

VI. Finanzmärkte

Schwerpunkte

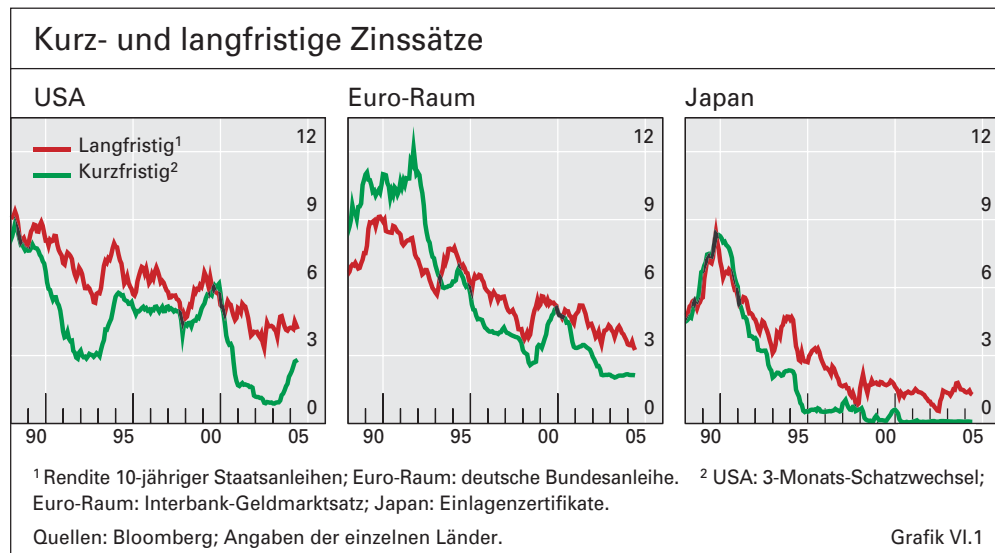
Ungeachtet der Straffung der US-Geldpolitik ab Juni 2004 wurden die Bedingungen an den globalen Finanzmärkten im Berichtszeitraum lockerer. Obwohl die kurzfristigen Zinssätze in den USA allmählich anstiegen, sanken die langfristigen Zinssätze an den wichtigsten Märkten, die Aktienkurse legten zu, und die Kreditrisikoprämien gingen zurück. Die zunehmende Risikoaversion und Befürchtungen über ein Anziehen der Inflation führten dazu, dass viele Märkte im März und April 2005 nachgaben. Mitte Mai waren die Kurse für Anleihen und Aktien jedoch immer noch höher als zu Beginn der Leitzinserhöhungen in den USA.

Die über weite Teile der Berichtsperiode rückläufigen Kreditrisikoprämien und steigenden Aktienkurse deuteten darauf hin, dass die Anleger an den Kredit- und Aktienmärkten die Unternehmensgewinne und die gesamtwirtschaftlichen Aussichten positiv beurteilten. Dies wurde durch eine beträchtliche Verbesserung der Fundamentaldaten in den letzten Jahren untermauert. An den Kreditmärkten dürften die strukturellen Veränderungen, die die Absicherung von Positionen vereinfacht und zu liquideren Märkten geführt haben, ebenfalls zu dem niedrigen Niveau der Prämien beigetragen haben. In erster Linie war es jedoch die größere Risikobereitschaft der Anleger, die sich günstig auf die Aktien- und Kreditbewertungen auswirkte. Diese Bereitschaft wiederum war nicht zuletzt dem immer noch akkommodierenden geldpolitischen Kurs zuzuschreiben. Negative Entwicklungen in der US-Automobilbranche trugen im März und April 2005 zu einer Neubewertung der Risiken an den Kreditmärkten bei.

Das Zusammentreffen von niedrigen langfristigen Renditen, offenbar robustem Wirtschaftswachstum und steigenden US-Leitzinsen gab den Beobachtern Rätsel auf – wenngleich die Renditen in den Monaten vor der ersten Anhebung der Leitzinsen durch die Federal Reserve noch gestiegen waren. Auf den ersten Blick legt der Rückgang der langfristigen Renditen nach der Leitzinserhöhung nahe, dass die Anleger an den Märkten für Staatspapiere die Fundamentaldaten weniger zuversichtlich bewerteten als die Investoren an den Kredit- und Aktienmärkten. Gedämpfte Inflationserwartungen und geringere Unsicherheit über den Kurs der Geldpolitik hielten die Renditen ebenfalls niedrig. Möglicherweise spielten auch eher technische Faktoren hinsichtlich Angebot und Nachfrage eine Rolle. Die relative Bedeutung dieser unterschiedlichen Erklärungen ist allerdings schwer abzuschätzen.

