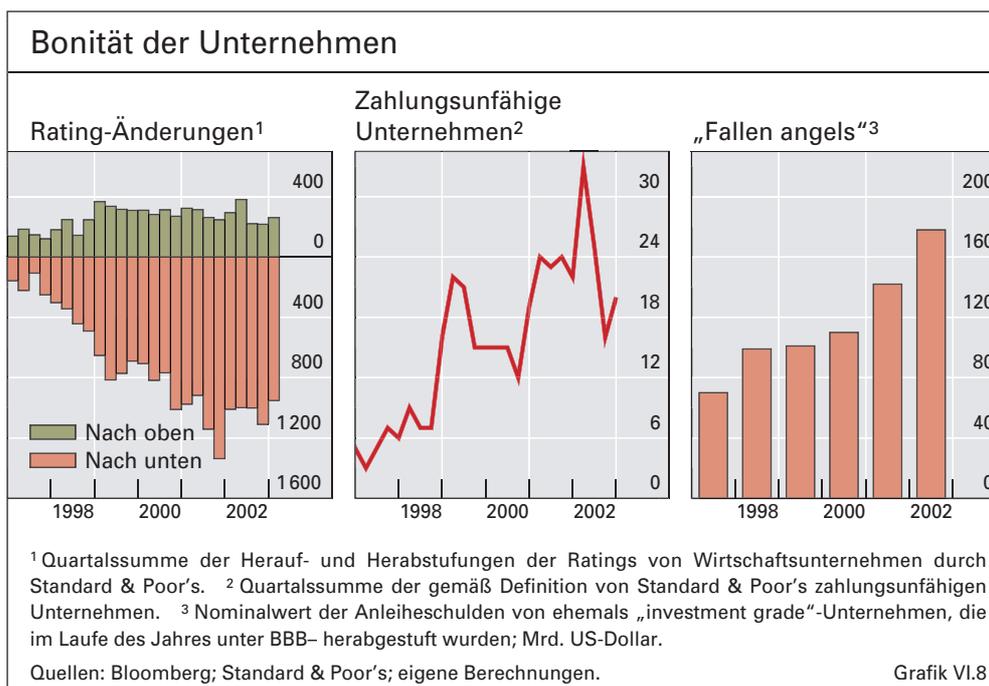
stark und so schnell vergrößert, und nie in den letzten 50 Jahren waren die Aufschläge für BBB-Anleihen so hoch gestiegen. Die darauf folgende Erholung an den Kreditmärkten war ebenso spektakulär.

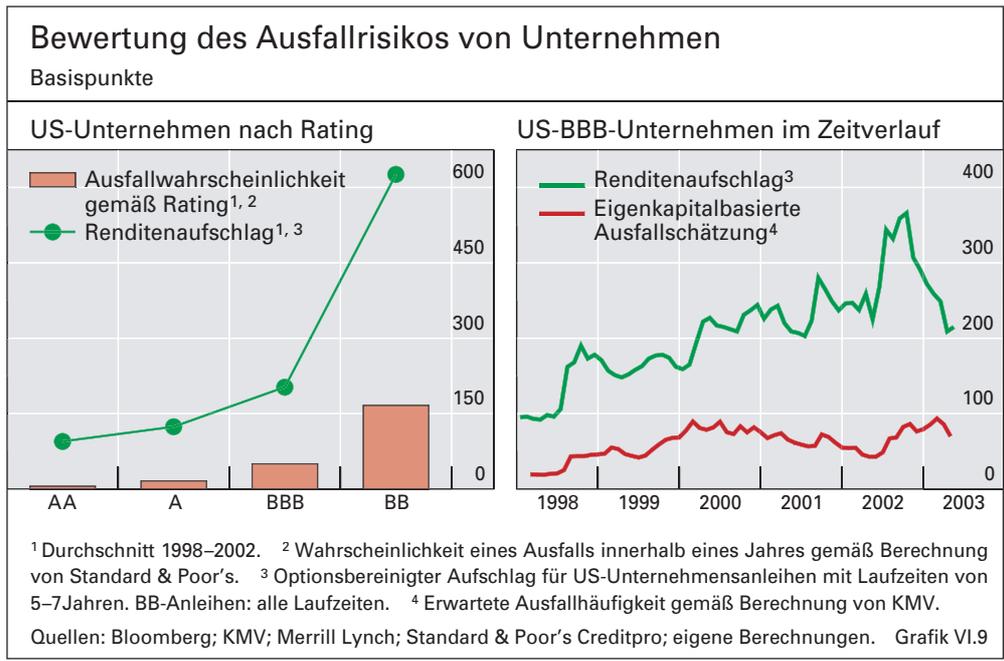
### Ein Sommer der Erschütterungen

... trotz Anzeichen von Verbesserung der Fundamentaldaten

Ironischerweise fiel die Verkaufswelle am Markt für Unternehmensanleihen in eine Zeit, in der sich die Bonität der Wirtschaftsunternehmen stabilisierte oder sogar verbesserte. Die Zahl der Bonitätsherabstufungen hatte Ende 2001 einen Spitzenwert erreicht und begann 2002 wieder zu sinken (Grafik VI.8). Auch die Häufigkeit der Ausfälle von Schuldnern mit Rating nahm ab. Die Gewinnspannen stiegen in den USA und im Vereinigten Königreich leicht an und erhöhten sich – wenngleich schwächer – auch im Euro-Raum und in Japan (Kapitel II). Darüber hinaus begannen die Unternehmen ihre Bilanzen zu sanieren (s. weiter unten). Die Fundamentaldaten allein scheinen also die Ausweitung der Renditenaufschläge Mitte 2002 nicht zu erklären.

Der Zusammenhang zwischen Renditenaufschlag und Fundamentaldaten – insbesondere den erwarteten Ausfallverlusten – ist in der Tat immer recht schwach. Im Allgemeinen sind die Aufschläge ein Mehrfaches größer, als durch die erwarteten Ausfallverluste impliziert würde (Grafik VI.9). Bei einer niedrigen Frequenz der Beobachtungen, z.B. in Jahresabständen, bewegen sich die Renditenaufschläge tendenziell durchaus in dieselbe Richtung wie die zugrunde liegenden Ausfallwahrscheinlichkeiten. Bei Daten mit höherer Frequenz hingegen erweisen sich Renditenaufschläge als viel volatil als die geschätzten Ausfallwahrscheinlichkeiten, unabhängig davon, ob die Schätzungen auf den nicht volatilen Ratings oder auf den volatilen Aktienkursen beruhen. Bezogen auf alle Unternehmen sind zudem die Bewegungen der Renditenaufschläge einheitlicher als diejenigen der Ausfallwahrscheinlichkeit.





Ein wichtiger Faktor zur Erklärung der größeren Varianz und Korrelation der Renditenabstände ist die veränderte Risikoeinstellung der Anleger. Offensichtlich verlangen die Anleger als Risikoprämie einen Aufschlag auf die erwarteten Ausfallverluste, vielleicht als Entschädigung für die Schwierigkeit, Risiken mit niedrigen Eintrittswahrscheinlichkeiten und hohen Verlusten zu diversifizieren. In der Praxis führt dies zu Unsicherheit bezüglich des Zeitpunkts des Ausfalls und der Höhe der Ausfallverluste. Die Höhe dieses Aufschlags kann unabhängig von Änderungen der Fundamentaldaten schwanken. Beispielsweise können sich die Risikopräferenzen der Anleger im Zeitverlauf ändern. Aber auch eine Änderung des Kreises der Marktteilnehmer kann sich auf die jeweilige Risikoeinstellung der Anleger auswirken. Schließlich können Risikomanagement-Systeme zu einem Marktverhalten führen, das faktisch dem bei hoher Risikoaversion ähnelt.

Schwacher Zusammenhang zwischen Renditenaufschlägen und Ausfallwahrscheinlichkeit

Wie an den Aktienmärkten schien die von den Anlegern an den Kreditmärkten veranschlagte Risikoprämie Mitte 2002 hochzuzuschnellen. Die Neubewertung des Kreditrisikos betraf vor allem Unternehmen wie WorldCom und den französischen Hersteller von Telekommunikationseinrichtungen Alcatel, deren Schuldtitel früher „investment grade“ besessen hatten, die aber seither unter BBB- herabgestuft worden waren („fallen angels“). Große Unternehmensschuldner, denen dasselbe drohte, wie Ford und das Konglomerat Tyco mit Sitz auf den Bermudas, waren ebenfalls betroffen. Diese Unternehmen sahen sich zeitweise mit einer Aufwärtsspirale ihrer Renditenaufschläge konfrontiert, als die Anleger zu Wertpapieren wechselten, bei denen die Gefahr einer Bonitätsherabstufung als geringer angesehen wurde.

