

## VI. Finanzmärkte

### Schwerpunkte

Die globalen Finanzmärkte waren im Jahr 2003 durch die wiedererwachte Risikobereitschaft der Anleger geprägt. An den Aktienmärkten löste diese eine kräftige Erholung aus, noch ehe sich positive Nachrichten über Unternehmensgewinne und die weltwirtschaftliche Entwicklung zu verbreiten begannen. An den Märkten für Unternehmensanleihen und Staatsschuldtitel gingen die Zinsaufschläge fast auf historische Tiefstände zurück, da die Anleger weiterhin nach Renditen strebten, die höher waren als die außergewöhnlich tiefen Renditen an den Märkten für risikoärmere Staatsanleihen. Angesichts der besseren wirtschaftlichen Fundamentaldaten war ein gewisser Anstieg der Preise von Vermögenswerten durchaus gerechtfertigt, doch gegen Ende des Berichtszeitraums schienen auch relativ niedrige Risikoprämien die Marktbewertungen zu stützen. Einem möglichen Eintreten nachteiliger Ereignisse schienen die Anleger zunehmend weniger Beachtung zu schenken.

Während eines Großteils des Berichtszeitraums fiel es den Anleiheanlegern schwer, zu einer sicheren Einschätzung über die Auswirkungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auf die Geldpolitik zu gelangen. Diese Unsicherheit schlug sich deutlich in den langfristigen Renditen nieder, die im Normalfall der zuverlässigste Vorlaufindikator für die gesamtwirtschaftlichen Aussichten sind. Die Anleiherenditen schlugen mehrmals heftig aus, was eher veränderten Erwartungen als Anpassungen der von den Anlegern verlangten Laufzeitprämien zuzuschreiben war. In den USA und Japan waren die Renditenausschläge besonders ausgeprägt, während sie im Euro-Raum moderater ausfielen.

An den Aktien- und Kreditmärkten ließen sich die Anleger durch vermutete Kursänderungen der Geldpolitik fast während des ganzen Jahres 2003 nicht aus der Ruhe bringen. Anfang 2004 schien der Eindruck eines Kurswechsels der Federal Reserve jedoch zu einem wichtigen Einflussfaktor für die Risikobereitschaft zu werden. Im April und Mai vergrößerten sich die Aussichten auf eine Leitzinserhöhung angesichts der plötzlichen Dynamik in den US-Arbeitsmarktdaten und der Änderung im Sprachgebrauch der Federal Reserve hinsichtlich der geldpolitischen Akkommodierung. Als daraufhin die Staatsanleiherenditen stiegen, waren diesmal Rückgänge an den Aktienmärkten und an den Märkten aufstrebender Volkswirtschaften die Folge, worin die Anfälligkeit der derzeitigen Bewertungen gegenüber einer nachlassenden Risikobereitschaft zum Ausdruck kam.

### Renditenstrukturkurven und Geldpolitik

Fast das ganze Jahr 2003 und bis ins Jahr 2004 hinein verzeichneten die Märkte für Staatsanleihen eine eigenständige, von anderen Finanzmärkten

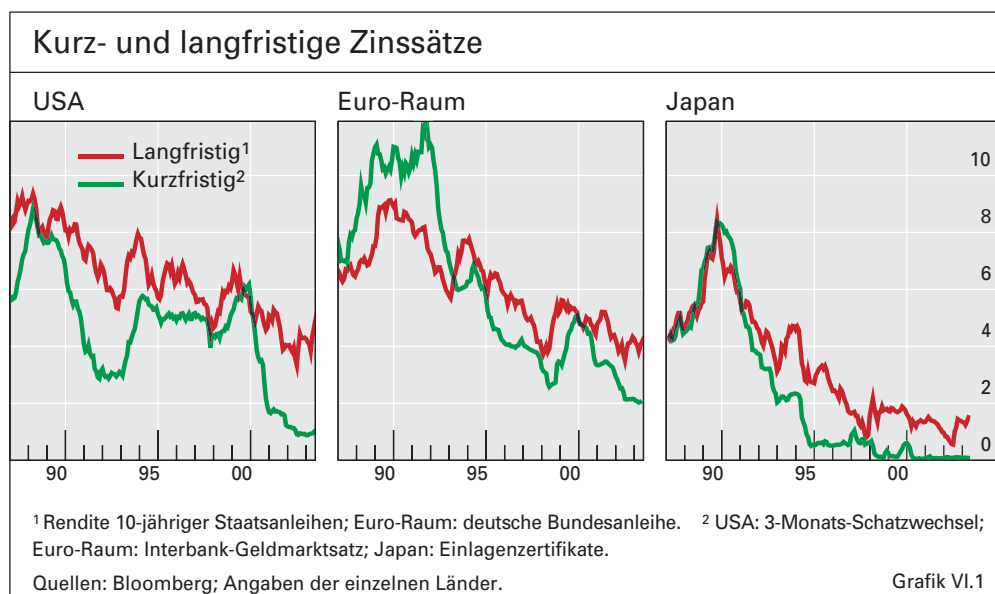
Renditenstrukturkurven:  
 uneinheitliche  
 Signale zu  
 wirtschaftlichen  
 Aussichten

losgelöste Entwicklung. Während die Anleger an den Aktien- und Kreditmärkten die wirtschaftlichen Aussichten durchaus optimistisch beurteilten, bestätigten die Bewegungen der Renditenstrukturkurven diese Sicht nicht immer. Zu Beginn des Berichtszeitraums überschätzten die Marktteilnehmer anscheinend die Deflationsbedenken der US-Notenbank und deren Bereitschaft, zu unkonventionellen geldpolitischen Instrumenten zu greifen. Die abrupte weltweite Verkaufswelle im Sommer war offenbar hauptsächlich einer starken Korrektur dieser Markterwartungen zuzuschreiben und nicht einer sprunghaften Verbesserung der wirtschaftlichen Aussichten selbst. Technische Faktoren im Zusammenhang mit Absicherungsgeschäften für hypothekarisch unterlegte Wertpapiere und anderen Methoden des quantitativen Risikomanagements verstärkten die Volatilität noch. Gegen Ende 2003 und Anfang 2004 gaben die Renditen dann trotz Aufwärtskorrekturen der Wachstumsprognosen nach, da die Ungewissheit darüber, wie rasch in den USA neue Arbeitsplätze geschaffen würden, die Erwartungen bezüglich der künftigen Leitzinssätze entscheidend beeinflusste. Im April und Mai 2004 zogen die Renditen stark an, als die Marktteilnehmer angesichts einer plötzlichen Dynamik der US-Arbeitsmarktdaten sowie aufgrund von Signalen der Federal Reserve damit rechneten, dass die Leitzinsen in den USA wesentlich früher als erwartet zu steigen beginnen würden.

#### Renditenstrukturkurven und Erwartungen

Längerfristige  
 Zinssätze  
 ungewöhnlich  
 volatil ...

Die Renditenstrukturkurven im Euro-Raum, in Japan und in den USA waren durch ein niedriges Zinsniveau, eine starke Steigung zwischen kurzen und langen Laufzeiten und eine hohe Volatilität bei den längeren Laufzeiten geprägt (Grafik VI.1). Die Hauptursachen des tiefen Gesamtniveaus der Kurven waren die Leitzinsen als Pull-Faktor im kurzfristigen Bereich und die Erwartung, dass diese einstweilen relativ niedrig bleiben würden. Analog dazu ließ sich die starke Steigung darauf zurückführen, dass derart niedrige Zinssätze irgendwann beträchtlich steigen müssten, allein um wieder ein normales Niveau zu

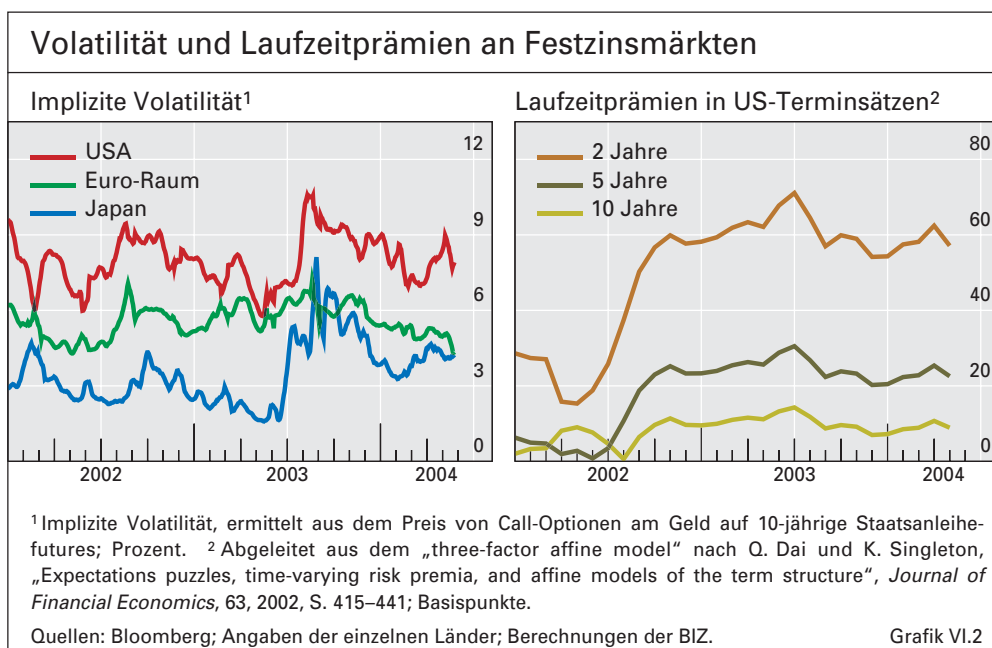


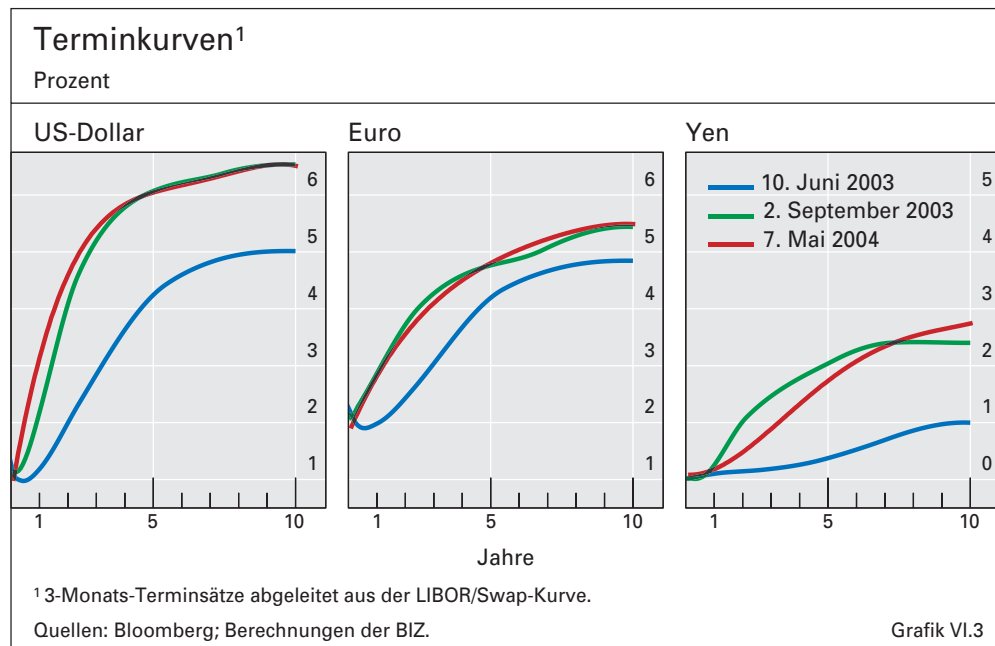
erreichen. Am auffälligsten war angesichts der relativ stabilen Leitzinsen die Volatilität der längerfristigen Renditen, insbesondere nach den letzten Leitzinssenkungen durch die EZB und die Federal Reserve im Juni 2003 (Kapitel II). Die außerordentlich niedrigen Leitzinsen weckten offenbar ungewöhnlich große Unsicherheit über die damit verbundenen wirtschaftlichen Folgen und somit die künftigen Zinssätze.

An Märkten, an denen die Zentralbank den kurzfristigen Zinssatz kontrolliert, richten sich die Renditen von Staatspapieren mit mittleren Laufzeiten tendenziell in erster Linie nach der Einschätzung der Marktteilnehmer bezüglich des geldpolitischen Kurses. Diese stützt sich auf die makroökonomischen Rahmenbedingungen und die wahrscheinliche Reaktion der Währungsbehörden und führt ihrerseits zu Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze sowie – da diese Erwartungen mit Unsicherheit behaftet sind – zu Laufzeitprämien. Die Renditenstrukturkurven implizieren zu einem gegebenen Zeitpunkt Terminkurven, die einen hypothetischen Pfad der kurzfristigen Zinssätze im Zeitverlauf darstellen, wobei die Laufzeitprämien zur Folge haben, dass diese hypothetische Entwicklung und die tatsächliche, von den Marktteilnehmern erwartete Entwicklung dieser Sätze nicht deckungsgleich sind.