Zinsstrukturkurven und das Rätsel der niedrigen Renditen

Viele Marktteilnehmer waren im Berichtszeitraum überrascht, dass die langfristigen Renditen an den wichtigsten Märkten nach der Wende des



Niedrige langfristige Renditen trotz Anhebung der Leitzinsen ...

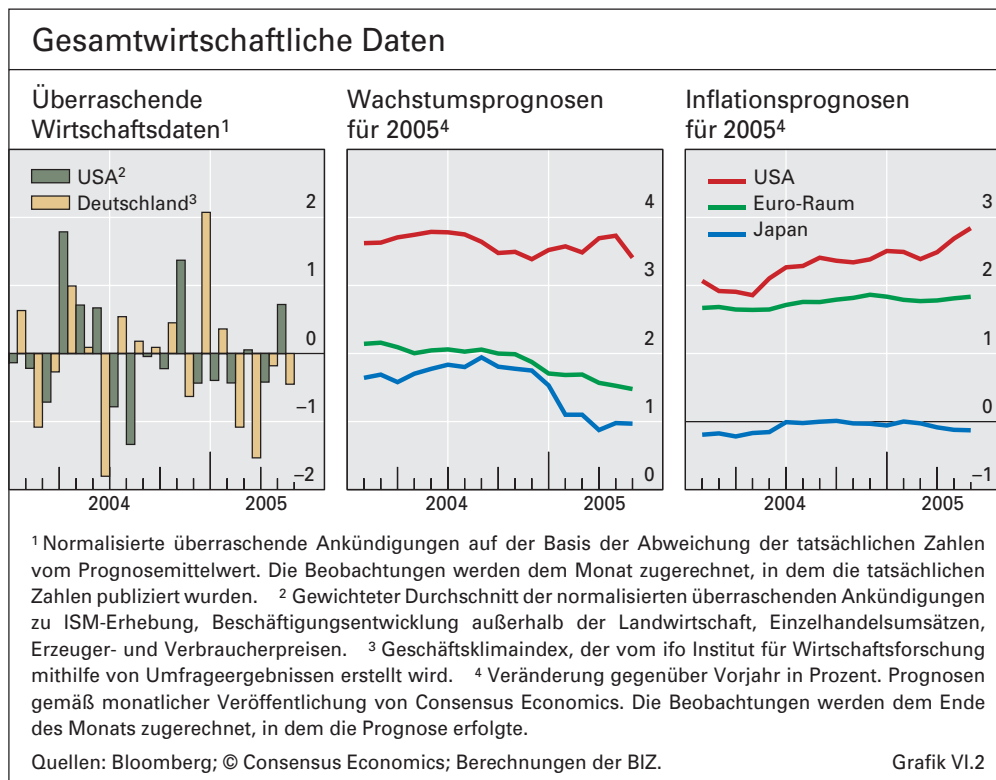
US-Leitzinszyklus niedrig blieben und weiter sanken. Anders als in früheren Phasen der geldpolitischen Straffung, in denen höhere Leitzinsen von höheren langfristigen Zinssätzen begleitet waren, gingen in den zehn Monaten bis Mitte Mai 2005 die Renditen 10-jähriger US-Schatzpapiere um insgesamt 50 Basispunkte auf 4,12% zurück (Grafik VI.1). An anderen Märkten, an denen die Geldpolitik gestrafft wurde, z.B. in Australien, Kanada, der Schweiz und dem Vereinigten Königreich, verringerten sich die langfristigen Renditen ebenfalls. Auch im Euro-Raum und in Japan war in der Zeit von Ende Juni 2004 bis Mitte Mai 2005 ein Rückgang der langfristigen Renditen um 107 bzw. 49 Basispunkte zu verzeichnen. Im Februar und März 2005 erlebten die langfristigen Renditen an den meisten Märkten einen kurzen Anstieg, der allerdings weniger steil war als bei früheren Verkaufswellen und sich schnell wieder umkehrte.