Die Risikoneubewertung erfolgte unter dem Einfluss unerwartet hoher Verluste aus herabgestuften Anleihen. Insbesondere die Erfahrungen mit WorldCom hatten die Anleger misstrauisch werden lassen und sie davon abgehalten, größere Mengen von Schuldtiteln tatsächlicher oder potenzieller „fallen angels“ zu erwerben. Auf hoch rentierende Papiere spezialisierte

Neubewertung des Risikos nach großen Verlusten mit „fallen angels“

Anleger, die nach der Herabstufung von WorldCom auf BB im Mai Anleihen gekauft hatten und die dann große Verluste hinnehmen mussten, als das Unternehmen im Juni seinen Finanzausweis berichtigte, hielten sich mit dem Kauf von Anleihen anderer unter BBB- herabgestufter Unternehmen zurück. Gleichzeitig reduzierten institutionelle Anleger, deren Vorschriften es vielfach nicht zulassen, Schuldtitel ohne „investment grade“ zu halten, ihre Bestände an Schuldtiteln von Unternehmen, bei denen das Risiko einer Bonitäts-herabstufung bestand.

Das schiere Volumen der im Jahr 2002 herabgestuften Schuldtitel verstärkte das Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage bei Schuldtiteln niedrigerer Qualität. Zu den größten Emittenten an den Märkten für Unternehmensanleihen in den USA und Europa zählten mehrere tatsächliche und potenzielle „fallen angels“. Die Schulden von WorldCom allein beliefen sich auf \$ 30 Mrd. Insgesamt wurden Schuldtitel im Wert von beinahe \$ 180 Mrd., die ursprünglich Anlagequalität besessen hatten, auf den Status „hoch rentierend“ oder „notleidend“ zurückgestuft. Dies entspricht einem Viertel der Ende 2002 umlaufenden spekulativen Titel (Grafik VI.8).

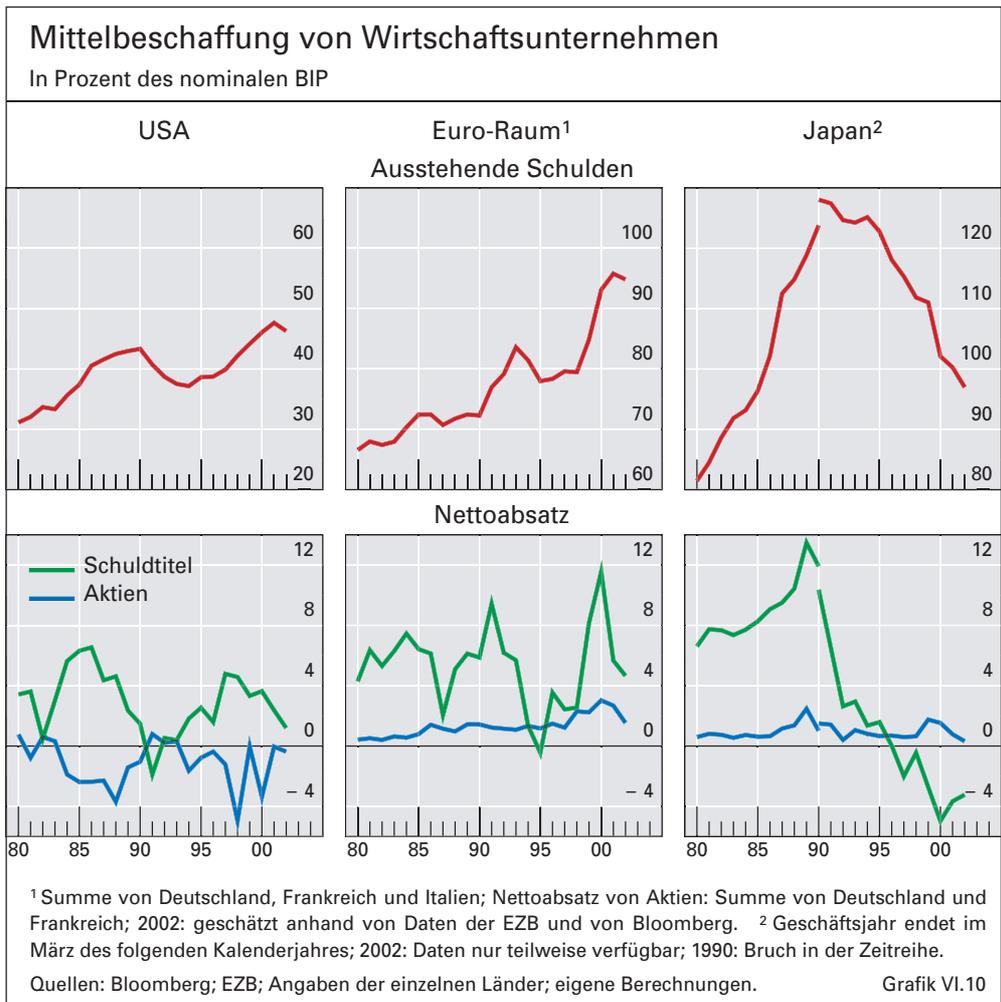
Eine weitere Ursache für Erschütterungen an den Kreditmärkten Mitte 2002 war die Besorgnis über die Unterdeckung von Betriebsrentenplänen. Der Rückgang der Aktienkurse, der im Jahr 2000 eingesetzt hatte, bescherte den Pensionssystemen mit im Voraus festgelegten Leistungen, die große Teile ihrer Portfolios in Aktien investiert hatten, schwere Verluste (Kapitel VII). Im Oktober 2002 stuft Standard & Poor's das Rating mehrerer US-Unternehmen u.a. wegen der Größe der Deckungslücke in ihren Betriebsrentenplänen herab und Anfang 2003 das Rating einiger europäischer Firmen mit ähnlichen Deckungslücken.

#### *Beginnende Bilanzsanierungen bei Unternehmensschuldern*

Ab Oktober 2002  
steiler Kursanstieg  
an den  
Kreditmärkten ...

Ab Mitte Oktober 2002 war eine allgemeine Verbesserung der Kreditkonditionen festzustellen. Auch als in den ersten Monaten des Jahres 2003 die Aktienkurse fielen, stiegen die Kurse für „investment grade“- und Hochzinsanleihen weiter. Die Renditenaufschläge auf US-Unternehmensanleihen mit BBB-Rating verringerten sich von Anfang Oktober 2002 bis zum Jahresende um 130 Basispunkte und in den ersten vier Monaten 2003 um weitere 70 Basispunkte.

Ebenso wie die Ausweitung der Renditenaufschläge größtenteils auf höhere Risikoprämien der Anleger an den Kreditmärkten zurückzuführen gewesen war, sorgte zunächst vor allem ein Rückgang der Risikoprämien dafür, dass sich die Renditenaufschläge verringerten. Die Rallye an den Kreditmärkten wurde von denselben „fallen angels“ angeführt, deren Renditenaufschläge zuvor in die Höhe geschossen waren. Von den niedrigen Preisen angelockt, kauften die Anleger die Anleihen von Unternehmen, die entweder über verwertbare Aktiva oder viel versprechende Sanierungspläne verfügten. Das Gebot von HSBC im November 2002 für Household International – einen großen US-Anbieter von Verbraucherkrediten, dessen Zugang zu den Kapitalmärkten zu dem Zeitpunkt erschwert war – trug dazu bei, dass die Anleger auch die Aussichten anderer Firmen mit Finanzierungsschwierigkeiten positiver beurteilten.