Im Vergleich zu den Erfahrungen der letzten Jahre waren die US-Laufzeitprämien im Berichtszeitraum hoch, blieben jedoch zumeist stabil (Grafik VI.2). Anhand eines 3-Faktoren-Modells für Renditenstrukturkurven geschätzt, waren diese Prämien nahe der 2-Jahres-Laufzeit am höchsten. Dies lässt darauf schließen, dass die Marktteilnehmer die Hauptrisiken nicht allein bei den Leitzinssätzen in den nächsten Monaten sahen, sondern bei deren Entwicklung über einen Zeithorizont von mindestens zwei Jahren. Die geschätzte Laufzeitprämie für den 2-Jahres-Terminsatz blieb stabil bei rund 60 Basispunkten, etwa dem Dreifachen des Durchschnitts im Zeitraum 1988–2002.

... trotz stabiler Laufzeitprämien





Renditenausschläge  
aufgrund  
veränderter  
Erwartungen

Trotz der Stabilität der geschätzten Laufzeitprämien schwankten die Terminkurven während des Berichtszeitraums erheblich, tendenziell am stärksten in den USA und in Japan. Die Kurve im Euro-Raum folgte zwar in der Regel der US-Kurve, blieb dabei aber verhaltener (Grafik VI.3). Diese Bewegungen und die mit ihnen verbundene Volatilität schienen weitgehend veränderte Zinserwartungen widerzuspiegeln. Anfang Juni 2003, als die Kurven am flachsten waren, lag der 3-Monats-Terminsatz für den Zeithorizont von zwei Jahren in den USA bei etwa 2%. Bereinigt um die geschätzte Laufzeitprämie deutete dies auf die Erwartung hin, dass die Leitzinsen innerhalb von zwei Jahren um weniger als 25 Basispunkte steigen würden. Im Mai 2004 war der 2-Jahres-Terminsatz auf rund 4,6% gestiegen – ein Zeichen dafür, dass eine Anhebung der Leitzinsen um über 250 Basispunkte erwartet wurde. Bei einem Zeithorizont von 10 Jahren ließen die Schwankungen der US-Sätze eine beträchtliche Volatilität in der Beurteilung des Inflationsziels der Federal Reserve durch die Marktteilnehmer erkennen. Entsprechend schien der steile Anstieg der japanischen Terminalsätze auf zunehmenden Optimismus hinsichtlich einer Erholung von der Deflation hinzudeuten.

#### *Die Verkaufswelle im Sommer*

Die Verkaufswelle  
im Sommer – ein  
globales Ereignis ...

Im Sommer 2003 erlebten die Anleihemärkte weltweit eine der größten Verkaufswellen der jüngeren Geschichte. Von einem Tiefstand von 3,1% Mitte Juni schnellten die Renditen 10-jähriger US-Schatzpapiere bis Ende Juli auf über 4,4% empor. Dieser Anstieg – seit 1994 der steilste in so kurzer Zeit – verlief an allen wichtigen Märkten weitgehend synchron: Im selben Zeitraum stiegen die Renditen 10-jähriger japanischer Staatsanleihen um 50 Basispunkte auf über 0,9% und die deutscher Bundesanleihen um 70 Basispunkte auf 4,2%. In den größten Volkswirtschaften stiegen auch die Swapsätze deutlich an und erreichten Anfang September ihren Höchststand (Grafik VI.3). Da die Geldmarktsätze in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen auf

niedrigem Niveau verankert waren, wurden die Renditenstrukturkurven markant steiler.

In den ersten Wochen der Verkaufswelle war offenbar der japanische Markt die treibende Kraft. Eine wenig erfolgreiche Auktion von japanischen Staatsanleihen Mitte Juni führte Meldungen zufolge zu Gewinnmitnahmen japanischer Banken und Verkäufen durch Hedge-Fonds. Die dadurch verursachte Zunahme der Volatilität (Grafik VI.2) veranlasste inländische Anleger, die mehr oder weniger mechanisch quantitative Risikomanagement-Verfahren wie z.B. Value-at-Risk-Modelle einsetzten, sich aktiv um eine Verringerung ihres Zinsänderungsrisikos zu bemühen und Positionen aufzulösen, was seinerseits die Preisdynamik an den Märkten für japanische Staatsanleihen wie auch an den Yen-Swapmärkten verstärkte.

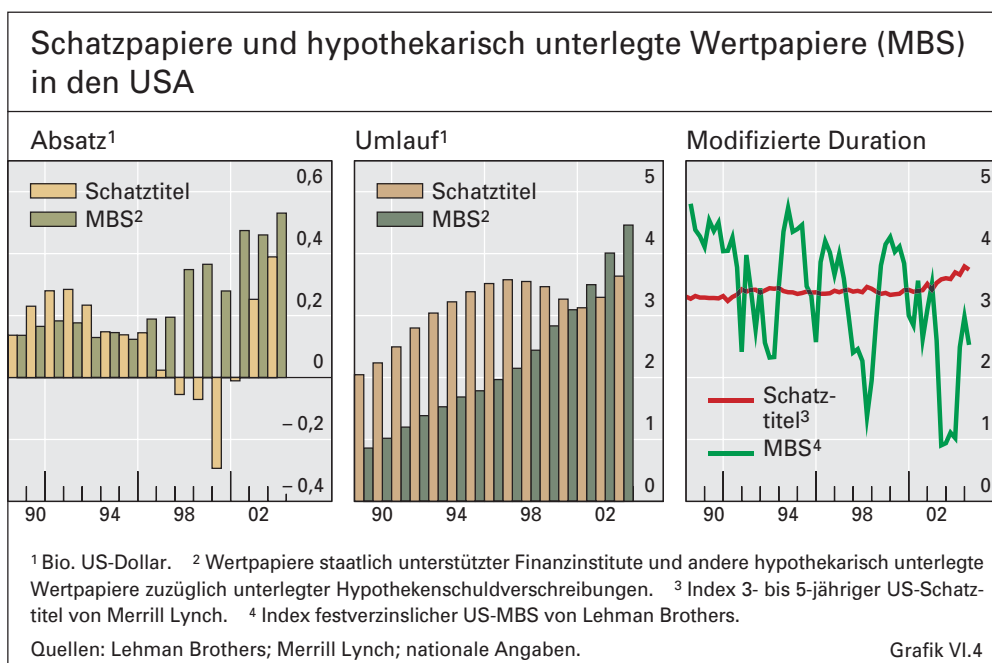
... verschärft durch Risikomanagement ...

Meldungen zur US-Geldpolitik trugen entscheidend dazu bei, dass die sommerliche Verkaufswelle anhielt und eine solche Dynamik aufwies. Sowohl der Ende Juni veröffentlichte Beschluss der Federal Reserve, ihren Zielsatz weniger als erwartet zu senken, als auch der geldpolitische Bericht ihres Vorsitzenden vor dem Kongress Mitte Juli lösten unverhältnismäßige Erhöhungen der langfristigen Zinssätze aus. Mit diesen Ereignissen veränderten sich die Erwartungen der Märkte, dass die US-Notenbank zu unkonventionellen Mitteln greifen würde, um das Risiko einer Deflation abzuwenden. Insbesondere galt es nun als weniger wahrscheinlich, dass die Federal Reserve US-Schatztitel ankaufen würde, um die langfristigen Zinsen tief zu halten; nach der Mai-Sitzung der Notenbank war die Wahrscheinlichkeit eines solchen Schritts als hoch eingeschätzt worden, was dem US-Schatzpapiermarkt Auftrieb gegeben hatte.

... veränderte Erwartungen ...

Absicherungsgeschäfte für hypothekarisch unterlegte Wertpapiere („mortgage-backed securities“, MBS) verstärkten den Anstieg der Renditen von US-Schatzanleihen. Aufgrund der Tilgungsoption der MBS führen

... und MBS-Absicherungen



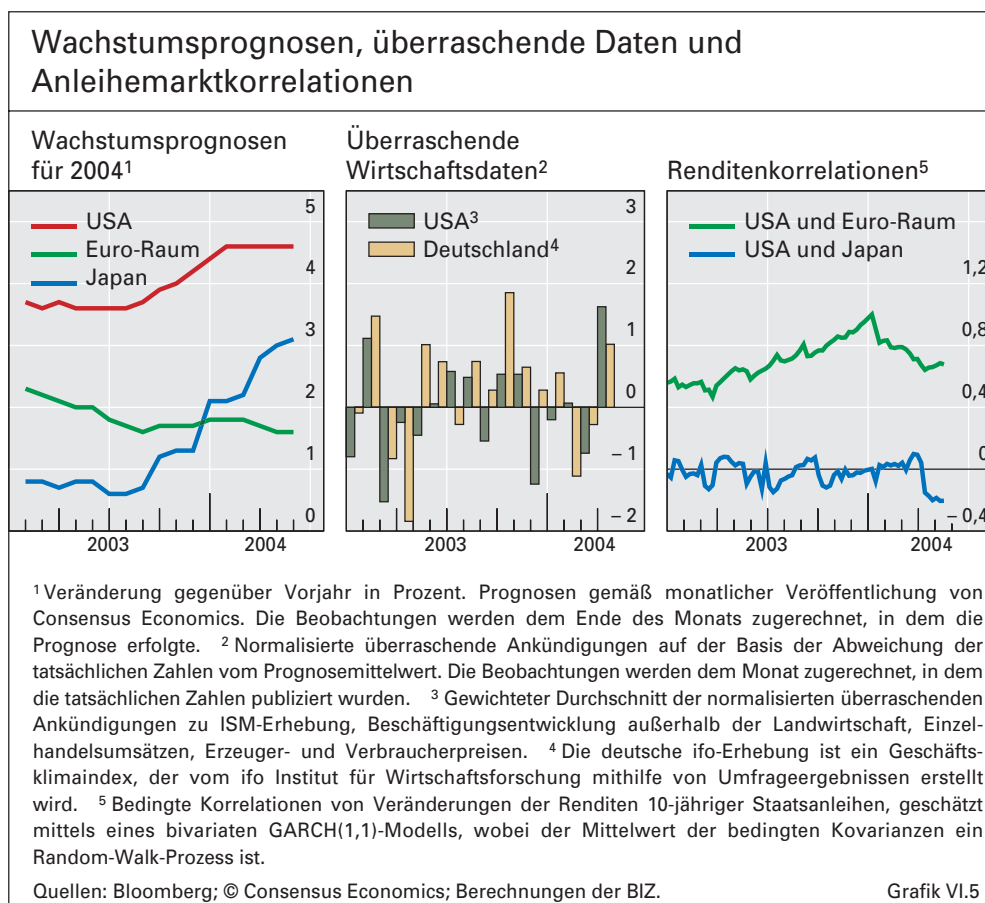
Zinssatzänderungen hier zu weit größeren Durationsschwankungen als bei den meisten anderen festverzinslichen Instrumenten. Tatsächlich stiegen die Messzahlen für die Duration des MBS-Index im Sommer 2003 drastisch an, ähnlich wie in den Jahren 1994 und 1999 (Grafik VI.4). Anleger, die sich gegen MBS-Risiken absichern wollten, mussten deshalb andere festverzinsliche Instrumente mit längeren Laufzeiten veräußern oder Short-Positionen in ihnen eingehen, und dies setzte die Marktzinsen unter zusätzlichen Aufwärtsdruck.

Offenbar hatten Absicherungsgeschäfte im Berichtszeitraum weitere reichende Auswirkungen auf die Kassamarktrenditen als in früheren Episoden. Ein Grund hierfür ist, dass der MBS-Markt in den USA sowohl relativ als auch absolut gesehen beträchtlich gewachsen ist. Er ist doppelt so groß wie noch 1995 und inzwischen der größte Festzinsmarkt der Welt: Ende Dezember 2003 betrug der MBS-Umlauf in den USA insgesamt nicht weniger als \$ 4,5 Bio., verglichen mit einem Schatzpapierumlauf von \$ 3,6 Bio. (Grafik VI.4).

#### Wandel der Korrelationen zwischen Anleihemärkten

Von Oktober 2003 bis März 2004 stabilisierten sich die Renditen in den drei wichtigsten Wirtschaftsräumen weitgehend auf etwas niedrigerem Niveau. Im Euro-Raum und in den USA bewegten sich die langfristigen Renditen in dieser Zeit trotz der Divergenzen bei den Wachstumsaussichten und jeweils unterschiedlicher Überraschungen bei den Wirtschaftsindikatoren meist im Gleichschritt. Bis ins Frühjahr 2004 hinein erreichten die Korrelationen der

US- und Euro-Raum-Renditen 2003 im Gleichschritt ...



Renditenänderungen außergewöhnlich hohe Werte (Grafik VI.5). Hingegen entsprachen die breiten Trends der Renditen japanischer Staatsanleihen zwar den Trends am US-Markt, doch waren die Korrelationen zwischen den täglichen bzw. wöchentlichen Renditenänderungen in Japan und jenen im Euro-Raum oder in den USA durchgehend eher niedrig.

Während der Verkaufswelle im zweiten Quartal 2004 koppelten sich die Anleihemärkte der USA und des Euro-Raums merklich voneinander ab. Diesmal wurde der Renditenanstieg nicht durch einen Meinungsumschwung hinsichtlich des Einsatzes unkonventioneller Instrumente durch die Federal Reserve ausgelöst, sondern durch positive gesamtwirtschaftliche Daten – ihrer wegen wurde nun früher mit einer Straffung der Geldpolitik gerechnet. Während die US-Renditen kräftig anzogen, stiegen die Renditen im Euro-Raum jedoch nur mäßig. Damit schienen die Marktteilnehmer dem Umstand, dass das Wachstum in Europa hinter dem der USA zurückblieb, nun verspätet Rechnung zu tragen.