... vor allem in den USA ein Rätsel

Für das niedrige Niveau der langfristigen Renditen wurden verschiedene Erklärungsansätze vorgeschlagen. So wurde im Euro-Raum und in Japan mit den sich verschlechternden Wachstumsaussichten argumentiert – eine Erklärung, die jedoch nicht für die USA zutraf, wo nach dem Sommer 2004 eine deutliche Konjunkturbelebung eingetreten war. Die längerfristigen Inflationserwartungen waren außergewöhnlich moderat, doch die realen Terminalsätze waren ebenfalls niedriger. Zudem war die Volatilität gering, und bei den Risikoprämien war ein Rückgang festzustellen, beides allerdings überwiegend im Kurzfristbereich, sodass die längerfristigen Terminalsätze nach wie vor ungewöhnlich niedrig waren. Andere Erklärungsansätze verwiesen auf die zu erwartenden Reformen bei den Rentensystemen und der Rechnungslegung, die nach Einschätzung einiger Marktteilnehmer zu einer Erhöhung der Nachfrage nach langfristigen Vermögenswerten führten, und auf den Aufbau von US-Dollar-Beständen durch asiatische Währungsbehörden. Die Auswirkungen der beiden letztgenannten Faktoren zu quantifizieren ist indes schwierig.

Wachstumsaussichten

Die sich verschlechternden Wachstumsaussichten trugen zum anfänglichen Rückgang der Renditen bei (Grafik VI.2). Im April und Mai 2004 hatten die Renditen noch stark angezogen, als die Marktteilnehmer angesichts der



plötzlichen Dynamik der US-Arbeitsmarktdaten sowie aufgrund von Signalen der Federal Reserve damit rechneten, dass die Leitzinsen in den USA wesentlich früher als erwartet angehoben würden. Die Bekanntgabe der US-Beschäftigungszahlen im Juli und August 2004, die hinter den Erwartungen zurückblieben, löste weltweit einen Höhenflug an den Festzinsmärkten aus, da die Anleger eine Neueinschätzung des wahrscheinlichen Tempos bei der Straffung der Geldpolitik vornahmen. Die pessimistische Haltung wurde durch Abwärtskorrekturen der globalen Wachstumsprognosen bestätigt.

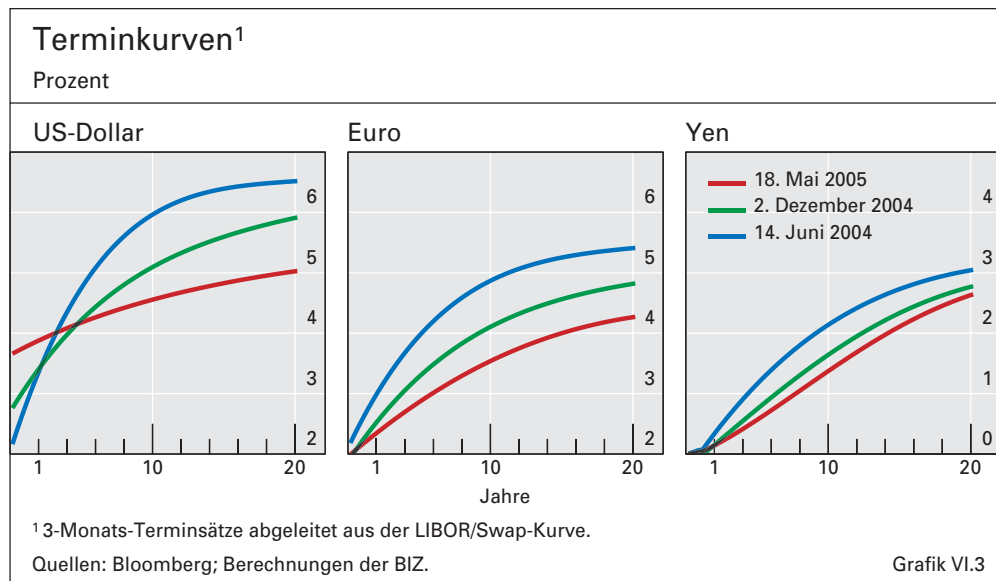
Schwächere
Wachstums-
aussichten als
mögliche
Erklärung ...