Dass die Unternehmen Fortschritte bei der Sanierung ihrer Bilanzen machten, verlängerte die Rallye an den Kreditmärkten bis ins Jahr 2003. Bereits 2001 hatten die Unternehmen mit der Stärkung ihrer Bilanzen begonnen. Diese Bemühungen waren jedoch mehrheitlich von einer Neuprofilierung und nicht von einer Rückführung der Verbindlichkeiten gekennzeichnet gewesen. Die Unternehmen hatten die Laufzeiten ihrer Verbindlichkeiten verlängert, um ihr Liquiditätsrisiko zu verringern. Außerdem hatten Kürzungen der Investitionsausgaben in den USA und Europa nach mehreren Jahren deutlich zunehmender Kreditaufnahmen dazu beigetragen, die Verschuldung der Unternehmen zu stabilisieren (Grafik VI.10). Ferner war es in den USA nach einem Höhepunkt Ende der neunziger Jahre wieder seltener zu einem Rückkauf eigener Aktien gekommen.

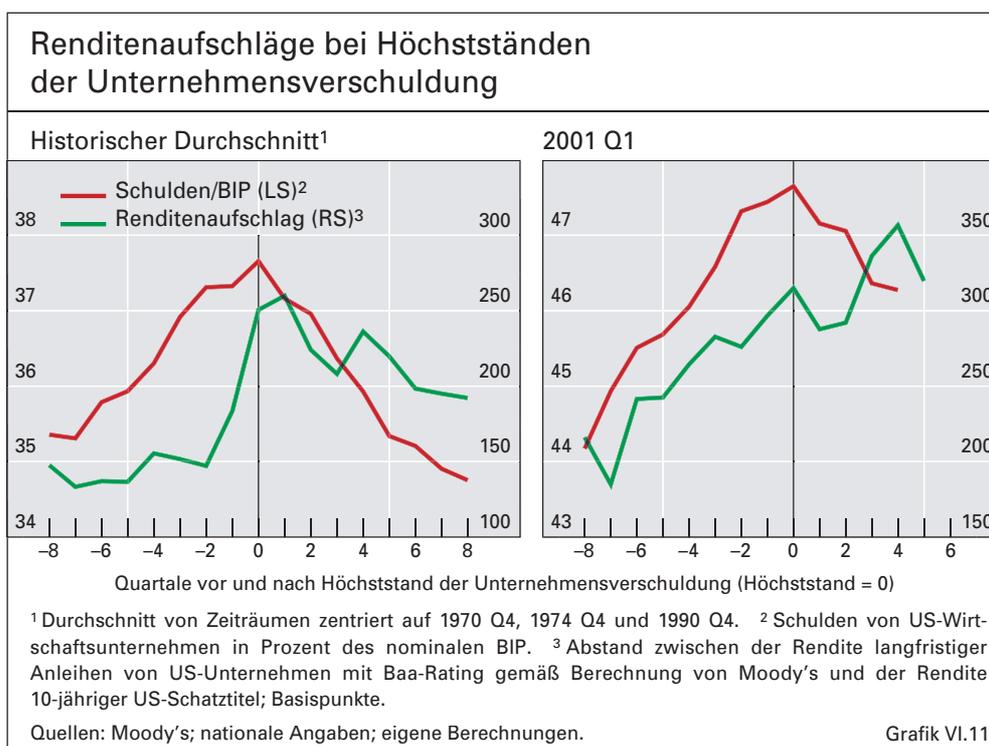
Im Jahr 2002 gab es bei den Bilanzsanierungen im Unternehmenssektor Anzeichen einer Beschleunigung. Unternehmen, die in der Hochkonjunktur ihre Mittelaufnahme verstärkt hatten – entweder um Aktiva zu erwerben, deren Wert inzwischen erheblich gesunken war, oder um eigene Aktien zu überhöhten Kursen zurückzukaufen –, verstärkten ihre Anstrengungen, ihre Bilanzen zu sanieren. Die bedeutenderen „fallen angels“ gingen dabei am weitesten, weil sie angesichts der erheblich verringerten Aufnahmebereitschaft der Märkte für ihre Schuldtitel Schwierigkeiten hatten, ihre fällig werdenden

... aufgrund der Sanierung der Unternehmensbilanzen

Verbindlichkeiten zu refinanzieren. Wegen der geringeren Nachfrage nach Finanzierungen und der praktisch vollständig zum Erliegen gekommenen Aktivität am Markt für Unternehmensanleihen Mitte 2002 fiel die Nettoneuverschuldung der US-Unternehmen im Jahr 2002 auf das niedrigste Niveau in nahezu einem Jahrzehnt, wenn sie auch weiterhin positiv war. Die Kreditnachfrage europäischer Unternehmen ging ebenfalls zurück. Japanische Unternehmen fuhren fort, ihre Schulden zu reduzieren, ein Prozess, der schon zehn Jahre zuvor eingesetzt hatte.

Unternehmen, die ihre Bilanzen bereinigen müssen, emittieren normalerweise neue Aktien. Angesichts des lang anhaltenden Rückgangs der Aktienkurse war dies jedoch wenig attraktiv, und im Gegensatz zum Beginn der neunziger Jahre, als ebenfalls kreditfinanzierte Positionen aufgelöst worden waren, blieb das Nettovolumen der Aktienemissionen 2002 gering (Grafik VI.10). Dennoch wandten sich einige Unternehmen an die Aktienmärkte. Eine Reihe von europäischen Versicherungsgesellschaften gab Optionscheine aus, wodurch ihre bisherigen Aktionäre das Recht erhielten, neue Aktien mit hohen Abschlägen zu erwerben. Japanische Banken gaben Anfang 2003 – zum Teil an verbundene Unternehmen – neue Stamm- und Vorzugsaktien aus (Kapitel VII). Dazu zählten auch die bisher umfangreichste Emission von Stammaktien durch ein Privatunternehmen in Japan und die erste Emission einer japanischen Bank seit den achtziger Jahren. Wieder andere Unternehmen begaben Wandelanleihen, die nur in Aktien eingelöst werden können.

Die Bemühungen der Unternehmen um die Auflösung fremdfinanzierter Positionen wurden von den Anlegern anfänglich nur wenig honoriert. Ganz im Gegensatz zu früheren Phasen der Bilanzsanierung im Unternehmenssektor stiegen die Zinsaufschläge im Jahr 2002 selbst dann noch weiter an, als der



Aufwärtstrend der Schuldenquote gebrochen war (Grafik VI.11). Erst fast ein Jahr, nachdem die Schuldenquote der US-Unternehmen ihren Höhepunkt überschritten hatte, fingen die Anleger an, das Ausfallrisiko neu zu bewerten und ihre Verusterwartungen zurückzuschrauben.

Als die Renditen von Staatsanleihen und anderen erstklassigen Wertpapieren Ende 2002 und Anfang 2003 auf ein Rekordtief fielen, schienen die Anleger bereit, ein höheres Kreditrisiko in Kauf zu nehmen, um bessere Renditen zu erzielen. Die Erwartung einer weiteren Steigerung der Kreditwürdigkeit der Unternehmen stützte diese Bereitschaft. Sollte sich diese Erwartung als zu optimistisch herausstellen, könnte sich die Rallye an den Kreditmärkten als vorübergehend erweisen. Das durch die Aktienkurse implizierte Ausfallrisiko ist bei den Wirtschaftsunternehmen in den USA und Europa weiterhin hoch, was darauf hindeutet, dass die Bilanzen hier noch wenig solide sind (Grafik VI.9 und VII.2). Auch ist die Verschuldung des Unternehmenssektors in den USA und besonders in Europa im Verhältnis zur Größe der Volkswirtschaft nach wie vor hoch. Unter anderem dank der außergewöhnlich geringen Nominalrenditen hält sich der Schuldendienstaufwand allerdings im Rahmen. Die inflationsbereinigten Renditen liegen jedoch nicht viel tiefer als im Durchschnitt der Jahre 1990–2000 (Grafik VI.7). Für Unternehmen, deren Güterpreise rückläufig sind, wie beispielsweise in der verarbeitenden Industrie, sind die realen Renditen sogar noch höher. Längerfristig könnte daher die aktuelle Verschuldung einigen Unternehmen Schwierigkeiten bereiten.