... aber  
Abkopplung  
während der  
Verkaufswelle 2004

#### *Aufbau staatlicher Reserven*

Viele Marktteilnehmer waren der Ansicht, dass die Bemühungen asiatischer Staaten, einer Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem Dollar entgegenzuwirken, zugleich auf die Renditen von US-Staatspapieren drückten. Sicher ist, dass die asiatischen Zentralbanken ihren Reservenaufbau im zweiten Halbjahr 2003 beschleunigten und ihn während des gesamten ersten Quartals 2004 fortsetzten (Kapitel V). Da ein großer Teil der asiatischen Währungsreserven in US-Dollar-Instrumenten angelegt ist, wurde allgemein angenommen, dass die Käufe asiatischer Zentralbanken einen neuen und wichtigen Einflussfaktor für die Nachfrage nach US-Schatztiteln darstellten.

Der Umfang der unmittelbaren Preiswirkung dieser neuen Nachfrage war allerdings nicht leicht zu dokumentieren. Eine einfache Regression der wöchentlichen Änderungen der US-Schatztitelrenditen auf die wöchentlichen Veränderungen der von der Federal Reserve Bank of New York verwahrten Währungsreserven für das Jahr bis zum ersten Quartal 2004 legt nur zeitweise eine statistisch signifikante Beziehung nahe, obwohl sich der Reservenaufbau der asiatischen Zentralbanken die ganze Zeit über fortsetzte. Auch die Ergebnisse präziserer Tests über den Renditeneffekt von Meldungen zu asiatischen Käufen sind uneinheitlich. Die jeden Donnerstag erfolgende Bekanntgabe der verwahrten Bestände hat die Schatztitelrenditen anscheinend nicht beeinflusst.

Renditeneffekte des  
Reservenaufbaus in  
Asien unsicher

#### *Beschäftigungsentwicklung außerhalb der Landwirtschaft und Anleiherenditen in den USA*

Ein überraschend verhaltener Arbeitsmarkt in den USA war die Hauptursache des niedrigen Zinsniveaus zu Beginn des Jahres 2004. In dieser Zeit schienen die Marktteilnehmer darauf fixiert, dass im Rahmen der sonst kräftigen konjunkturellen Erholung in den USA kaum neue Arbeitsplätze entstanden. Es setzte sich die Auffassung durch, dass die Federal Reserve die Leitzinsen erst anheben würde, wenn die Erholung auch den Arbeitsmarkt erfasste. In den ersten drei Monaten 2004 brachen jedes Mal, wenn die bekannt gegebenen

Fed offenbar auf  
Arbeitsplätze  
ausgerichtet ...

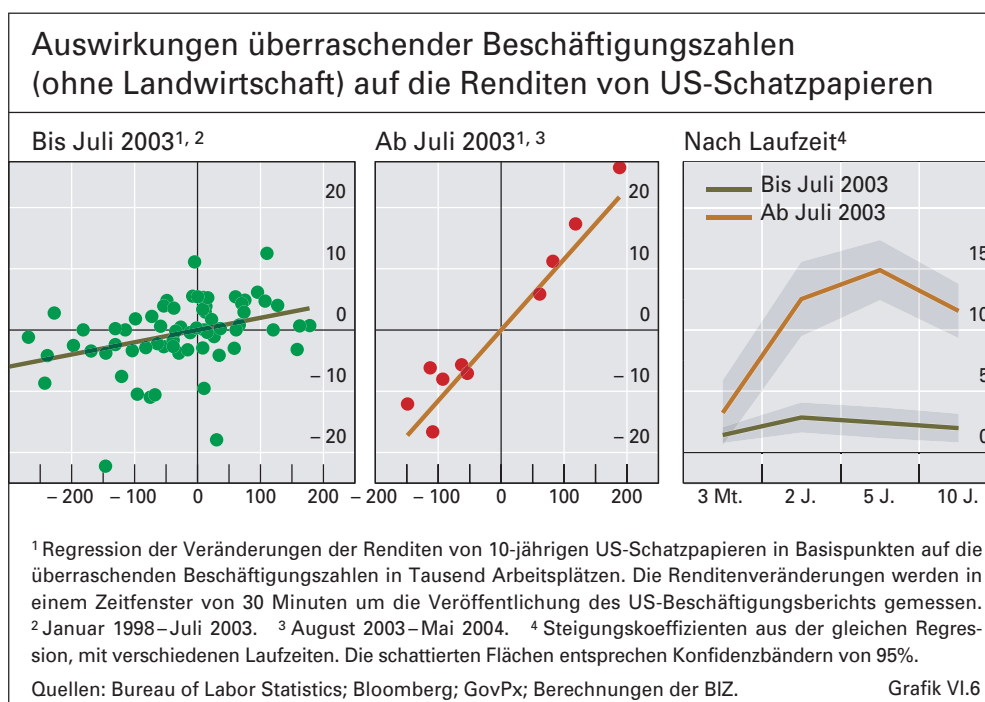


Zahlen über die US-Beschäftigungsentwicklung außerhalb der Landwirtschaft hinter den Erwartungen zurückblieben, die Schatztitelrenditen ein. Umgekehrt schnellte die 10-Jahres-Rendite in den USA sofort um mehr als 20 Basispunkte empor, als im April 2004 mit über 300 000 neuen Arbeitsplätzen in den Wirtschaftszweigen außerhalb der Landwirtschaft ein unerwartet starkes Beschäftigungswachstum gemeldet wurde, und nach der Veröffentlichung weiterer robuster Arbeitsmarktdaten im Mai stiegen die Renditen erneut massiv an und lagen über ihren Höchstständen von 2003.

... daher Reaktion der Anleihemärkte auf monatliche Arbeitsmarktzahlen

Die Renditen auf US-Schatzpapiere werden durch den monatlichen Beschäftigungsbericht seit jeher stärker beeinflusst als durch jede andere regelmäßige Publikation von US-Wirtschaftsdaten, doch seit der Erholung der Anleiherenditen im Sommer 2003 ist ihre Reaktion offenbar noch ausgeprägter. Von Januar 1998 bis Juli 2003 bewirkte eine Abweichung von den erwarteten Beschäftigungszahlen um 100 000 Arbeitsplätze einen durchschnittlichen Publikationseffekt von 2 Basispunkten auf die 5-Jahres-Schatztitelrendite. Seither hat sich der Effekt einer solchen Überraschung jedoch auf durchschnittlich 12 Basispunkte erhöht (Grafik VI.6).

Eine weitere Besonderheit der jüngsten Zeit ist die Tatsache, dass sich überraschende Beschäftigungszahlen am stärksten auf die US-Schatztitel mit 5-jähriger Laufzeit auswirkten und nicht wie zuvor auf die 2-jährigen Titel. Dies könnte daran liegen, dass durch Arbeitsmarktdaten verursachte Zinsschwankungen zu mehr Absicherungsgeschäften für MBS geführt haben dürften, die meist mit längerfristigen Wertpapieren (und Swaps) erfolgen. Eine andere mögliche Erklärung – für die es auch einzelne Belege gibt – ist, dass die starke Steigung der Renditenstrukturkurve die Nachfrage nach längeren Laufzeiten vonseiten eher spekulativer, auf Carry Trades ausgerichteter Anleger verstärkte (zu Handelsstrategien mit festverzinslichen Instrumenten s. Kapitel VII), sodass langfristige Schatztitel gegenüber veränderten





Erwartungen hinsichtlich der kurzfristigen Zinssätze reagibler waren als zuvor.

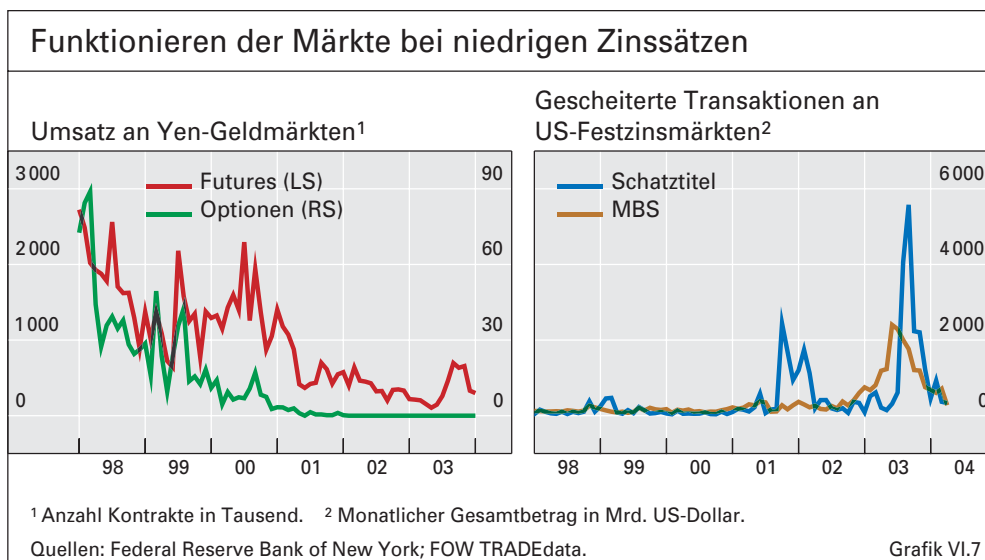
*Funktionieren der Märkte bei niedrigen Zinssätzen*

Rein technisch gingen die niedrigen nominalen Leitzinsen im Berichtszeitraum mit Funktionsstörungen an den Märkten einher. In Japan z.B. stehen die kurzfristigen Yen-Zinssätze bei null, seit die Bank of Japan im März 2001 ihre Geldpolitik der quantitativen Lockerung einleitete. Seither ist der Umsatz von Yen-Geldmarktoptionen und -futures so stark geschrumpft, dass bestimmte Kontrakte und Nebenmärkte praktisch verschwunden sind (Grafik VI.7). Wenn die kurzfristigen Zinssätze schließlich wieder deutlich über null steigen, könnte die Infrastruktur für die Preisbildung an den Yen-Geldmärkten unzureichend sein, und illiquide Märkte dürften die Anpassung der Marktteilnehmer an ein Ende der Nullzinspolitik erschweren.

Schrumpfende Umsätze an Märkten für Yen-Derivate ...

Niedrige Nominalzinsen führten auch an den US-Märkten für festverzinsliche Instrumente zu Funktionsproblemen; dort schnellte die Zahl der gescheiterten (d.h. nicht abgewickelten) Transaktionen im Juli und August 2003 hoch. Die Abwicklung von Geschäften kann aufgrund operativer Schwierigkeiten bei der Lieferung von Wertpapieren scheitern, wie es nach den Ereignissen vom 11. September 2001 der Fall war. Die Wahrscheinlichkeit des Scheiterns steigt jedoch auch in einem Niedrigzinsumfeld, da niedrige Zinssätze die Opportunitätskosten entgangener Zinsen bei Nichtlieferung von Sicherheiten für ein Repo-Geschäft verringern. Im Zusammenspiel mit der Volatilität der Märkte, die zu verstärkter Nachfrage der Anleger nach geliehenen Wertpapieren für Leerverkäufe führte, bewirkten die niedrigen Zinsen im Spätsommer einen sprunghaften Anstieg der gescheiterten Transaktionen. Im Gegensatz zu 2001 nahm darüber hinaus die Zahl nicht erfolgter Lieferungen nicht nur bei US-Schatztiteln, sondern auch bei MBS drastisch zu. Nachdem jedoch Mitte September Liefergarantien für bestimmte Spezialrepos eingeführt worden waren, die häufig mit negativen Zinssätzen versehen waren, gingen

... und nicht abgewickelte Transaktionen an US-Festzinsmärkten



die Marktanspannungen und die Anzahl gescheiterter Transaktionen deutlich zurück.

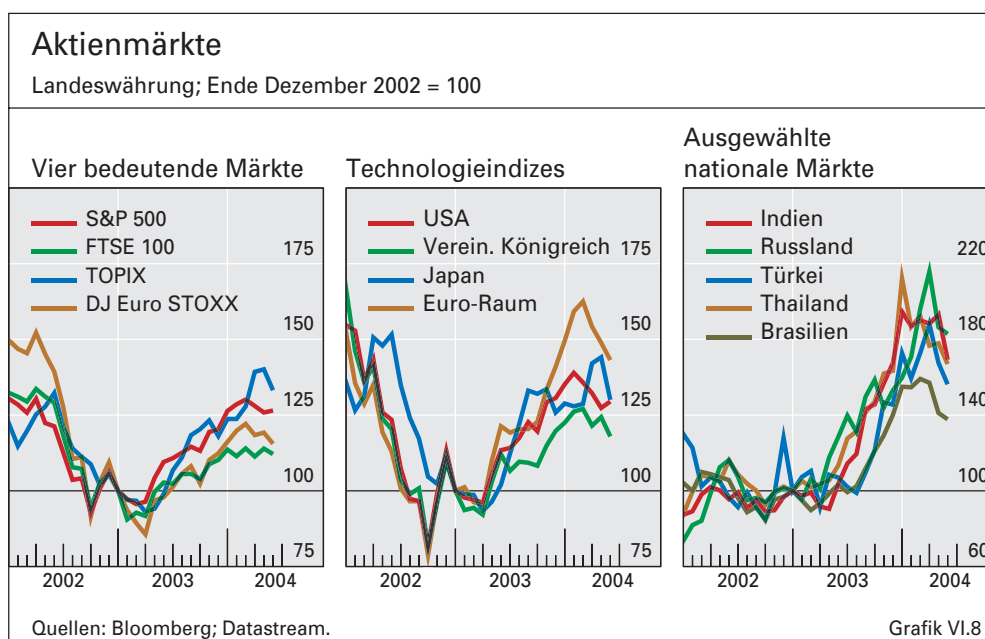
## Aktienmärkte und Risikobereitschaft

Ende der langen Baisse ...