Die im vierten Quartal 2004 bekanntgegebenen Daten übertrafen zwar die Erwartungen und bremsten den Rückgang der Dollarrenditen, sie konnten jedoch den vorangegangenen Abwärtstrend nicht umkehren. Inzwischen gingen die Renditen in Euro und Yen – bei noch immer enttäuschenden Nachrichten über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den betreffenden Ländern – weiter zurück. In der Zeit von August 2004 bis Mai 2005 wurden die allgemeinen Prognosen für das BIP-Wachstum 2005 im Euro-Raum um ein Viertel (auf 1,5%) und in Japan um die Hälfte (auf 1,0%) nach unten korrigiert. Infolgedessen vergrößerte sich der Abstand zwischen den 10-jährigen Dollar- und Euro-Renditen beträchtlich, und im März 2005 wurde mit etwa 102 Basispunkten das stärkste Gefälle seit 1999 verzeichnet.

... zumindest in
Europa und Japan

Die langfristigen Renditen erreichten ihren Tiefpunkt Mitte Februar 2005, als sich unter den Anlegern zunehmend die Ansicht breit machte, eine Korrektur am Markt sei überfällig. Dies galt besonders ab dem Zeitpunkt, als der Vorsitzende der Federal Reserve die niedrigen Renditen als ein „Rätsel“ bezeichnete und sich sowohl Inflationsdruck als auch eine größere Preissetzungsautonomie der Unternehmen immer mehr abzuzeichnen begannen. Nach dem 9. Februar legten die Renditen 10-jähriger US-Schatzpapiere in nicht

Verkaufswelle
Anfang 2005
von begrenzter
Reichweite und
Dauer



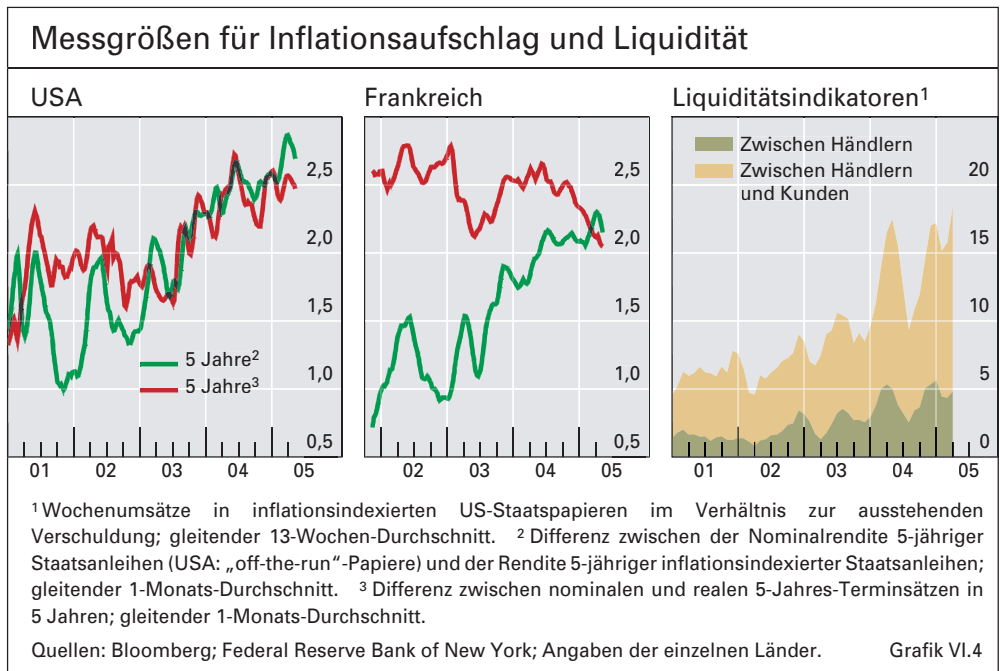
einmal sechs Wochen um beinahe 70 Basispunkte zu, und die Renditen deutscher Bundesanleihen stiegen etwa halb so viel. Allerdings sollte sich diese Verkaufswelle zum Winterende als sehr viel begrenzter erweisen als im Sommer 2003 (mit einem Anstieg der 10-Jahres-Renditen um 130 Basispunkte) und im Frühjahr 2004 (115 Basispunkte). Auch war sie auf weniger Märkte beschränkt; der japanische Markt bewegte sich diesmal nur unwesentlich, als die Renditen der US-Schatzpapiere in die Höhe gingen. Enttäuschende Wirtschaftsdaten im April 2005, einschließlich gedämpfter Beschäftigungszahlen und Einzelhandelsumsätze, führten dazu, dass sich die Renditen der US-Schatzpapiere im unteren Bereich der Handelsspannen einpendelten, während die Renditen der deutschen Bundesanleihen im Mai auf neue Tiefstände fielen (Grafik VI.3).