Gesamtverschuldung der Unternehmen immer noch hoch

#### *Kreditderivate und Marktintegration*

Neben den erwähnten zyklischen Faktoren war die Entwicklung an den Kreditmärkten im Berichtszeitraum auch durch strukturelle Veränderungen gekennzeichnet. Die Kredit- und Aktienmärkte sind heute stärker integriert als in der Vergangenheit, und das Gleiche gilt für die einzelnen Segmente innerhalb der Kreditmärkte. Die Integration fördert zwar den Preisfindungsprozess, indem sie die Anpassung der Preise auf verschiedenen Finanzmärkten an neue Informationen erleichtert, aber sie kann auch zu neuen Schwächen führen.

Die zunehmende Verwendung von Kreditrisikomodellen trägt dazu bei, die Kreditkosten und die Aktienkurse stärker zu verknüpfen. Entsprechend den quantitativen Modellen im Zinsrisikomanagement von Finanzinstituten werden gegenwärtig Modelle für das Kreditrisiko entwickelt. Das meistbeachtete Modell folgt dem erstmals von Robert Merton 1974 vorgeschlagenen strukturellen Ansatz. Dabei wird angenommen, dass es zu einem Ausfall kommt, wenn der Wert der Aktiva eines Unternehmens unter den Nominalwert seiner Schulden sinkt. In einem solchen Modell hängt der zum Ausfall führende Prozess explizit vom Umfang der Verbindlichkeiten des Unternehmens sowie vom Marktwert und von der Volatilität seiner Vermögenswerte ab. Die Marktteilnehmer ziehen die Volatilität des Aktienkurses typischerweise als wichtigsten Maßstab für die Volatilität der Vermögenswerte heran, was einen weiteren Rückkopplungskanal von den Aktien- zu den Kreditmärkten eröffnet.

Verknüpfung von Kredit- und Aktienmärkten durch neue Modelle ...

Solche Rückkopplungseffekte waren Mitte 2002 besonders ausgeprägt, weil an den Kreditmärkten zunehmend Hedge-Fonds aktiv wurden. Während institutionelle Anleger sich vermehrt auf Schuldtitel kreditwürdigerer

Emittenten konzentrierten, wuchs der Einfluss der Anlagestrategien und Risikomanagement-Praktiken der Hedge-Fonds in den frei gewordenen Marktsegmenten. Anders als institutionelle Anleger verlassen sich Hedge-Fonds bei der Bestimmung der Kreditwürdigkeit weniger auf Bonitätseinstufungen als vielmehr auf Preisfindungsmodelle für das Kreditrisiko.

Die Verknüpfung der beiden Märkte wurde zusätzlich gestärkt durch die Entwicklung von Märkten für die Übertragung von Kreditrisiken, insbesondere Märkten für Kreditderivate. Vor der Einführung der Kreditderivate gehörten die Kreditmärkte zu den am wenigsten liquiden Finanzmärkten. Die Emissionsvolumina von Unternehmensanleihen sind oft gering. Viele sind mit Optionen oder anderen besonderen Eigenschaften ausgestattet, die eine Kursbildung erschweren. Sie sind schwierig zu leihen und können daher in Erwartung höherer Zinsaufschläge auch nicht ohne weiteres leer verkauft werden. Und schließlich ist das Handelsvolumen tendenziell sehr klein, sobald sich die Papiere in den Portfolios institutioneller Anleger befinden. Infolgedessen wurden Veränderungen der Kurse von Unternehmensanleihen in der Vergangenheit oft durch vorübergehende oder einzel-fallspezifische Faktoren bestimmt. Hierdurch stiegen die Kosten für die Spekulation mit Unternehmensanleihen, aber auch für deren Nutzung im Rahmen des Risikomanagements.

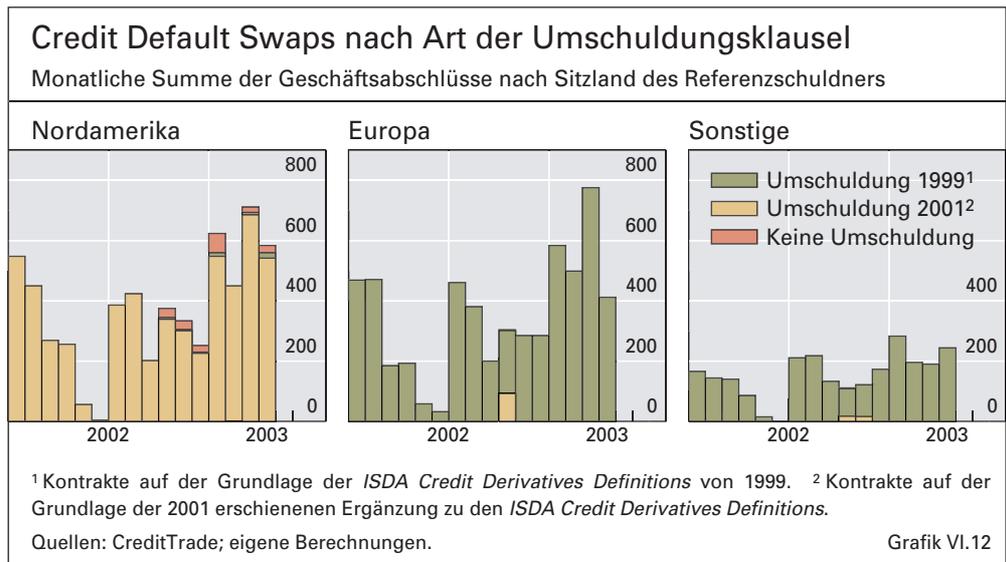
... und leichtere  
Preisfindung durch  
Kreditderivate

Durch die Entwicklung der Märkte für Kreditderivate – insbesondere des Marktes für Credit Default Swaps (CDS) – gingen diese Kosten zurück. CDS ermöglichen es, das Kreditrisiko von den anderen Risiken eines Finanzinstruments abzukoppeln und separat zu handeln. Der Käufer einer Kreditabsicherung zahlt an den Verkäufer periodisch eine Prämie, ähnlich der Zinsspanne zwischen der Rendite eines mit einem Ausfallrisiko behafteten Wertpapiers und dem risikofreien Zinssatz. Wenn der Emittent des zugrunde liegenden Schuldtitels (der Referenzschuldner) zahlungsunfähig wird, überträgt der Käufer normalerweise dem Verkäufer den Schuldtitel im Austausch für eine Barabfindung in Höhe des Nennwerts des Titels. Im Kern ist ein CDS ein Versicherungsvertrag zum Schutz gegen Ausfallverluste.

Der CDS-Markt ist in den letzten Jahren sehr gewachsen (Grafik VI.12 und Kapitel VII). Außerdem haben die Marktteilnehmer gemeinsame Anstrengungen unternommen, seine Liquidität zu verbessern, indem sie die Vertragsbedingungen standardisierten. Infolgedessen erscheint der CDS-Markt inzwischen vielen Marktteilnehmern liquider als der Markt für die Unternehmensanleihen selbst. Insbesondere Short-Positionen lassen sich leichter eingehen, indem Absicherungen am CDS-Markt erworben werden. Entsprechend sind Transaktionen zu Spekulations- oder Absicherungszwecken an den Kreditmärkten bzw. zwischen den Aktien- und den Kreditmärkten weniger kostspielig geworden.

Kontroversen über  
Behandlung von  
Umschuldungen  
bei Credit Default  
Swaps ...

Wenn auch bisher die große Mehrheit der gegen zahlungsunfähige Unternehmen abgeschlossenen CDS problemlos abgewickelt wurden, könnten Kontroversen darüber, bei welchen Ereignissen die Zahlungsunfähigkeit als eingetreten gilt – insbesondere im Falle von Umschuldungen –, letztlich doch die Liquidität des CDS-Marktes gefährden. Schon heute ist der Markt regional gespalten. Kontrakte auf der Grundlage der ursprünglichen Dokumentation der



International Swaps and Derivatives Association (ISDA) aus dem Jahr 1999 beherrschen den Handel am europäischen Markt. Im Gegensatz dazu dominieren in den USA die Kontrakte auf der Grundlage der 2001 erschienenen, restriktiveren Ergänzung zur ISDA-Dokumentation (Grafik VI.12). Zu einer weiteren Fragmentierung des Marktes kam es Mitte 2002 als Ergebnis der Abwicklung der CDS gegen Xerox. Aufgrund der Erfahrungen im Falle Xerox sahen sich einige der größten Anbieter von Kreditabsicherungen, insbesondere bürgende Finanzinstitute und andere Versicherungsgesellschaften, veranlasst, keine Kontrakte mehr anzubieten, in denen Umschuldungen irgendeiner Art als Ausfallereignis galten. Ihre Argumentation lautete, dass die Umschuldung, die den Zahlungsaustausch der auf Xerox begebenen CDS auslöste, nicht auf eine Verschlechterung der finanziellen Situation des Unternehmens zurückzuführen war und daher auch nicht als Ausfall einzustufen gewesen wäre. Besonders beunruhigend für die Anbieter von Kreditabsicherungen war die Möglichkeit, dass die Mitglieder eines Gläubigerkonsortiums gezielt eine Umschuldung aushandeln könnten, um den Ausfalltatbestand herbeizuführen, der es ihnen erlauben würde, ihre Rechte aus den CDS auszuüben.