Mit der globalen Erholung an den Aktienmärkten endete eine 3-jährige Baisse. Während der Talfahrt seit April 2000 hatten die Aktienmärkte weltweit \$ 13 Bio. an Kapitalisierung eingebüßt. Die Erholung setzte im März 2003 ein und hielt ein Jahr lang praktisch unvermindert an. In den 12 Monaten bis März 2004 machten die Märkte \$ 10 Bio. der erlittenen Verluste wieder wett. Unter den größten Wirtschaftsräumen verzeichnete der europäische Markt das kräftigste Wachstum; in Euro gemessen schnellte der DJ Euro STOXX um 52% empor (Grafik VI.8). Auch die Börsen in New York und Tokio verzeichneten beachtliche Gewinne: Der S&P 500 stieg um 37%, der TOPIX um 43%. Zu den ertragsstärksten nationalen Märkten zählten Brasilien, Indien, Russland, Thailand und die Türkei, die – in Landeswährung gerechnet – alle Kurssteigerungen von über 100% verzeichneten. Führend im Aufstieg war – ebenso wie zuvor im Fall – der Technologiesektor. Die Rallye endete erst im April 2004, als die Anleger sich plötzlich weltweit Sorgen über einen möglichen Anstieg der US-Leitzinsen machten.

... mit stark wachsender Risikobereitschaft ...

Die globale Erholung begann offenbar mit einer starken Zunahme der Risikobereitschaft der Anleger. Infolge dieser veränderten Risikoeinstellung sank die von den Anlegern verlangte Prämie für die Übernahme des Aktienrisikos. Der Kursanstieg wurde sodann durch optimistischere Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensgewinne gestützt, die durch neue Informationen über einzelne Unternehmen und die Weltwirtschaft insgesamt immer mehr Nahrung erhielten. Die Rallye endete anscheinend so plötzlich, wie sie begonnen hatte. Die Risikobereitschaft nahm nicht weiter zu, und was normalerweise als positive Nachricht vom US-Arbeitsmarkt gegolten hätte,



schien den gegenteiligen Effekt zu haben. Die Märkte brachen augenscheinlich deshalb ein, weil die Nachrichten vor allem mit dem Näherrücken einer geldpolitischen Straffung in Verbindung gebracht wurden; dies zeigt, welche Bedeutung der Kurswechselstrategie der Federal Reserve zukommt (Kapitel IV).

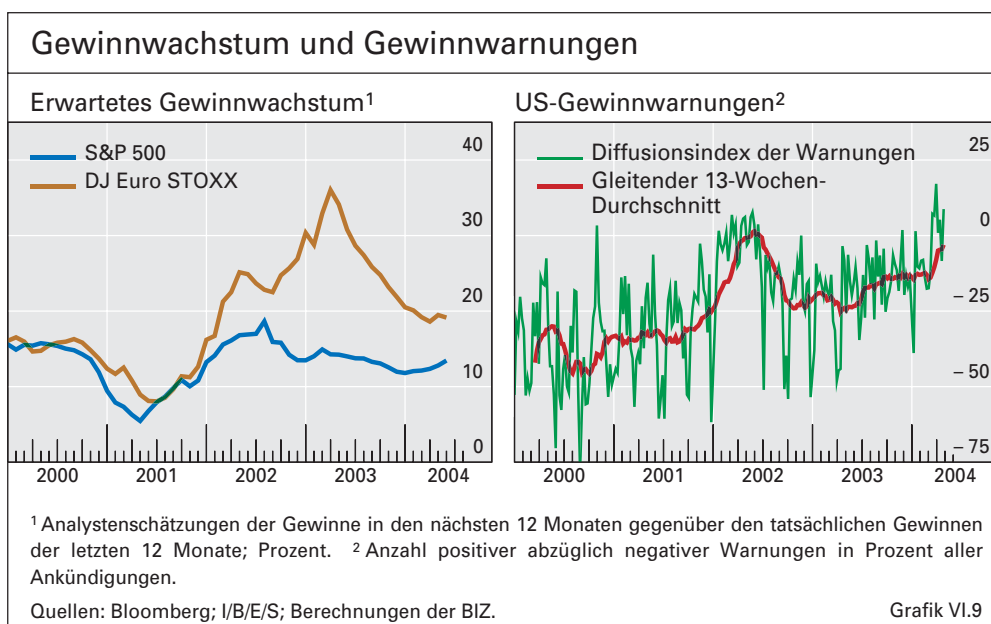
### Die Rolle der Fundamentaldaten

Ebenso wie der Zeitpunkt des weltweiten Zusammenbruchs der Aktienmärkte im April 2000 durch keine erkennbaren wichtigen neuen Informationen über die gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten zu erklären gewesen war, gab es fast drei Jahre später keine spezifischen Informationen, die den Moment des Kursanstiegs gerechtfertigt hätten. Der Anstieg begann am 12. März 2003, eine ganze Woche vor dem Beginn des Krieges im Irak. Die Motivation der Anleger an den Aktienmärkten schien zunächst weniger ihre Einschätzung der wirtschaftlichen Folgen des Krieges zu sein als vielmehr die Erwartung, dass die Märkte wie im Januar 1991 reagieren würden, als die Aktienkurse beim Ausbruch des Golfkriegs sprunghaft angestiegen waren. In Erwartung einer ähnlichen Hausse begannen die Anleger im März 2003 zu kaufen, ohne erste Kampfhandlungen abzuwarten. Der Kursanstieg setzte sich noch Anfang April fort, als ein rasches Ende des Krieges in Sichtweite schien und die Anleger das geopolitische Risiko als rückläufig einschätzten. Erst Ende April, als eine Reihe von Unternehmen kräftige Gewinne auswies, begannen sich die Märkte wieder an den wirtschaftlichen Entwicklungen zu orientieren.

... und ohne Änderung der Fundamentaldaten als Erklärung für die Wende

Die expansive Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken trug zweifellos zur Erholung der Aktienmärkte bei, doch ihre Wirkung war erst mit einer langen Verzögerung zu spüren. Die jüngste Lockerungsrunde im Euro-Raum und in den USA setzte bereits Anfang 2001 ein, und in Japan begann die Periode der quantitativen Lockerung mit einer Rückkehr zur Nullzinspolitik im März 2001. Es vergingen somit etwa zwei Jahre, bis die niedrigen Zinssätze ihre gewohnte Wirkung an den Aktienmärkten zeigten. Im Gegensatz dazu hatte es 1991 etwa drei Monate gedauert, bis sich die Aktienmärkte in

Verzögerte Wirkung niedriger Leitzinssätze



den USA nach dem Einläuten einer Zinssenkungsrunde durch die Federal Reserve zu erholen begannen, und nach dem Übergang zu niedrigeren Zinssätzen im Jahr 1995 hatte der Markt innerhalb eines Monats angezogen. 2004 schien allein schon die Erwartung höherer Leitzinssätze die jüngste Rallye zu beenden.

Nach mehreren Fehlstarts ...

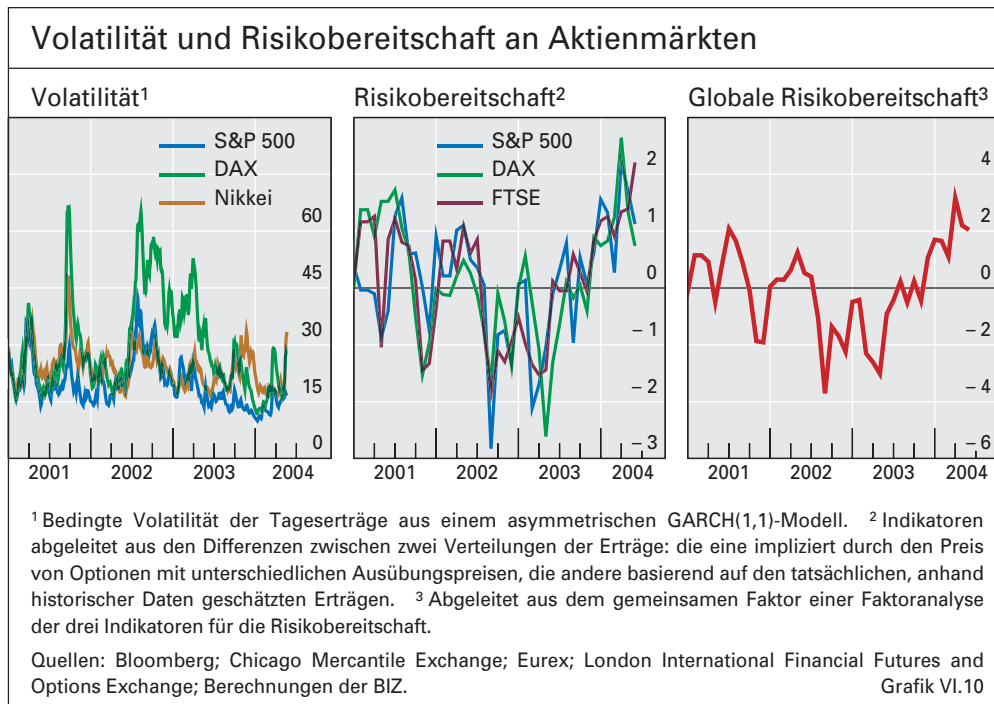
Informationen über gesamtwirtschaftliche Fundamentaldaten hatten im Jahr 2003 weitgehend die Funktion, eine optimistische Stimmung zu untermauern, die offenbar bereits in die Aktienkurse eingepreist worden war. Ähnlich optimistische Phasen in den vorangegangenen zwei Jahren waren nicht durch nachfolgende positive Nachrichten bestätigt worden und hatten während der langen Baisse zu mehreren Fehlstarts geführt, insbesondere im April und Mai 2001 sowie im Oktober und November 2002, als kräftige Aufwärtimpulse durch das Fehlen konkreter Belege für Unternehmensgewinne und Wirtschaftswachstum verpufft waren. 2003 hingegen kamen die positiven Nachrichten, und der Kursanstieg fasste Fuß.

Die Daten, die den Optimismus der Anleger bestätigten, kamen zunächst in Gestalt vielversprechender Gewinnmeldungen von Unternehmen in den USA und Europa sowie positiver Zahlen zur japanischen Realwirtschaft insgesamt. In den USA waren die von führenden Unternehmen gemeldeten Gewinne ab April 2003 durchgängig höher als erwartet. In Europa korrigierten die Analysten zwar ihre Schätzungen für das Wachstum der Unternehmensgewinne insgesamt nach unten (Grafik VI.9), doch die Anleger schienen vor allem positive Nachrichten von Technologiefirmen, Banken und Versicherungen zu beachten. Sowohl in den USA als auch in Europa beurteilten die Unternehmen selbst die Stärke der Erholung vorsichtig. In ihren Finanzausweisen gaben sie auch Gewinnwarnungen ab, und hierbei lagen die negativen Meldungen zahlenmäßig nach wie vor über den positiven. Dennoch schienen die Anleger optimistischen Berichten von Unternehmen wie AOL, Cisco und Microsoft in den USA bzw. Nokia, Philips und Siemens in Europa mehr Gewicht beizumessen. In Japan trugen unerwartet robuste Konjunkturdaten dazu bei, dass der TOPIX von Juni bis August um fast 20% stieg. Nach Erscheinen des *Tankan* am 4. Juli 2003 und des Berichts über das BIP-Wachstum im zweiten Quartal am 12. August schnellten die Kurse jeweils empor. Ende August hatten die Wirtschaftsexperten begonnen, ihre Wachstumsprognosen für Japan wie auch für die USA nach oben zu revidieren.

... reagierten Anleger auf optimistische Berichte

#### *Die Rolle der Risikobereitschaft der Anleger*

Für den globalen Aufschwung an den Aktienmärkten war ein anhaltender Rückgang der Aktienrisikoprämien von großer Bedeutung. Diese Risikoprämien spiegeln sowohl die zugrunde liegenden Risiken wider, wie sie von den Anlegern eingeschätzt werden, als auch die Preise, mit denen diese Risiken versehen werden. Während des Berichtszeitraums waren die Risikoeinschätzungen tendenziell rückläufig. Gemessen an der Volatilität der Renditen hatte das Aktienmarktrisiko nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 einen Höchststand erreicht (Grafik VI.10 links). Die Volatilität nahm erneut zu, als Ende Juni 2002 bekannt wurde, dass WorldCom



die Ertragszahlen korrigieren musste, und nochmals im Vorfeld des Irak-Krieges Anfang 2003. Seither blieb die Volatilität relativ gedämpft.