Gemäßigte Inflationserwartungen

Fast während des gesamten Berichtszeitraums trugen nicht zuletzt die fest verankerten langfristigen Inflationserwartungen zu der ungewöhnlich moderaten Entwicklung der langfristigen Nominalrenditen bei, und zwar ungeachtet der in die Höhe schnellenden Ölpreise und der Prognosen für ein kräftiges Wirtschaftswachstum in den USA. Ein Beleg hierfür sind die Renditen inflationsindexierter Wertpapiere, deren Abstand zu den Nominalrenditen von Staatspapieren mit gleicher Laufzeit einen Anhaltspunkt für den Ausgleich darstellt, den die Anleger für die erwartete Inflation verlangen. Während dieser Inflationsaufschlag bei 5-jährigen Anleihen von Mitte 2004 bis Ende April 2005 um etwa 20 Basispunkte gestiegen ist, ging er bei den impliziten 5-Jahres-Terminsätzen für inflationsindexierte US-Anleihen in 5 Jahren um 12 Basispunkte zurück. Bei den französischen inflationsindexierten Euro-Anleihen war der Rückgang noch ausgeprägter (Grafik VI.4). Seit den vergangenen Ölpreisschocks haben die Zentralbanken mit ihrer Inflationsbekämpfung bei den Marktteilnehmern an Glaubwürdigkeit gewonnen.

In den Renditen der inflationsindexierten Anleihen sind Liquiditätsprämien enthalten, was ihre Interpretation als Maß für den Inflationsaufschlag

Zurückhaltung bei den Inflationserwartungen mit dämpfender Wirkung auf Renditen ...



erschweren kann. Dennoch sind die jüngsten Umsatzsteigerungen bei indexierten US-Schatzanleihen ein Hinweis darauf, dass der Markt deutlich tiefer und breiter geworden ist. Deren Umsatz im Verhältnis zu den umlaufenden indexierten Schuldtiteln ist seit 2000 stetig gewachsen, sowohl zwischen Primärhändlern und anderen Anlegern als auch unter den Primärhändlern selbst (Grafik VI.4 rechts). Folglich dürften die Liquiditätsprämien bei inflationsindexierten Anleihen zwar dazu führen, dass die so gemessenen Inflationsaufschläge zu niedrig ausfallen, doch verlieren solche systematischen Fehler im Laufe der Zeit wohl an Bedeutung.

Allerdings deuten die Renditen der inflationsindexierten Anleihen darauf hin, dass ein rückläufiger Inflationsaufschlag als Erklärung für das niedrige Niveau der langfristigen Renditen nicht ausreicht. Denn auch die längerfristigen „realen“ Terminalsätze sind bei den indexierten Anleihen der USA und Frankreichs spürbar gesunken (um etwa 80 bzw. 50 Basispunkte seit Mitte 2004).

... aber auch rückläufige reale Terminalsätze

Niedrige Volatilitäten und Laufzeitprämien

Als weiterer Grund für die niedrigen langfristigen Renditen im Berichtszeitraum wurde häufig die geringere Unsicherheit über die Wirtschaftslage im Allgemeinen und die Entwicklung der Zinssätze im Besonderen angeführt. Eine geringere Unsicherheit würde normalerweise zu niedrigeren Laufzeitprämien führen, die grundsätzlich ein Auseinanderklaffen der kurzfristigen Terminalsätze für alle Laufzeiten einerseits und der von den Marktteilnehmern erwarteten Kurzfristzinsen andererseits bewirken. Die tatsächlichen und impliziten Volatilitäten festverzinslicher Kontrakte – im langjährigen Vergleich ohnehin recht niedrig – sanken denn auch weiter, nachdem die Federal Reserve ihre Zinssätze anzuheben begann. Zu diesem Volatilitätsrückgang trug vielen Marktanalysten zufolge der klare Sprachgebrauch der Federal Reserve in Bezug auf ihre geldpolitischen Absichten bei, wozu auch die weiterhin

Abnahme der Volatilitäten und Laufzeitprämien ...

signalisierte Botschaft zählte, künftige Straffungen in „maßvollen“ Schritten zu vollziehen.