Im Mai 2003 wurde der Handel mit Kontrakten mit einer nochmals geänderten Umschuldungsklausel aufgenommen, doch bleibt unklar, ob die revidierte Umschuldungsdefinition zu einer Konvergenz der Märkte führen wird. In Europa ziehen die Käufer von Kreditabsicherungen, insbesondere Banken, Kontrakte vor, in denen der Begriff der Umschuldung möglichst umfassend definiert ist, weil dort Zahlungsschwierigkeiten in der Regel durch informelle Verhandlungen zwischen Gläubigern und Schuldern gelöst werden. Ein formeller Konkurs wird tendenziell mit endgültiger Insolvenz gleichgesetzt, und dieser Weg wird daher selten gewählt. In den USA dagegen sind die Käufer von Kreditabsicherungen bereit, engere Umschuldungsdefinitionen zu akzeptieren, weil ein gemäß dem so genannten Chapter 11 Konkurs anmeldendes Unternehmen eine Umschuldung vornehmen kann, bevor es für insolvent erklärt wird. Außerdem hat auch die vorgeschlagene

... könnten Liquidität untergraben

Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung einen Einfluss auf die Behandlung der Umschuldung. Sie sieht vor, dass bei CDS, die die Eigenkapitalanforderungen einer Bank verringern sollen, Umschuldungen, die zu Kreditausfällen führen, als Eintritt der Zahlungsunfähigkeit gelten, sofern die Bank nicht selbst darüber entscheidet, ob eine Umschuldung vorgenommen wird oder nicht.

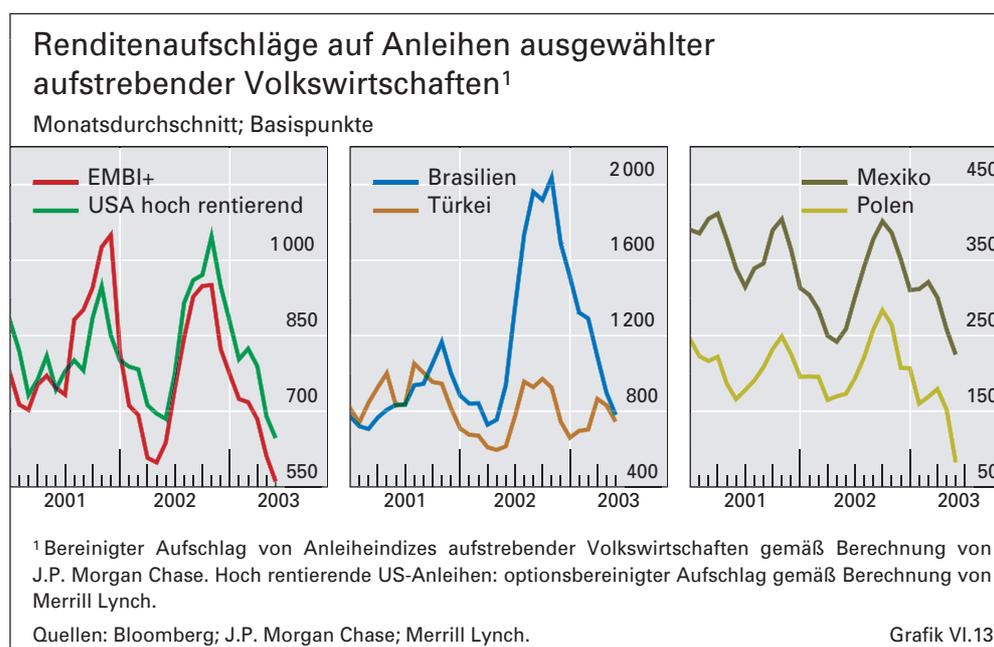
## Auslandsfinanzierung aufstrebender Volkswirtschaften

Die Konditionen am internationalen Markt für Schuldtitel spiegelten die Verhältnisse an den Unternehmenskreditmärkten wider. Hoch verschuldete Länder verloren Mitte 2002 den Marktzugang, doch ihre Zinsaufschläge verringerten sich dann ab Mitte Oktober kontinuierlich. In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften zogen politische Entwicklungen die Aufmerksamkeit der Anleger auf sich: In Brasilien, der Türkei und Ecuador waren dies Regierungswechsel, in Venezuela und Nigeria innere Unruhen, in Kolumbien und Indonesien terroristische Anschläge, in Korea die Gefährdung der inneren Sicherheit und in Mittel- und Osteuropa der Abschluss der Beitrittsverhandlungen mit der Europäischen Union. Dennoch schien die sich wandelnde Risikobereitschaft der globalen Anleger zeitweise mehr ins Gewicht zu fallen als der Einfluss lokaler Ereignisse.

### Ansteckungseffekte

Brasilien und die Türkei erlebten im Berichtszeitraum die bisher stärkste Einschränkung ihres Zugangs zum internationalen Markt für Schuldtitel. Die Anleger begannen im Mai 2002, brasilianische Vermögenswerte abzustoßen, als im Vorfeld der nationalen Wahlen ein Präsidentschaftskandidat an Boden gewann, der nach Ansicht der Anleger eine marktfeindliche Politik verfolgen würde (Grafik VI.13). Die Besorgnis über den Gesundheitszustand des türkischen Premierministers und der plötzliche Rücktritt mehrerer Minister

Markturbulenzen  
in Brasilien und der  
Türkei



fürten ab Juni zu einer Flucht aus türkischen Vermögenswerten. Ende Juli hatte sich der um Besicherungen bereinigte Aufschlag auf brasilianische Staatsanleihen mehr als verdreifacht und lag bei 2 400 Basispunkten, während sich der Aufschlag auf türkische Staatsanleihen fast verdoppelt hatte und 1 000 Basispunkte betrug.

Die Interventionen des IWF Anfang August – ein neues Kreditabkommen mit Brasilien über \$ 30 Mrd. und die Auszahlung zugesagter Gelder an die Türkei – halfen die Schuldtitel- und Devisenmärkte zu stabilisieren. Zusicherungen führender Politiker hinsichtlich ihres Engagements für Haushaltsdisziplin und Strukturreformen stellten schließlich das Vertrauen bis zu einem gewissen Grad wieder her, und die Märkte in Brasilien wie in der Türkei zeigten sich in den letzten Monaten des Jahres 2002 und Anfang 2003 äußerst dynamisch.

Obwohl die Marktturbulenzen in Brasilien und der Türkei gravierend gewesen waren, hatten die Ereignisse in diesen Ländern kaum direkte Auswirkungen auf andere aufstrebende Volkswirtschaften. Während der Verkaufswelle in Brasilien und der Türkei differenzierten die Anleger etwas weniger stark nach der Bonität der Schuldner, doch schienen die Renditenaufschläge auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften 2002 weniger eng korreliert zu sein als in früheren Finanzkrisen.

Der bedeutendste Kanal für die Übertragung von Ansteckungseffekten war im Berichtszeitraum die sich wandelnde Risikobereitschaft der globalen Anleger. Die Neubewertung des Kreditrisikos nach der Bilanzkorrektur von WorldCom im Juni 2002 führte dazu, dass sich die Zinsaufschläge für viele Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften ausweiteten. Erstaunlicherweise haben sich die Risikoprämien in den aufstrebenden Volkswirtschaften während der letzten Jahre sogar überall in enger Anlehnung an die Zinsaufschläge auf hoch rentierende US-Schuldtitel entwickelt, obwohl die wirtschaftlichen Fundamentaldaten ganz andere waren (Grafik VI.13).