Obwohl die weltweite Erholung der Aktienmärkte, die im März 2003 einsetzte, in einem Umfeld allgemein niedriger und rückläufiger zugrunde liegender Risiken stattfand, scheint die wesentliche treibende Kraft eine enorm gestiegene Risikobereitschaft der Anleger und damit ein entsprechender Rückgang der Preise für diese Risiken gewesen zu sein. Ein Indikator für diesen Wandel der Risikobereitschaft lässt sich für die verschiedenen Märkte aus den jeweiligen Preisen von Aktienindexoptionen ableiten. Dieser Indikator beruht auf dem Konzept, dass die Anleger für eine Option, die sie vor negativen Aktienkursentwicklungen schützt, mehr zu zahlen bereit sind als für eine Option, mit der sie von einer ebenso wahrscheinlichen positiven Kursentwicklung profitieren können. Die Bereitschaft, für einen solchen Schutz zu zahlen, variiert mit der Risikobereitschaft der Anleger im Laufe der Zeit. Die so gemessene Risikobereitschaft entwickelt sich an den verschiedenen Märkten tendenziell parallel (Grafik VI.10 Mitte). So lässt sich aus den gemeinsamen Bewegungen der jeweiligen Indikatoren eine Messgröße für die globale Risikobereitschaft ermitteln. Schätzungen anhand von Indexoptionen auf den S&P 500, den DAX und den FTSE zeigen, dass die globale Risikobereitschaft im März 2003 im Vorfeld des Irak-Krieges zuzunehmen begann und bis zum Ende des Berichtszeitraums weiter stieg (Grafik VI.10 rechts). Im Februar 2004 hatten sich die Aktienrisikoprämien infolge dieser Risikobereitschaft offenbar so stark reduziert, dass die Märkte relativ anfällig für etwaige nachteilige Ereignisse wurden.

Welche Arten von Ereignissen die Risikobereitschaft beeinflussen, ist im Voraus schwer zu sagen. Das wichtigste derartige Ereignis seit 2001 war offensichtlich die Bilanzkorrektur von WorldCom Mitte 2002. Die Zeit vor dem Irak-

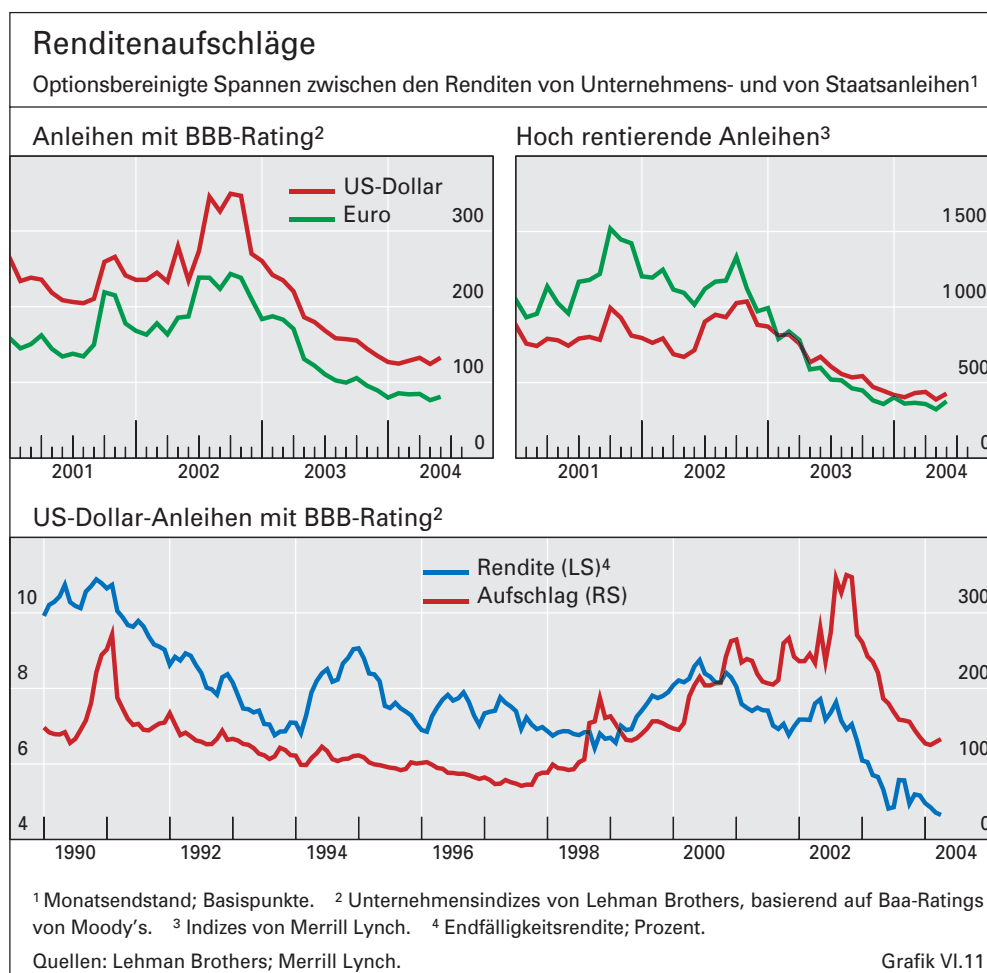
Aktienindexoptionen offenbaren größere Risikobereitschaft ...

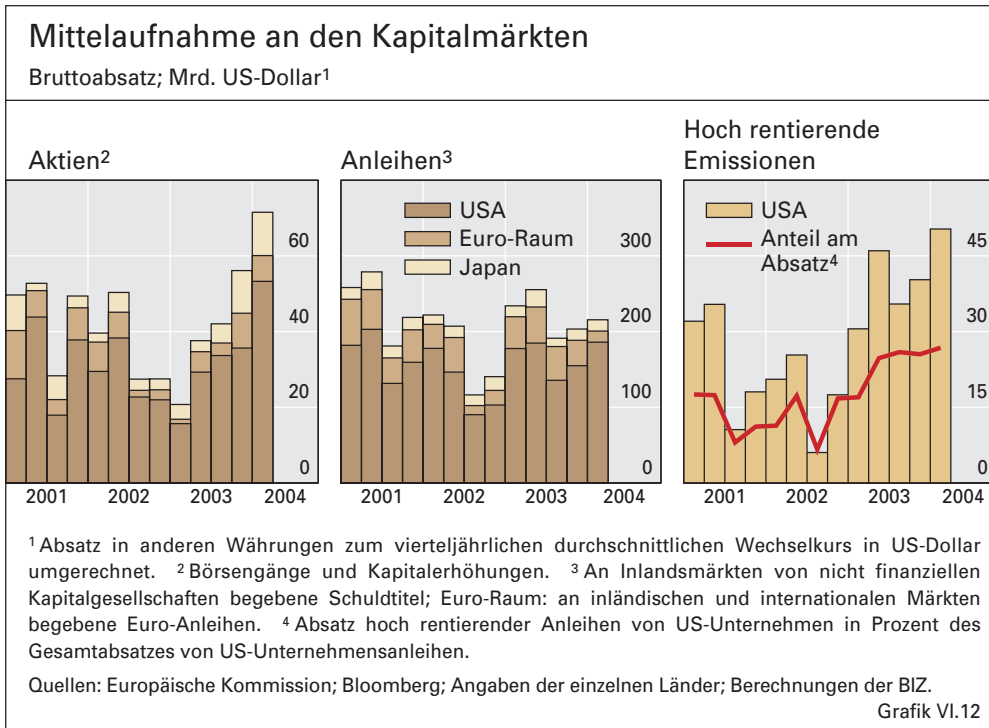
... die durch ungewöhnliche Ereignisse beeinflusst wurde

Krieg Anfang 2003 war ebenfalls von Bedeutung, und die Terroranschläge im März 2004 in Madrid scheinen die Marktreaktionen auf spätere Nachrichten beeinflusst zu haben. Die Probleme von Parmalat Ende 2003 hatten dagegen offenbar nur geringe Auswirkungen. Gesamtwirtschaftliche Informationen, wie z.B. die Veröffentlichung von Zahlen zur US-Beschäftigungsentwicklung außerhalb der Landwirtschaft, sind zwar für die Staatsanleihemärkte wichtig, auf die Bereitschaft zum Eingehen von Aktienrisiken hatten sie jedoch keinen erkennbaren Einfluss.

## Märkte für Unternehmensanleihen und Kreditrisiko

Ebenso wie an den Aktienmärkten trugen auch an den Bankkreditmärkten eine Verbesserung der Fundamentaldaten und eine wieder wachsende Risikobereitschaft der Anleger ab Oktober 2002 zu einem markanten Stimmungsumschwung bei. In den anderthalb Jahren bis Mai 2004 verringerten sich am US-Dollar-Markt die Renditenaufschläge von Unternehmensanleihen mit BBB-Rating gegenüber Staatspapieren um über 200 Basispunkte auf 130 Basispunkte – nur 50 Basispunkte über dem gegen Ende des vorherigen Kreditzyklus im Juli 1997 verzeichneten Tiefstand (Grafik VI.11). Gleichzeitig schnellte der Absatz von Unternehmensanleihen, insbesondere von solchen mit niedrigerem Rating, in die Höhe (Grafik VI.12).





#### Verbesserung der Fundamentaldaten

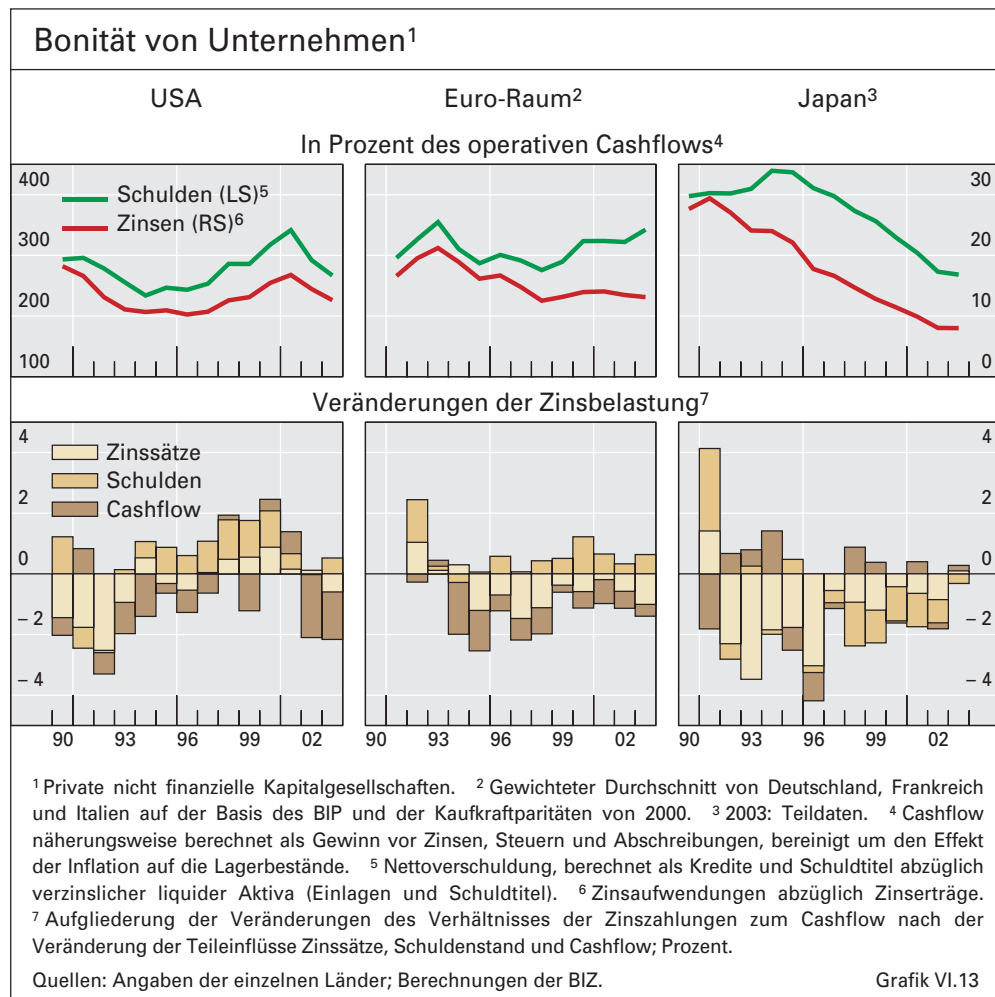
Die Erholung der Kreditmärkte wurde durch Anzeichen einer Verbesserung der Bonität im Unternehmenssektor gefördert. Die Insolvenzen und Rating-Herabstufungen, die von 1998 bis 2001 stetig zugenommen hatten, waren 2003 deutlich rückläufig. Die Zahl der Insolvenzen nicht finanzieller Kapitalgesellschaften weltweit sank von einem Höchststand von 184 im Jahr 2001 auf 77 im Jahr 2003. Bei Standard & Poor's übertrafen die Herabstufungen von US-Unternehmen die Heraufstufungen zwar 2003 immer noch, verringerten sich aber von 82% aller Rating-Änderungen im Vorjahr auf 74%. In Japan waren die Heraufstufungen 2003 etwas zahlreicher als die Herabstufungen.