... vor allem am kurzen Ende der Dollarkurve ...

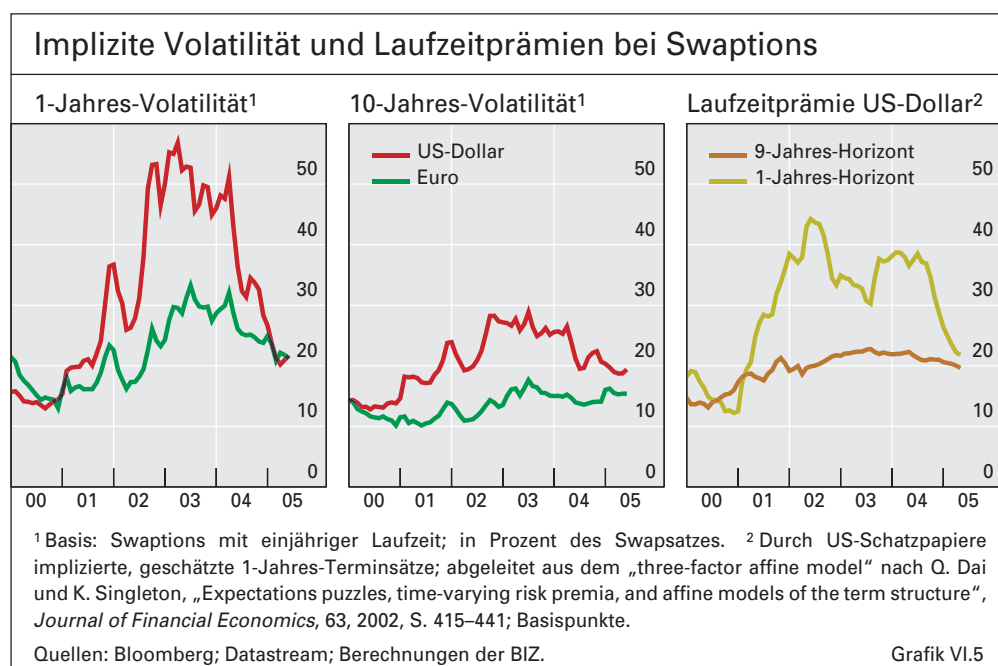
Im Einklang mit dieser Einschätzung war der Rückgang der Volatilitäten an den entwickelten Festzinsmärkten seit 2002 und 2003 in erster Linie am kurzen Ende der Kurve festzustellen. Besonders auffällig ist dies bei den impliziten Volatilitäten, die aus Optionen auf Zinsswaps (Swaptions) ermittelt werden. Letztere werden von den meisten globalen Finanzinstituten als Kostenbenchmark für investierte Mittel betrachtet (Grafik VI.5 links und Mitte). Während die (auf das Jahr hochgerechneten) impliziten Volatilitäten bei einjährigen US-Dollar-Swaps von ihrem 2003 verzeichneten Höchststand von 56,8% auf 21% Ende April 2005 fielen, lagen die Höchst- und Tiefstwerte der impliziten Volatilitäten von 10-jährigen Dollar-Swapsätzen deutlich weniger weit auseinander. (Die Volatilitäten am Markt für Euro-Swaps entwickelten sich ähnlich, waren aber allgemein noch niedriger.) Der Rückgang der Volatilität an den entwickelten Finanzmärkten scheint daher hauptsächlich auf die kurzfristigen US-Dollar-Märkte zurückzuführen zu sein. Die Dollar- und Euro-Märkte im längerfristigen Bereich waren davon verhältnismäßig wenig betroffen.

... im Einklang mit weniger Unsicherheit über Geldpolitik ...

Es gibt direkte Hinweise darauf, dass auch die Risikoprämien vor allem am kurzen Ende der Kurve zurückgingen. Anhand eines 3-Faktoren-Modells für Renditenstrukturkurven geschätzt, sind die Risikoprämien für US-Schatzpapiere am kurzen Ende seit Anfang 2002 um beinahe 25 Basispunkte gesunken (Grafik VI.5 rechts), was in das Bild einer geringeren Unsicherheit in Bezug auf den für die nahe Zukunft zu erwartenden geldpolitischen Kurs passt. Im Gegensatz dazu scheint die Risikoprämie aus dem 1-Jahres-Terminsatz in 9 Jahren seit Ende 2002 nur ganz leicht zurückgegangen zu sein und liegt bei etwa 20 Basispunkten.