Stark verschuldete Länder verloren Mitte 2002 effektiv den Zugang zum internationalen Markt für Schuldtitel, aber selbst Schuldner mit „investment grade“ wie Mexiko und Polen verzeichneten höhere Renditenaufschläge auf ihre Staatsanleihen. Dennoch blieben für diese Kreditnehmer die Konditionen für die Mittelaufnahme relativ günstig, da die höheren Aufschläge durch niedrigere US-Dollar- und Euro-Renditen ausgeglichen wurden. Auf „investment grade“-Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften entfielen 2002 59% der Bruttokreditaufnahme an den internationalen Anleihe- und Kreditmärkten, verglichen mit 47% im Jahr 2001.

Die allgemeine Verbesserung der Kreditbedingungen Ende 2002 und Anfang 2003 verschaffte den Schuldnern mit niedrigerem Rating wieder Zugang zum internationalen Markt für Schuldtitel. Die geringen Renditen von sicheren und liquiden US-Dollar-Instrumenten machten Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften für die Anleger sogar besonders attraktiv. Die Anlagen bei auf Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften spezialisierten Investmentfonds erreichten Anfang 2003 neue Rekorde, und mehrere stark verschuldete Länder erlebten einen Ansturm von Anlegern auf der Suche nach höheren Renditen. Diese Länder hatten schwierig umzusetzende Maßnahmen

Lokale  
Entwicklungen im  
Schatten globaler  
Risikoscheu

Zaghafte  
Verbesserung des  
Marktzugangs  
Anfang 2003

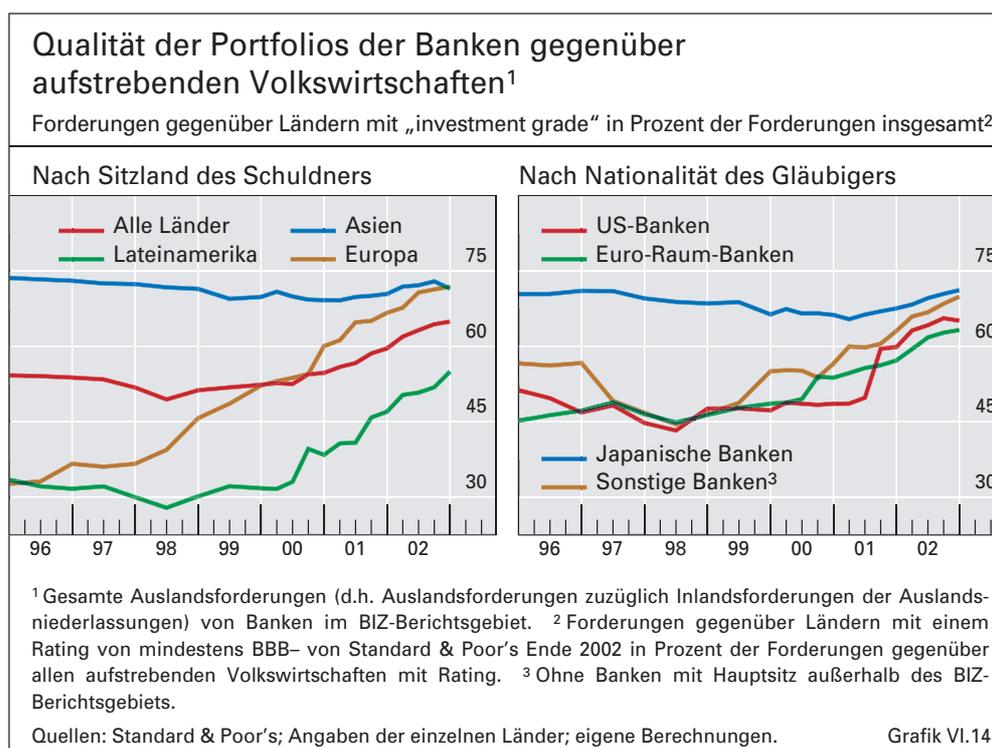
ergriffen, um ihre außenwirtschaftliche Position zu verbessern. Ihr Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten blieb jedoch unsicher und war vor allem auch abhängig von laufenden Verbesserungen in der Wirtschaftspolitik, stabilen makroökonomischen Rahmenbedingungen und der Auszahlung zugesagter Mittel.

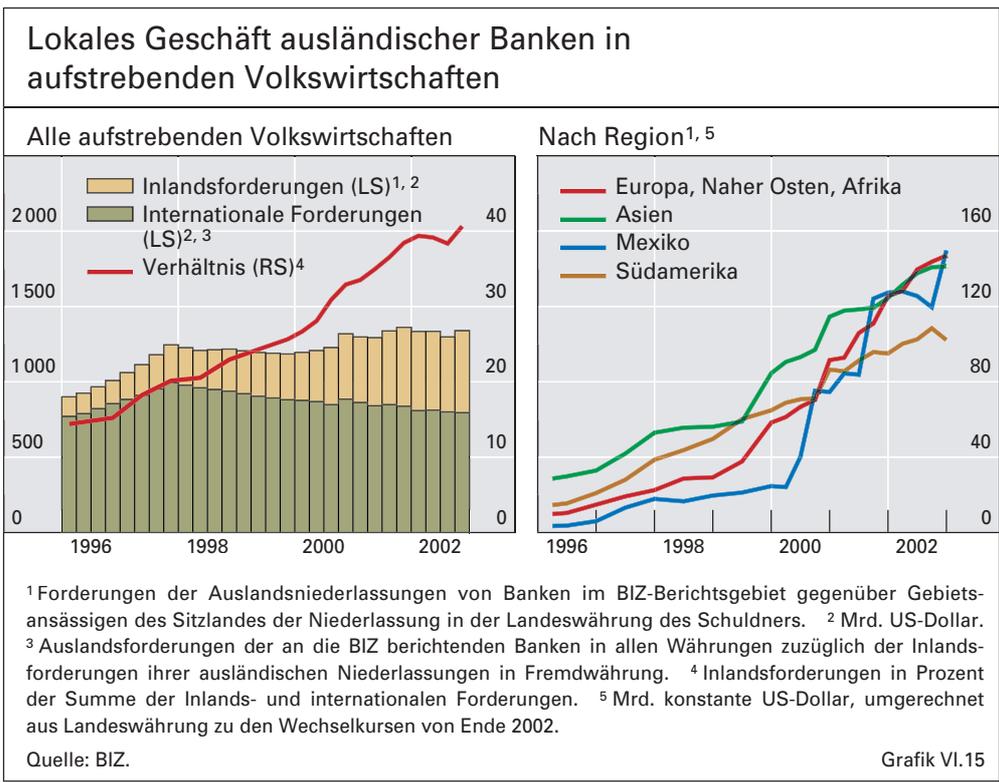
*Banken wenden sich Kreditnehmern höherer Bonität zu*

Die Verschiebungen innerhalb der Bankportfolios gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften veranschaulichen, in welchem Ausmaß Schuldner geringerer Bonität 2002 den Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten verloren. Forderungen gegenüber Ländern mit „investment grade“ hatten Ende 2001 noch 60% der gesamten Auslandsforderungen der Banken an aufstrebende Volkswirtschaften ausgemacht; Ende 2002 waren es 65% (Grafik VI.14). Hauptverantwortlich für diesen Anstieg war die reduzierte Vergabe von Krediten an Brasilien und andere südamerikanische Länder. Auch in den übrigen Regionen gab es zum Teil eine Verlagerung zugunsten von Schuldnern mit höherem Rating, und sie zog sich quer durch die unterschiedlichen Bankensysteme. Asiatische, europäische und nordamerikanische Banken reduzierten allesamt ihre Kredite an Schuldner ohne „investment grade“.

Diesem Rückgang internationaler Bankkredite an Schuldner geringerer Bonität stand keine Ausweitung der Kreditvergabe an kreditwürdigere Schuldner gegenüber. Insgesamt gingen die Auslandsforderungen der Banken gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften bereits im fünften Jahr in Folge zurück. Allerdings profitierten einige Regionen doch von neuen Auslandskrediten, insbesondere die EU-B Beitrittsländer. In anderen Regionen – vor allem in Asien – blieb die Nachfrage nach ausländischen Krediten schwach.