In den USA trug die Erholung der Gewinnlage der Unternehmen dazu bei, dass die Belastung des Cashflows durch Zinszahlungen – ein häufig verwendeter Vorlaufindikator für Anspannungen bei Unternehmen – deutlich zurückging (Grafik VI.13). Während in der vorherigen Phase der Entschuldung Anfang der neunziger Jahre der Rückgang der Zinszahlungen im Verhältnis zum Cashflow weitgehend auf niedrigere Zinssätze zurückzuführen gewesen war, waren im Zeitraum 2001–03 größere Zahlungsströme aus dem operativen Geschäft die Hauptursache. Die niedrigeren Zinssätze spielten kaum eine Rolle, und die damit verbundenen Einsparungen wurden durch den Effekt der Verlagerung zu längerfristigen Schulden größtenteils neutralisiert. 2003 war das dritte Jahr in Folge, in dem die Unternehmen kurzfristige Bankschulden und Commercial Paper an den Anleihemärkten refinanzierten und so ihre Anfälligkeit gegenüber Zinsänderungen reduzierten. Einige Unternehmen nutzten zudem die Erholung der Aktienmärkte, um ihren Verschuldungsgrad durch Hereinnahme neuen Eigenkapitals zu verringern (Grafik VI.12). Im Verhältnis zum Cashflow sank die Unternehmensverschuldung fast auf den

Anzeichen von Bonitätsverbesserungen ...

... insbesondere in den USA ...





Durchschnitt der neunziger Jahre; absolut gesehen nahm sie allerdings weiter zu.

... und in Japan

Im Gegensatz zu den USA wurden von den nicht finanziellen Kapitalgesellschaften in Japan im achten Jahr in Folge mehr Schulden getilgt als neu aufgenommen. Infolgedessen blieb ihre Zinslast außergewöhnlich niedrig und lag mehr als 20 Prozentpunkte unter dem Höchststand von 1991. In den neunziger Jahren waren niedrigere Zinssätze der Hauptgrund für den Rückgang der Zinszahlungen im Verhältnis zum Cashflow gewesen; 2003 hatten sie jedoch kaum einen Einfluss.

Langsamere  
Schuldenabbau in  
Europa

Die europäischen Unternehmen blieben bei der Bilanzsanierung hinter anderen Regionen zurück. Trotz Fortschritten in einigen Branchen, insbesondere der Telekommunikation, wuchsen die Schulden der Unternehmen des Euro-Raums 2003 erneut schneller als die Cashflows. Dies lag zum Teil daran, dass die gesamtwirtschaftliche Erholung verhalten blieb. Vor allem in Deutschland gab es kaum Anzeichen eines Schuldenabbaus. Niedrigere Zinssätze glichen den Effekt der höheren Schuldenstände aus, sodass das Verhältnis Zinszahlungen/Cashflow praktisch unverändert blieb. Aufgrund der hohen Schuldenstände sind die Unternehmen des Euro-Raums jedoch offenbar anfälliger gegenüber steigenden Finanzierungskosten geworden als die Unternehmen anderer Regionen. Trotz der langsameren Fortschritte der europäischen Unternehmen bei der Bilanzsanierung entwickelten sich die

Renditenaufschläge bei den Euro-Unternehmensanleihen sehr ähnlich wie bei den Dollaranleihen und verringerten sich von Oktober 2002 bis Mai 2004 um 160 Basispunkte (Grafik VI.11).

#### *Wiederaufleben der Risikobereitschaft*

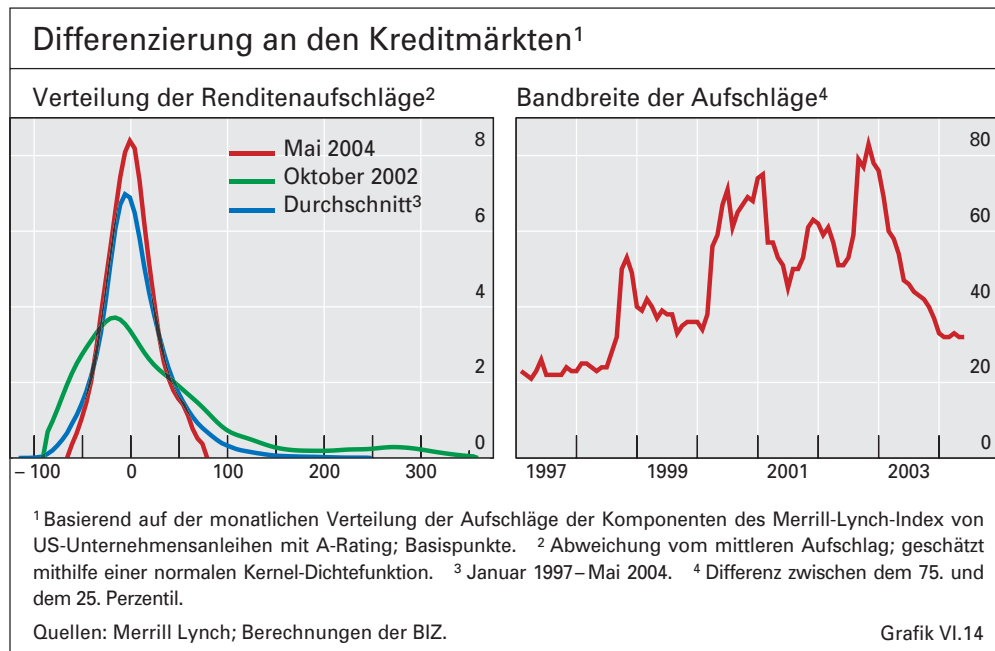
Als sich eine Bonitätsverbesserung abzuzeichnen begann, ging die Risikoprämie, die die Anleger für das Halten von Unternehmensschuldtiteln verlangten, gegenüber den hohen Niveaus von Mitte 2002 zurück. Damals hatten die Ereignisse um WorldCom dazu geführt, dass die Anleger gegenüber Schuldtiteln, bei denen eher mit einer Rating-Herabstufung zu rechnen war, vorsichtiger wurden und den verbreiteten Unregelmäßigkeiten in der Unternehmensführung mehr Beachtung schenkten. Die verhaltene Reaktion der Anleger auf negative Kreditereignisse im Jahr 2003 veranschaulicht den Stimmungswandel im Berichtszeitraum. Die Insolvenz des italienischen Nahrungsmittelkonzerns Parmalat im Dezember hätte eine marktweite Verkaufswelle auslösen können; die Inhaber von Parmalat-Anleihen dürften nämlich höhere Verluste erlitten haben als die Gläubiger von Enron und sogar WorldCom. Der von Parmalat ausgehende Ansteckungseffekt erwies sich schließlich aber als kurzlebig und begrenzt, da die rückläufige Zahl von Insolvenzen und Herabstufungen dazu beitrug, die Anleger zu beruhigen, dass es sich bei Parmalat und anderen Kreditereignissen um Einzelfälle handelte.

Gegen Ende 2003 zeigten sich die Anleger bereit, höhere Kreditrisiken einzugehen, wobei das zugrunde liegende Ausfallrisiko anscheinend keine Rolle spielte. Das tiefe Niveau der nominalen Renditen veranlasste auch sonst eher konservative Anleger, sich höher rentierenden Anleihen von Unternehmen und aufstrebenden Volkswirtschaften zuzuwenden (s. weiter unten). Besonders offensichtlich war das Renditenstreben der Anleger am Markt für hoch rentierende Unternehmensanleihen. Die Anleger trieben die Preise selbst bei einer sprunghaft zunehmenden Emissionstätigkeit in die Höhe (Grafiken VI.11 und VI.12). Im zweiten Halbjahr 2003 und zu Beginn von 2004 machte der Absatz von Schuldnern mit Rating BB oder tiefer in den USA gut ein Viertel des gesamten Absatzes von Unternehmensanleihen aus, ein doppelt so hoher Anteil wie 2001/02.

Dass die Anleger in ihrem Renditenstreben bereit waren, Risiken außer Acht zu lassen, zeigte sich auch in der Verteilung der Renditenaufschläge für die Schuldner innerhalb einer bestimmten Rating-Kategorie, die auf eine geringere Differenzierung schließen lässt (Grafik VI.14). Anders als im Oktober 2002, als die Anleger sorgfältig unterschieden hatten zwischen den Schuldnern einer bestimmten Rating-Kategorie, bei denen eine Herabstufung wahrscheinlich war, und denen, die als kreditwürdiger galten, lagen die Renditenaufschläge in den ersten Monaten von 2004 viel näher beieinander. Beispielsweise waren bei Schuldnern mit A-Rating die Randbereiche der Verteilung Anfang 2004 im Vergleich zum Oktober 2002 und sogar zum längerfristigen Durchschnitt erheblich kürzer. Überdies war die Streuung der Aufschläge für A-Emittenten (gemessen anhand der Verteilung zwischen dem 75. und dem 25. Perzentil) die geringste seit Mitte 1998, wenngleich sie über dem Stand von 1997 und vom ersten Halbjahr 1998 blieb. Damals waren

Sinkende Zinsaufschläge wegen Renditenstreben ...

... bei geringerer Differenzierung zwischen Emittenten



aggressiv fremdfinanzierte Strategien, mit denen vermeintliche Anomalien der Renditenaufschläge genutzt werden sollten, unter Anleiheanlegern besonders beliebt gewesen.

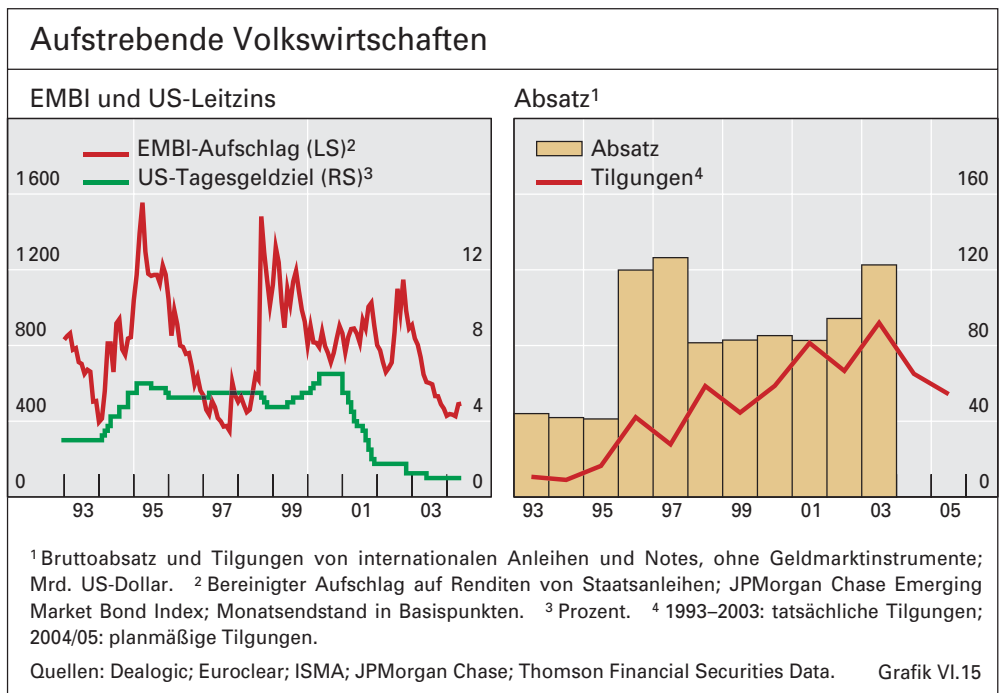
### Auslandsfinanzierung aufstrebender Volkswirtschaften

Das Zusammentreffen von besseren Aussichten für die Weltwirtschaft und erhöhter Risikobereitschaft der Anleger kam den aufstrebenden Volkswirtschaften in hohem Maße zugute. Die Renditenaufschläge auf ihre US-Dollar-Anleihen verringerten sich von Oktober 2002 bis Januar 2004 um über 500 Basispunkte. Im April 2004 kam es zu einer plötzlichen Abgabewelle, aber im Mai lagen die Aufschläge nach wie vor nur wenig über den Tiefständen von Mitte 1997 (Grafik VI.15). Gleichzeitig erreichte der Anleihenabsatz der aufstrebenden Volkswirtschaften den höchsten Stand seit 1997. Besonders aktiv waren die Schuldner mit sehr niedriger Bonität; der Anteil der Emissionen mit Rating B oder tiefer, u.a. von Brasilien und der Türkei, stieg von 18% des Gesamtabsatzes von aufstrebenden Volkswirtschaften im Jahr 2002 auf 33% 2003. Selbst Staaten, die in jüngster Zeit die Bedienung ihrer Auslandsschulden teilweise eingestellt hatten, insbesondere Indonesien und Pakistan, fanden bereitwillige Käufer für ihre neuen internationalen Anleihen.