... aber wohl ohne Erklärungsgehalt auf längere Sicht

Die rückläufigen Volatilitäten und Laufzeitprämien mögen daher die niedrigeren Terminalsätze für die nahe Zukunft erklären, nicht aber die derzeit niedrigen Terminalsätze bei langem Zeithorizont. Beispielsweise lagen die kurzfristigen



Terminalsätze in 10 Jahren Ende April 2005 bei 4,8%. Angesichts der langfristigen Inflationserwartungen in den USA von etwa 2,5% und eines mit stabiler Inflation zu vereinbarenden geschätzten kurzfristigen Realzinssatzes von 2,6–3,0% lässt sich das niedrige Niveau der Terminalsätze für lange Zeithorizonte kaum erklären, wenn nicht die Risikoprämien deutlich stärker zurückgegangen sind, als es den Schätzungen entspricht.

Rentenreformen und Nachfrage nach langfristigen Anlagemöglichkeiten

In den USA wie auch im Euro-Raum war der Rückgang der Renditen bei Laufzeiten von mehr als 10 Jahren besonders ausgeprägt. Von Mitte 2004 bis April 2005 nahm die Differenz zwischen den Renditen für die US-Schatzpapiere mit der längsten Laufzeit und denen für 10-jährige Anleihen um mehr als 50 Basispunkte ab, während sich der Renditenabstand zwischen 30- und 10-jährigen deutschen Bundesanleihen um etwa halb so viel verringerte. Angesichts dessen begab die französische Regierung im März 2005 eine 50-jährige Anleihe, und andere europäische Regierungen kündigten ebenfalls Emissionen mit langen Laufzeiten an. Das gestiegene Angebot dämpfte den Enthusiasmus der Anleger für Wertpapiere mit sehr langen Laufzeiten jedoch kaum. Selbst die Ausweitung der Laufzeitprämien für Dollarpapiere nach der überraschenden Meldung im Mai 2005, dass das US-Finanzministerium nach einer Unterbrechung von fünf Jahren die Neuemission einer 30-jährigen Schatzanweisung in Erwägung ziehe, war relativ kurzlebig.

Geringere Renditen vor allem bei sehr langen Laufzeiten ...

Viele Marktteilnehmer führten die Reformvorhaben bei Rentensystemen und Rechnungslegungsverfahren als Gründe für die dynamische Nachfrage nach langfristigen Papieren an. Die Anfang Januar 2005 vom US-Arbeitsministerium bekanntgegebenen Vorschläge zur Rentenreform würden die Zinsvolatilität von Laufzeitinkongruenzen deutlich vergrößern, während die Pläne, wonach die Pension Benefit Guaranty Corporation die Prämien auf risikoadäquater Basis bestimmen soll, zu einer Erhöhung der Kosten führen würde. Zudem wurde im Rahmen unabhängig davon eingeleiteter Reformen zur Rechnungslegung vorgeschlagen, dass Rentensysteme Laufzeitinkongruenzen schon früher ausweisen sollen. Falls diese Maßnahmen in Kraft treten, bestünde ihre gemeinsame Wirkung nach allgemeiner Ansicht in einer beträchtlichen Erhöhung der Nachfrage von US-Pensionsfonds nach langlaufenden Vermögenswerten, um Laufzeitinkongruenzen zu beseitigen. Ähnliche Reformen wurden auch in verschiedenen Ländern Europas diskutiert, so z.B. die Einführung internationaler Rechnungslegungsstandards und sonstige Reformen der Rentensysteme in den Niederlanden und Schweden.

... teilweise angesichts geplanter Rentenreformen

Jüngere Erfahrungen in anderen Ländern scheinen die Vermutung zu bestätigen, dass Rentenreformen eine Preiswirkung auf langfristige Anleihen haben, und zwar schon vor ihrer tatsächlichen Umsetzung. Als 1999 im Vereinigten Königreich eine Überarbeitung des Rentengesetzes angekündigt wurde, trug dies noch im selben Jahr zur Inversion der Zinsstrukturkurve bei Laufzeiten von mehr als 10 Jahren bei, obwohl die Rentensysteme erst später ihren Aktienanteil abbauten und ihre Bestände an festverzinslichen Instrumenten mit längeren Laufzeiten erhöhten. In Dänemark, wo die Verbindlichkeiten der Rentensysteme im Jahr 2001 zum ersten Mal dem Marktwert angepasst

wurden, war ebenfalls ein erheblicher Preiseffekt auf langfristige Anleihen zu erkennen.