Weniger internationale Bankkredite an Schuldner mit niedrigerem Rating ...





Gleichzeitig verstärkten die Banken ihre Präsenz vor Ort weiter. Die Erfahrungen in Argentinien hatten Fragen nach den zukünftigen Aktivitäten ausländischer Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften aufgeworfen, u.a. nach ihrer Bereitschaft zu lokal refinanzierten Geschäften. Ab Mitte der neunziger Jahre hatten die ausländischen Banken ihre Aktivitäten vor Ort erheblich ausgebaut, und Ende 2001 machten die lokalen Forderungen in Landeswährung 38% der Gesamtforderungen von Banken an aufstrebende Volkswirtschaften aus (Grafik VI.15). Nach der Argentinien-Krise reduzierten einige Banken zwar ihre Geschäfte in Südamerika, was jedoch durch die Zunahme der lokalen Aktivitäten in Mexiko, Mittel- und Osteuropa sowie Ostasien mehr als ausgeglichen wurde. Entsprechend erhöhten sich die lokalen Forderungen weiter und machten Ende 2002 41% der gesamten Bankforderungen gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften aus.

... aber weiterer Ausbau des lokalen Kreditgeschäfts

### Ungewöhnliche Entwicklung der Preise für Wohneigentum

Die Aktienmärkte liefern wichtige Hinweise auf die zukünftige Entwicklung der Preise für Wohneigentum. Aktienbestände und Wohneigentum sind in den entwickelten Ländern die beiden wichtigsten Bestandteile des Vermögens der privaten Haushalte, und über lange Zeiträume entwickeln sich die entsprechenden Preise zumeist ähnlich. Eine der auffälligsten Gesetzmäßigkeiten in den vergangenen 30 Jahren war denn auch, dass auf einen Höchststand an den Aktienmärkten in vielen entwickelten Ländern tendenziell ein Höchststand am Markt für Wohnimmobilien folgte. Da im aktuellen Konjunkturzyklus kein Inflationsdruck bestand und die Zinssätze nach den jüngsten Höchstständen an den Aktienmärkten entsprechend zurückgingen, hat sich diese

Beziehung zwischen Aktienkursen und Preisen für Wohneigentum offenbar verändert.

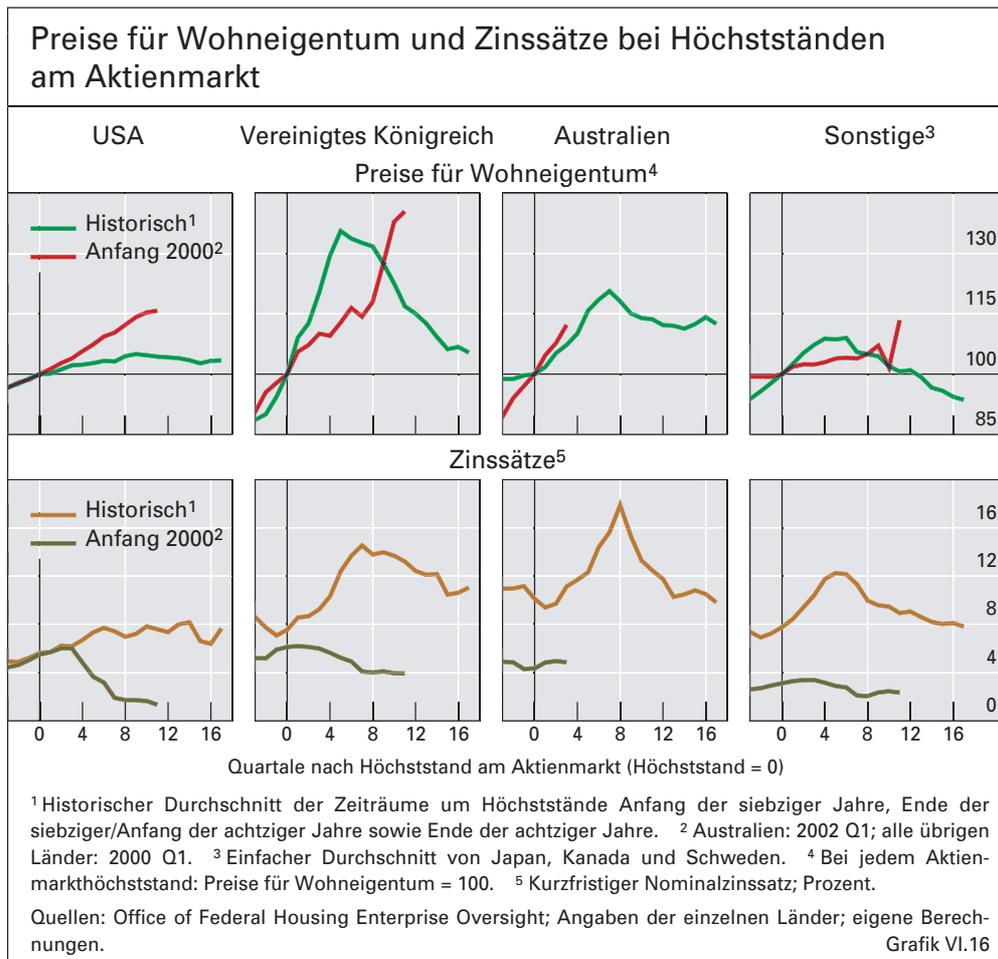
Anstieg der Preise für Wohneigentum trotz Einbruch der Aktienmärkte ...

Drei Jahre nach dem Beginn des Einbruchs der Aktienmärkte stiegen die Preise für Wohneigentum in vielen Ländern noch immer. In den fünf Jahren bis Ende 2002 erhöhten sie sich im Vereinigten Königreich, in Australien, Spanien, den Niederlanden und Irland um mindestens 50% und in den USA, Belgien und den nordischen Ländern um mehr als 20%. Ende 2002 betrug der inflationsbereinigte Anstieg der Preise für Wohneigentum gegenüber dem Vorjahr im Vereinigten Königreich 23%, in Australien 16% und in den USA 5%. Auch in Kanada, Dänemark, Italien, Schweden und Spanien legten die Preise weiter zu. Gleichzeitig wuchs die Verschuldung der privaten Haushalte im Allgemeinen rasch (Kapitel II).

Ende 2002 und Anfang 2003 gab es erste Anzeichen dafür, dass der Markt für Wohnimmobilien an Dynamik verlor und vielleicht in einigen Ländern sogar den Höhepunkt des Booms erreicht hatte. In Australien war die Wachstumsrate der Zahl der versteigerten und verkauften Häuser und Wohnungen in Sydney seit Juni 2002 rückläufig. Zudem pendelte sich die vierteljährliche Wachstumsrate der Preise für Wohneigentum in den letzten drei Quartalen 2002 bei etwa 3–4% ein, nachdem sie im dritten Quartal 2001 mit 5% einen Höchstwert erreicht hatte. Ende 2002 verlangsamte sich der Anstieg der Preise für Wohneigentum auch in Spanien; in den Niederlanden sanken die Preise sogar. Im Vereinigten Königreich überschritten die Verkäufe von Wohnimmobilien im dritten Quartal 2002 ihren Höhepunkt, und die vierteljährliche Wachstumsrate der Preise für Wohneigentum fiel von 8,2% im dritten auf knapp 2% im vierten Quartal 2002. Auch im teureren Segment des Immobilienmarktes im Vereinigten Königreich gingen die Preise im Laufe des letzten Jahres deutlich zurück. In den USA war die Entwicklung weniger eindeutig. Im vierten Quartal 2002 war der geringste vierteljährliche Anstieg der Preise für Wohneigentum seit 1997 zu verzeichnen, und die Zahl der neu erteilten Baugenehmigungen für Privathäuser und -wohnungen sank zwischen Februar und März 2003 um 7%. Die Verkaufszahlen für neue Häuser und Wohnungen stiegen jedoch im März 2003 nach einem Rückgang in den beiden Vormonaten erneut, und die Hypothekenzinsen blieben nahezu auf dem niedrigsten Stand seit 40 Jahren.