#### *Anfälligkeit gegenüber Änderungen der Finanzierungsbedingungen*

Das Renditenstreben spielte zwar bei dieser Entwicklung zweifellos eine Rolle, doch lag der Verringerung der Renditenaufschläge auch die Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten in vielen Ländern zugrunde. Zum ersten Mal seit 1996 nahm Standard & Poor's 2003 für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften mehr Heraufstufungen als Herabstufungen vor. Am spektakulärsten war die Rating-Heraufstufung von Russland auf „investment grade“ durch Moody's im Oktober 2003, etwas mehr als fünf Jahre,

In vielen aufstrebenden Volkswirtschaften Verbesserung der Fundamentaldaten



nachdem Russland für den Großteil seiner Anleihen ein Zahlungsmoratorium erklärt hatte. Die Aufschläge auf die Dollaranleihen Russlands hatten sich schon über ein Jahr zuvor auf „investment grade“-Niveau verringert, und Ende 2003 waren sie ähnlich wie für zahlreiche Staaten mit A-Rating.

Viele aufstrebende Volkswirtschaften sind heutzutage weniger anfällig gegenüber Änderungen der Finanzierungsbedingungen an den internationalen Märkten. Anders als in den frühen achtziger Jahren, als viele hoch verschuldete Länder zahlungsunfähig wurden, oder 1994, als Mexiko eine schwere Finanzkrise durchmachte, ist es heute wohl unwahrscheinlich, dass höhere Leitzinssätze in den wichtigsten Wirtschaftsräumen eine Krise in den aufstrebenden Volkswirtschaften auslösen. Dem Zinsänderungsrisiko bleiben die Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften dennoch ausgesetzt. Der starke Rückgang der US-Leitzinssätze in den Jahren 2001–03 trug mehr zur Verringerung der Zinslast bei als Veränderungen des Schuldenstands oder ein Wachstum der Exporte, insbesondere in Lateinamerika (Grafik VI.16). Inzwischen sind die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte jedoch kleiner und die Währungsreserven größer als in früheren Fällen sich weltweit verknappender Liquidität (Kapitel III und V).

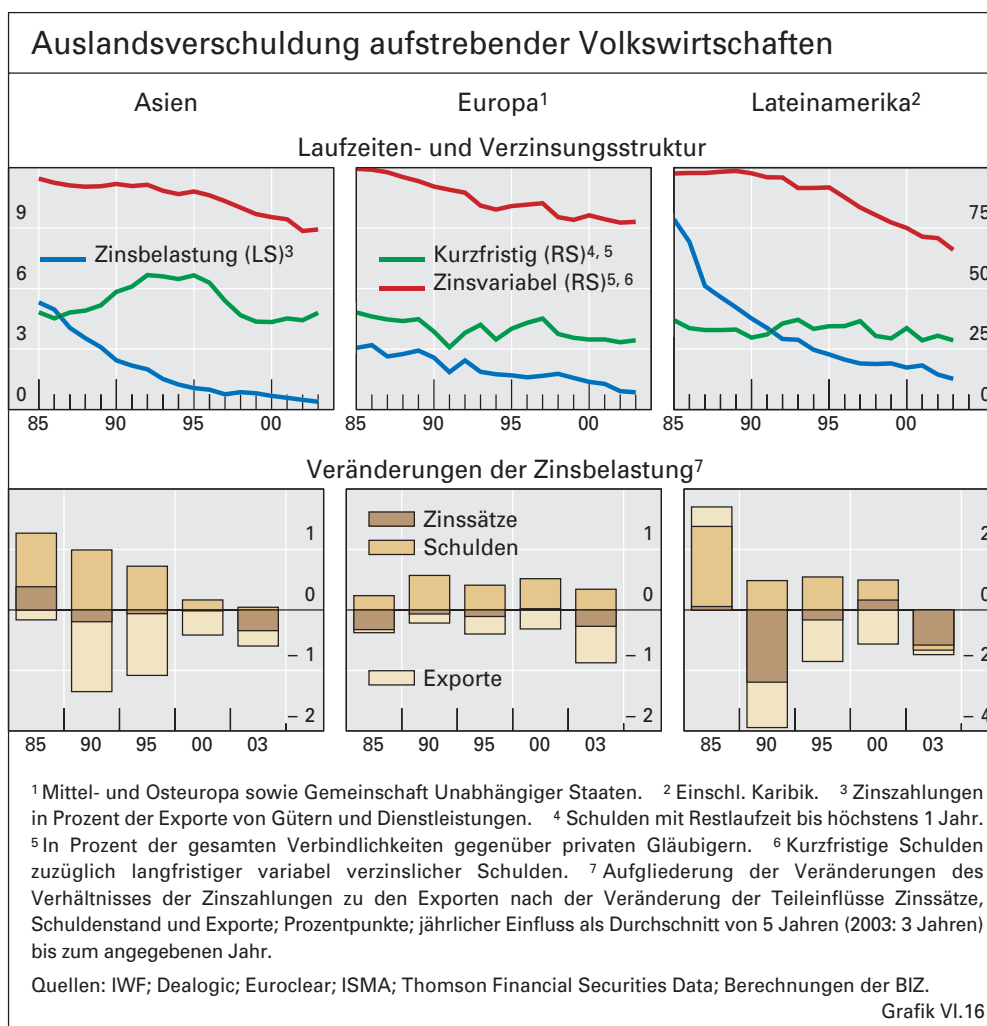
Darüber hinaus sind Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften heute weniger stark von kurzfristigen variabel verzinslichen Schulden abhängig. Der Anteil kurzfristiger Schulden, einschließlich Tilgungen, sank von 40% aller Schulden gegenüber privaten Gläubigern in den frühen neunziger Jahren auf unter 30% Ende 2003. Infolge der Verlagerung von Bankkrediten zu Anleiheemissionen nach den Brady-Bond-Ablösungen von Anfang bis Mitte der neunziger Jahre verringerten sich zugleich die variabel verzinslichen Schulden, einschließlich kurzfristige, von fast 100% der ausstehenden Schulden bei privaten Mittelgebern auf weniger als 70%. (Werden Schulden bei staatlichen Gläubigern mitberücksichtigt, ist der Anteil der variabel verzinslichen Schulden höher.) In Asien stützen sich die Schuldner stärker auf

Geringere  
 Bedeutung  
 kurzfristiger  
 variabel  
 verzinslicher  
 Schulden ...

kurzfristige Finanzierungen als in anderen Regionen; dies ist aber auf die niedrigere Auslandsverschuldung Asiens und – innerhalb deren – auf den höheren Anteil der Außenhandelsfinanzierungen zurückzuführen. Als einzige Region verzeichnete Asien 2003 eine Zunahme der kurzfristigen Schulden (vor allem gegenüber Banken); außerhalb Asiens nutzten viele Länder die günstigen Konditionen an den internationalen Märkten, um kurzfristige Verbindlichkeiten zu tilgen.

... aber weiterhin Anfälligkeit gegenüber Änderungen der Zinsaufschläge

Die Verlagerung von (variabel verzinslichen) Bankschulden zu (festverzinslichen) Anleiheschulden verringert zwar das Zinsänderungsrisiko der Schuldner, sie beseitigt jedoch nicht das Refinanzierungsrisiko. Die Renditaufschläge auf Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften sind volatil als die zugrunde liegenden Renditen und können sich bisweilen so stark ausweiten, dass die Schuldner praktisch vom Markt ausgeschlossen werden – wie dies Mitte 2002 für Brasilien der Fall war. Länder mit großem Finanzierungsbedarf können dadurch in erhebliche Liquiditätsschwierigkeiten geraten. Die planmäßigen Tilgungen langfristiger Schulden aufstrebender Volkswirtschaften sind 2004 und 2005 etwas niedriger; dies wird die Liquiditätsprobleme im Falle einer Ausweitung der Aufschläge etwas mildern (Grafik VI.15). Mehrere hoch verschuldete Länder, insbesondere Brasilien und die Türkei, werden jedoch weiterhin beträchtliche Tilgungen vornehmen müssen.



In den ersten Monaten des Jahres 2004 verschlechterte sich das Finanzierungsklima für die aufstrebenden Volkswirtschaften aufgrund von Hinweisen, dass die Federal Reserve früher als erwartet einen restriktiveren geldpolitischen Kurs einschlagen könnte. Im April und Mai 2004 kam es zur größten Abgabewelle von Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften seit Mitte 2002, und innerhalb von nur vier Wochen stieg der EMBI-Renditenaufschlag um rund 100 Basispunkte. Auffällig war, dass der Markt für hoch verzinsliche US-Unternehmensanleihen nicht annähernd einen solchen Anstieg der Renditenaufschläge verzeichnete. Hedge-Fonds und andere Anleger mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation spielten bei dieser Abgabewelle offenbar eine wichtige Rolle, denn sie lösten plötzlich ihre Positionen in Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften in größerem Umfang auf als die Positionen in hoch verzinslichen Unternehmensanleihen. Soweit sich diese Anleger von den aufstrebenden Volkswirtschaften zurückgezogen haben, könnte sich die positive Korrelation zwischen den Veränderungen der Renditenaufschläge und den Veränderungen der Erwartungen hinsichtlich der US-Leitzinsen abschwächen, die während der Abgabewelle zu beobachten war. Dennoch könnten die Finanzierungsbedingungen auf kurze Sicht erneut unter Druck geraten, wenn sich die Risikobereitschaft an den wichtigsten Märkten verändert oder wenn es in aufstrebenden Volkswirtschaften zu wirtschaftspolitischen Rückschlägen kommt.

Aussicht auf  
höhere  
US-Leitzinsen löste  
Anfang 2004  
Abgabewelle aus

### *Umschuldungen*

In Ergänzung zu ihren Bemühungen, ihre Krisenanfälligkeit zu verringern, ergriffen einige Schuldner auch Maßnahmen, um den Prozess zur Lösung von Zahlungsproblemen im Krisenfall zu verbessern. Im Februar 2003 nahm Mexiko als erster großer Schuldner unter den aufstrebenden Volkswirtschaften Mehrheitsklauseln in nach dem Recht des Staates New York begebene Anleihen auf, kurz darauf gefolgt von Brasilien und einigen weiteren großen Schuldnern. Während 2002 noch keine nach New Yorker Recht begebene Staatsanleihe eine solche Klausel enthalten hatte, war dies 2003 schon bei rund der Hälfte der Fall. Diese Klauseln sollen Umschuldungsabkommen über Staatsschulden erleichtern, indem es kleinen Anleihegläubigern erschwert wird, eine Umschuldung, die von der Mehrheit der Anleihegläubiger unterstützt wird, zu behindern. Nach der mexikanischen Schuldenkrise von 1994 war erstmals vorgeschlagen worden, diese Klauseln in Verträge über internationale Anleiheemissionen aufzunehmen. Gefördert wurde diese Entwicklung durch die Bereitschaft mehrerer G10-Länder, solche Klauseln in ihren internationalen Anleiheverträgen vorzusehen.

Wohl profitierten Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften von günstigen Finanzierungsbedingungen, doch hatten die internationalen Anleger die Zahlungsunfähigkeit Argentiniens als mahnendes Beispiel für die Risiken von Anlagen in Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften vor Augen. Schwierigkeiten, sich auf Gläubigervertreter zu einigen – verschärft durch das Fehlen von Mehrheitsklauseln in vielen der notleidenden Anleihen und durch den großen Anteil notleidender Schulden, der von in Argentinien ansässigen Gläubigern gehalten wurde –, verzögerten dort die Verhandlungen, und

Langsame  
Fortschritte bei der  
Umschuldung in  
Argentinien ...

Uneinigkeit über die Zahlungsfähigkeit des argentinischen Staates dürfte sie noch weiter in die Länge ziehen. Die Regierung unterstrich die Unsicherheit der wirtschaftlichen Erholung und das Ausmaß der sozialen Probleme Argentiniens, um die vorgeschlagene Herabsetzung des Nominalwerts der notleidenden Schulden um 75% sowie die Teilzahlung der Zinsrückstände zu rechtfertigen. Dagegen wiesen die Gläubiger auf die Stärke der Erholung und die Verbesserung der Haushaltslage Argentiniens hin, um ihrer Forderung nach einer niedrigeren Schuldenstreichung Nachdruck zu verleihen.

... aber hoffentlich raschere als in den achtziger Jahren

Die argentinische Umschuldung unterscheidet sich von vielen Umschuldungsprozessen der achtziger Jahre. Damals waren den endgültigen Umschuldungsabkommen mehrere Schuldenrestrukturierungen vorausgegangen, da die Banken Kapitalabschreibungen vermeiden wollten und daher Zahlungen bei Fälligkeit verlängerten. Bei den Verhandlungen mit in jüngster Zeit zahlungsunfähig gewordenen Ländern wie Russland oder Ecuador zeigten sich die Anleihegläubiger dagegen eher bereit, Kürzungen des Nominalwerts ihrer Anleihen zu akzeptieren. Einer der Gründe hierfür sind die unterschiedlichen Rechnungslegungsvorschriften. Insbesondere haben die Banken einen gewissen Ermessensspielraum, wann sie Kreditverluste ausweisen, während viele Anleihebesitzer ihr Portfolio täglich zum Marktwert bewerten und daher etwaige Verluste des Barwerts ihrer Bestände sofort ausweisen müssen. Damit haben Anleihebesitzer – die den größten Teil der Schulden Argentiniens halten – ein stärkeres Interesse als Banken, sich auf eine umfassende Umschuldung zu einigen. So vergingen zwischen dem Schuldenmoratorium Mexikos im August 1982 und dem Abschluss des Brady-Plans im März 1990 acht Jahre, während Russland nur zwei Jahre und Ecuador sogar weniger als ein Jahr nach der Zahlungseinstellung eine Einigung mit den Anleihegläubigern erzielten.