... als möglicher Hinweis auf überdurchschnittlich lange Zeitspanne zwischen zwei Höchstständen

Selbst wenn die Preise für Wohneigentum demnächst tatsächlich ihren Höhepunkt erreichen, wäre die Zeitspanne zwischen einem Höchststand am Aktienmarkt und einem Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum historisch gesehen überdurchschnittlich lang. Wie Grafik VI.16 zeigt, folgen Höchststände bei den Preisen für Wohneigentum im langfristigen Vergleich mit einer Verzögerung von etwa 2½ Jahren auf Höchststände am Aktienmarkt. In einer Stichprobe von 11 entwickelten Ländern (Australien, Dänemark, Italien, Japan, Kanada, Niederlande, Norwegen, Schweden, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich) gab es von 1970 bis Ende 2002 35 Höchststände am Aktienmarkt und 28 Höchststände bei den Preisen für Wohneigentum. Von 1972 bis 1976 verzeichneten alle 11 Länder mindestens einen Höchststand am Aktienmarkt und 9 Länder außerdem einen Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum. Von 1986 bis 1990 gab es wiederum in 9 Ländern einen



Höchststand am Aktienmarkt, auf den in 8 Ländern kurz darauf ein Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum folgte. Statistisch lag die Wahrscheinlichkeit, dass in einem beliebigen Jahr des Stichprobenzeitraums ein Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum eintreten würde, bei 8%. Diese Wahrscheinlichkeit erhöhte sich jedoch auf 30% im Jahr nach einem Höchststand am Aktienmarkt und auf 70% in den drei Jahren nach dem Höchststand.

Die anhaltend hohen Preise für Wohneigentum scheinen mit dem Rückgang der Zinssätze zusammenzuhängen. Der Inflationsdruck war im jüngsten Zyklus insgesamt weniger bedeutend als in den vorangegangenen Zyklen. Dies verschaffte den Währungsbehörden zusätzlichen Spielraum, und sie konnten die Leitzinsen senken (Kapitel IV). Wie Grafik VI.16 zeigt, waren die kurzfristigen Zinssätze in den früheren Zyklen innerhalb von zwei Jahren nach einem Höchststand der Aktienkurse im Allgemeinen gestiegen, weil die Währungsbehörden auf den Inflationsdruck reagierten. Im gegenwärtigen Zyklus dagegen gingen sie nach dem Einbruch der Aktienmärkte im Jahr 2000 in vielen Ländern deutlich zurück. In den USA beispielsweise fielen die nominalen kurzfristigen Zinssätze im Zeitraum von Mitte 2000 bis Mitte 2002 von 5,6% auf 1,7%, im Vereinigten Königreich von 6,1% auf 4,1% und in Kanada von 5,9% auf 2,6%. Häuser und Wohnungen sind langlebige Vermögenswerte, und daher trugen diese niedrigeren Zinssätze ungeachtet

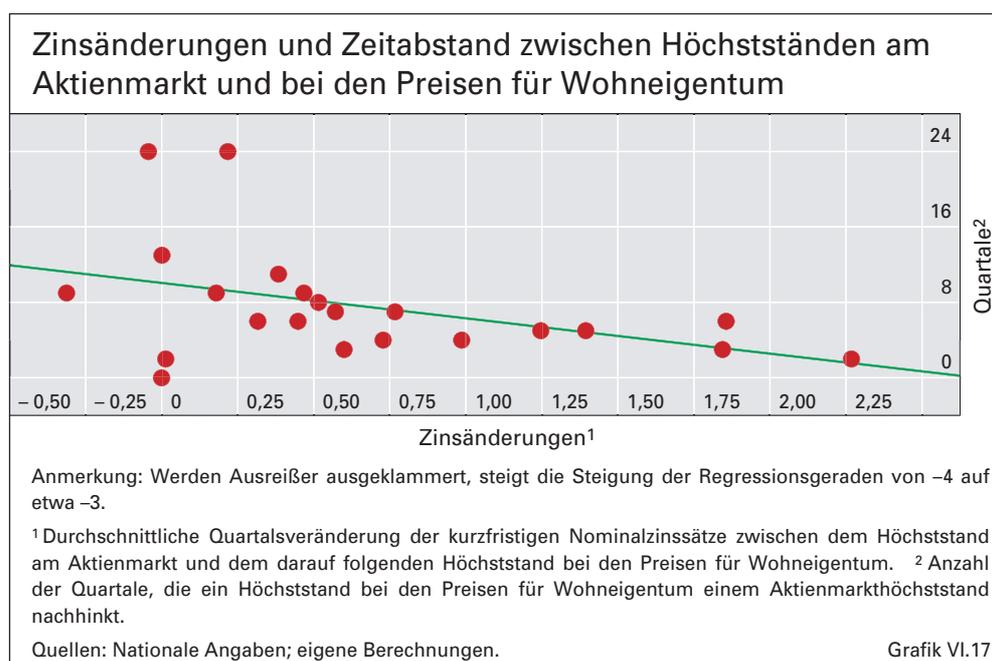
Längere Zeitspanne zwischen zwei Höchstständen im gegenwärtigen Zyklus ...

des Einbruchs der Aktienkurse zur Stützung der Preise für Wohneigentum bei.

... vor allem  
aufgrund fallender  
nominaler  
Zinssätze

Daten aus den vorangegangenen Zyklen unterstützen diese These. Eine ökonometrische Analyse der historischen Erfahrungen zeigt, dass Zinsänderungen einen signifikanten Einfluss darauf haben, mit welchem zeitlichen Abstand ein Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum auf einen Höchststand am Aktienmarkt folgt. In einer Stichprobe von 22 Paaren von Höchstständen am Aktienmarkt bzw. bei den Preisen für Wohneigentum im Zeitraum 1970–1999 betrug dieser zeitliche Abstand im Durchschnitt etwa neun Quartale. Ein durchschnittlicher vierteljährlicher Rückgang der kurzfristigen Zinssätze um 25 Basispunkte nach einem Höchststand am Aktienmarkt hätte jedoch den darauf folgenden Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum um etwa ein Quartal verzögert (Grafik VI.17). Auf dieser Basis hätte die von Mitte 2000 bis Mitte 2002 erfolgte Rücknahme der Leitzinsen in den USA um 475 Basispunkte den zeitlichen Abstand zwischen dem Höchststand am Aktienmarkt und dem Höchststand bei den Preisen für Wohneigentum durchschnittlich also um gut zwei Quartale verlängert.

Institutionelle Faktoren dürften den Einfluss der Zinssätze auf die Preise für Wohneigentum in den einzelnen Ländern mitbestimmt haben. Zum Beispiel ist der für Hypothekenkredite maßgebliche Zinssatz von Land zu Land verschieden. Insbesondere im Vereinigten Königreich und in Australien basieren die Hypothekenkredite hauptsächlich auf den 3-Monats-Zinssätzen und in Kanada auf den Zinsen für Kredite von einem Jahr oder darunter. Daher reagieren die Preise für Wohneigentum in diesen Ländern im Allgemeinen stärker auf Veränderungen der kurzfristigen Zinsen. In Deutschland, Japan, Schweden, den USA und insbesondere den Niederlanden sind die Hypothekenkredite dagegen mehrheitlich an die langfristigen Zinsen gebunden. Für die Hypothekenkredite in den USA gilt außerdem die Besonderheit, dass sie gegen einen geringen Aufschlag refinanziert werden können, was den



Hypothekarschuldnern eine wertvolle Option verschafft und die Preise für Wohneigentum sowohl auf die Volatilität als auch auf das Niveau der langfristigen Zinssätze reagieren lässt; die Refinanzierung an sich ist dank technischer Innovationen bei der Bearbeitung von Hypothekenkrediten, die kürzlich von den US-Wohnbaufinanzierungsgesellschaften Fannie Mae und Freddie Mac eingeführt wurden, einfacher und kostengünstiger geworden. Unter ansonsten gleichen Bedingungen hätte der drastische Rückgang der kurzfristigen Zinsen im Jahr 2001 in Ländern, in denen die Hypothekenkredite an kurzfristige Zinsen gebunden sind, vergleichsweise stärkere Auswirkungen auf die Preise für Wohneigentum gehabt. Dagegen hätte die Abflachung der Renditenstrukturkurve im Jahr 2002 in Ländern, in denen die langfristigen Zinsen für die Hypothekenkredite maßgeblich sind, einen größeren Einfluss gehabt.