## Hintergründe und Folgen des Renditenstrebens

Das Renditenstreben, das an den Märkten für Unternehmensanleihen und Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften die Renditenaufschläge nach unten drückte, wurde vor allem durch das Zusammenwirken zweier Faktoren bestimmt. Erstens wandten sich viele Anleger von risikoarmen Staatsanleihen ab und höher rentierenden, aber auch riskanteren Unternehmensanleihen und Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften zu, um wieder die nominalen Renditen zu erreichen, die sie bei höheren Zinssätzen erzielt hatten. Zweitens suchten zahlreiche Portfoliomanager nach höher rentierenden Instrumenten zur Bildung von verbrieften Schuldverschreibungen („collateralised debt obligations“, CDO), um sich die Tatsache zunutze zu machen, dass die Renditenaufschläge auf solchen Instrumenten nach wie vor höher waren, als die erwarteten Ausfallverluste implizierten.

### *Nominale Zielrenditen*

Anleger zögerten, nominale Zielrenditen anzupassen ...

Zahlreiche Anleger schienen aus verschiedenen Gründen nicht gewillt oder nicht imstande zu sein, ihre nominalen Zielrenditen an die veränderten Marktbedingungen anzupassen. Mit historisch tiefen Nominalrenditen auf



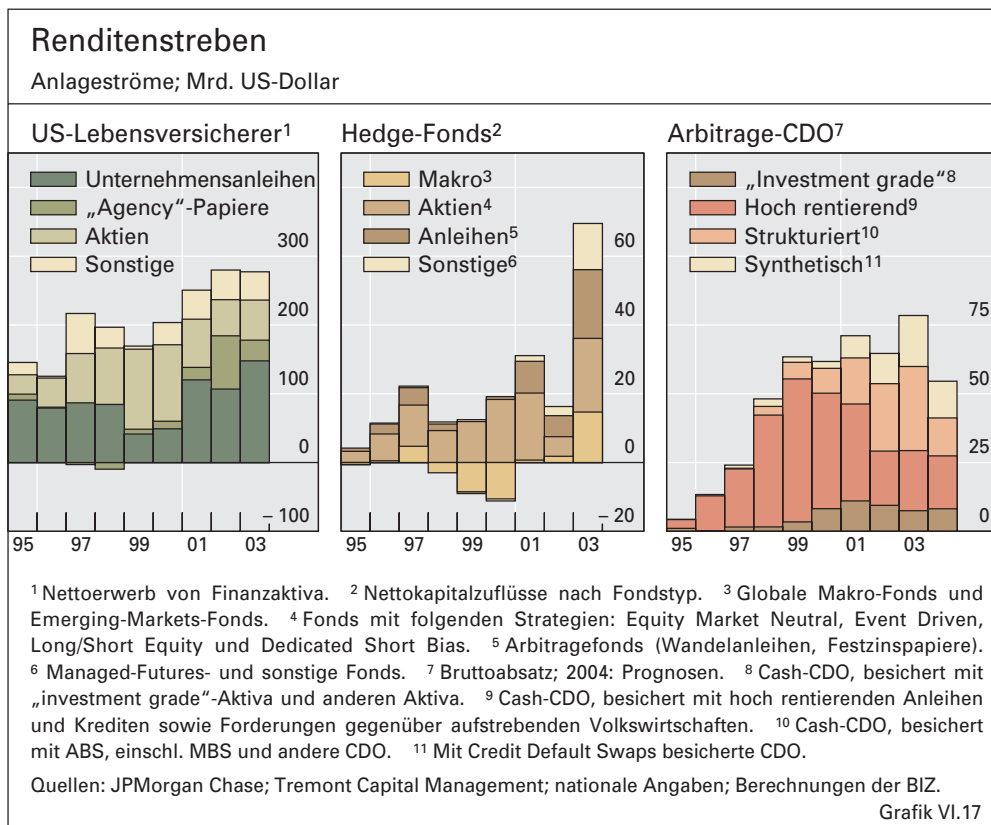
erstklassigen Staatspapieren konfrontiert, suchten diese Anleger 2003 und Anfang 2004 an den Märkten für Unternehmensanleihen und Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften nach höheren Renditen; sie hofften, so die hohen Renditen halten zu können, die sie zuvor mit Positionen in Staatsanleihen erreicht hatten.

In der Weigerung, in einer Phase niedrigerer Zinssätze die nominalen Zielvorgaben anzupassen, dürften wohlbekannte psychologische Faktoren zum Ausdruck gekommen sein. Beispielsweise trafen einige Anleger offenbar bestimmte Entscheidungen, ohne komplexere Faktoren in ihre Überlegungen einzubeziehen, eine Erscheinung, die in der verhaltensorientierten Finanzmarktforschung („Behavioural Finance“) als Narrow-Framing-Effekt bekannt ist. Dabei ignorierten sie möglicherweise, dass die Nominalzinsen vor allem deshalb tiefer waren, weil die erwarteten Inflationsraten zurückgegangen waren. Außerdem verwendeten manche Anleger ihre bisherigen Renditziele als Referenzpunkt; dieser so genannte Status-quo-Effekt oder -Bias bedeutet, dass den Nachteilen des Status quo weniger Gewicht beigemessen wird als den Nachteilen möglicher Alternativen.

Darüber hinaus hing das Festhalten an nominalen Zielrenditen wohl auch mit institutionellen oder regulatorischen Einschränkungen zusammen. Lebensversicherungen und Pensionsfonds verwalten ihre Aktiva in der Regel mit Blick auf die Passiva. In einigen Ländern sind die Passiva mit einer garantierten Mindestrendite verknüpft. Diese Rendite kann gesetzlich festgelegt sein; so ist z.B. in beitragsorientierten Betriebsrentenplänen in der Schweiz eine Mindestverzinsung der Anlagen vorgeschrieben. Sie kann aber auch vertraglich definiert werden, wie etwa in Japan und im Vereinigten Königreich, wo

... wegen psychologischer Faktoren ...

... sowie institutioneller und regulatorischer Beschränkungen



Lebensversicherungen in den siebziger und achtziger Jahren eine garantierte Mindestverzinsung anboten. Als die Zinssätze sanken, überstiegen die garantierten Sätze mit der Zeit die auf erstklassigen Staatsanleihen erhältlichen Renditen. Die sich daraus ergebende Finanzierungslücke veranlasste diese institutionellen Anleger, sich Instrumenten mit höherer Rendite, aber auch höherem Risiko zuzuwenden.

Selbst in Ländern ohne garantierte Mindestverzinsung führten Wertänderungen der Passiva oft zu riskanterem Verhalten. Im Vereinigten Königreich und in den USA ist der Zinssatz, mit dem die Verbindlichkeiten aus leistungsorientierten Betriebsrentenplänen abgezinst werden, mit den Marktsätzen verknüpft. Ein Zinsrückgang kann daher einen erheblichen Anstieg der Verbindlichkeiten bewirken. Angesichts der Verluste aus ihren Aktienportfolios in den Jahren 2001–03 und um die Aktiva enger auf die Passiva abzustimmen, dürften Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds vermehrt bereit gewesen sein, in festverzinslichen Instrumenten mit einer höheren erwarteten Rendite zu investieren. In den USA entfiel der Großteil solcher Käufe auf Titel von Unternehmen und staatlich unterstützten Finanzinstituten („Agencies“), da diese gegenüber Schatzpapieren eine Renditensteigerung boten (Grafik VI.17). Angelockt durch die hohen Renditen zahlreicher Hedge-Fonds in den letzten Jahren investierten institutionelle Anleger zudem stark in diese Anlagekategorie und trugen dort 2003 zu einem Rekordzufluss bei.

#### *Die Rolle von Arbitrage-CDO*

Im Gegensatz zu anderen renditenorientierten Anlegern wurden Portfoliomanager, die Arbitrage-CDO einsetzten, nicht durch das tiefe Zinsniveau, sondern durch die hohen Renditenaufschläge auf Anleihen mit niedrigerem Rating motiviert. Mit Arbitrage-CDO machen sich Portfoliomanager die Tatsache zunutze, dass die Renditenaufschläge auf einzelnen Unternehmensanleihen oft viel höher sind, als zur Deckung erwarteter Ausfallverluste nötig wäre. Sie bilden aus Anleihen mit niedrigerem Rating einen Sicherheitenpool und begeben darauf mehrere Anleihetranchen, die größtenteils ein AAA-Rating aufweisen. Die Tranchen mit niedrigerem Rating absorbieren als Erste etwaige Verluste aus dem Sicherheitenpool und schützen so die AAA-Tranchen. Die erforderliche Absicherung hängt von den erwarteten Verlusten, den geschätzten Ausfallkorrelationen und dem Diversifizierungsgrad des Sicherheitenpools ab.

Selbst als die Renditenaufschläge 2003 kleiner wurden, waren sie für verschiedene Arten von Sicherheiten immer noch hoch genug, um den Absatz von Arbitrage-CDO steigen zu lassen. Je mehr die CDO-Manager auf der Suche nach Sicherheiten waren, umso mehr verringerten sich die Renditenaufschläge. Es überrascht nicht, dass hoch rentierende Anleihen, u.a. aus aufstrebenden Volkswirtschaften, in den Anfangsjahren die bevorzugte Sicherheit waren (Grafik VI.17). Als jedoch solche Sicherheiten immer weniger erhältlich waren, wandten sich die CDO-Manager vermehrt „investment grade“-Schuldtiteln zu. Im Jahr 2003 war dann ein großer Teil der neuen Arbitrage-CDO durch forderungsunterlegte Wertpapiere („asset-backed securities“, ABS), darunter MBS und andere CDO, gedeckt, bei denen die Renditenaufschläge

Arbitrage-CDO-Absatz trug zu niedrigeren Renditenaufschlägen bei

langsamer zurückgegangen waren. In Europa dominieren am Markt immer mehr synthetische CDO, die sich auf Credit Default Swaps statt auf Barabsicherungen stützen. Anfang 2004 schließlich waren die Renditenaufschläge offenbar allgemein so klein geworden, dass der Absatz von Arbitrage-CDO sank.

### *Folgen des Renditenstrebens*

Das Streben nach Renditen ist mit dem Eingehen von Risiken verbunden; eine höhere Rendite bedeutet in der Regel ein höheres Risiko. Dennoch schienen viele Anleger die möglichen nachteiligen Folgen des Eingehens solcher zusätzlichen Risiken außer Acht zu lassen. Einige stellten ihr eingegangenes Risiko als gering dar, indem sie die Vorteile einer Diversifizierung hervorhoben. Dafür „zweckentfremdeten“ sie bisweilen die Instrumente für die Analyse des Risikos an den Aktienmärkten. Zum Beispiel verwendeten zahlreiche Anleger die Standardabweichung der Renditen, um die Diversifizierungsgewinne bei Unternehmensanleihen zu bewerten. Wegen der Bedeutung des Ausfallverlustrisikos eignet sich eine solche symmetrische Risikomessgröße jedoch nicht für die Analyse des Kreditrisikos. Andere Anleger gingen von der Annahme aus, dass sie ihre Positionen auflösen könnten, bevor große Verluste einträten. Dies galt besonders bei den Carry Trades – Zinsdifferenzgeschäften, mit denen das tiefe Niveau der kurzfristigen Zinssätze genutzt werden sollte. Hedge-Fonds und andere Anleger mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation tätigten Meldungen zufolge umfangreiche Geschäfte, indem sie kurzfristige Kredite aufnahmen und die Mittel in längerfristigen Instrumenten mit höherer Rendite anlegten.

Durch das Renditenstreben sind die Risikoprämien, die die Anleger für die Übernahme des Kreditrisikos erhalten, gesunken. Treten unerwartete Ausfallverluste in einem Ausmaß ein, das diese Prämien weit übersteigt, kann dies schlimme Folgen sowohl für die Anleger als auch für die Emittenten haben. Ungewöhnlich große Verluste könnten Anleger, die kein entsprechendes Risikomanagement betreiben, in finanzielle Schwierigkeiten bringen. Dies könnte eine Neubewertung der Risiken auslösen, was eine Rückkehr zu hohen Renditenaufschlägen und höhere Finanzierungskosten für alle Schuldner zur Folge hätte, auch für die, deren Bonität sich verbessert. Darüber hinaus könnten die Schuldner in ungewöhnlich hohem Ausmaß einem Wandel der Risikobereitschaft der Anleger und damit der Gefahr eines plötzlichen Verlusts des Marktzugangs ausgesetzt sein. Ein solcher Wandel könnte eintreten, wenn die risikofreien Zinssätze so stark ansteigen, dass auch risikoärmere Anlagen wieder eine nominale Rendite bieten, die nahe der Zielrendite der Anleger liegt. Die Ausweitung der Renditenaufschläge für Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften gegen Ende des Berichtszeitraums hat gezeigt, wie wichtig das allgemeine nominale Renditenniveau für diese Aufschläge in der Tat ist. Nicht zuletzt kann eine falsche Bepreisung von Risiken der ökonomischen Effizienz insgesamt schaden, da sie zu Fehlallokationen von Ressourcen führt.

Renditenstreben kann zu übermäßiger Risikobereitschaft führen ...

... mit möglicherweise nachteiligen Folgen