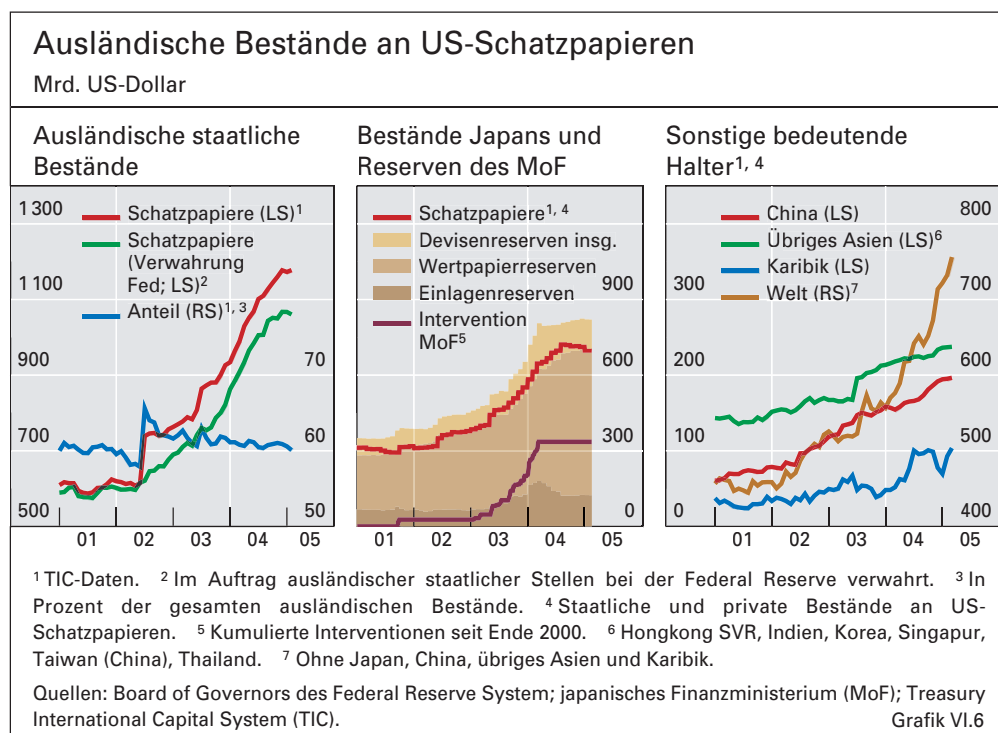
Aufbau von Reserven und der „Asian bid“

Weiterer Reserven-
aufbau in Asien

Als weiterer potenzieller Einflussfaktor für die niedrigen Renditen in den USA wurde von den Marktteilnehmern die Nachfrage asiatischer Anleger ausgemacht, insbesondere in Bezug auf die Wiederanlage von Währungsreserven in US-Wertpapieren. Die Bemühungen asiatischer Währungsbehörden, einer Aufwertung ihrer Währungen angesichts zunehmender Kapitalzuflüsse entgegenzuwirken, führte 2004 zur Aufstockung der asiatischen (einschl. der japanischen) Reserven um \$ 535 Mrd., sodass deren Gesamtvolumen \$ 2,4 Bio. erreichte. Die Verantwortung für diesen Reservenaufrüstung verlagerte sich im Jahresverlauf vom japanischen Finanzministerium, das seine Interventionen einstellte, zu den Zentralbanken anderer asiatischer Volkswirtschaften. Die Wiederanlage eines Teils dieser Reserven begünstigte das Wachstum der staatlichen und privaten Bestände an US-Schatzpapieren in Asien, die 2004 schätzungsweise um insgesamt \$ 219 Mrd. zunahm – mehr als in den übrigen Teilen der Welt zusammengenommen (Grafik VI.6).

Effekt asiatischer
Käufe von
US-Wertpapieren
auf US-Renditen
denkbar ...

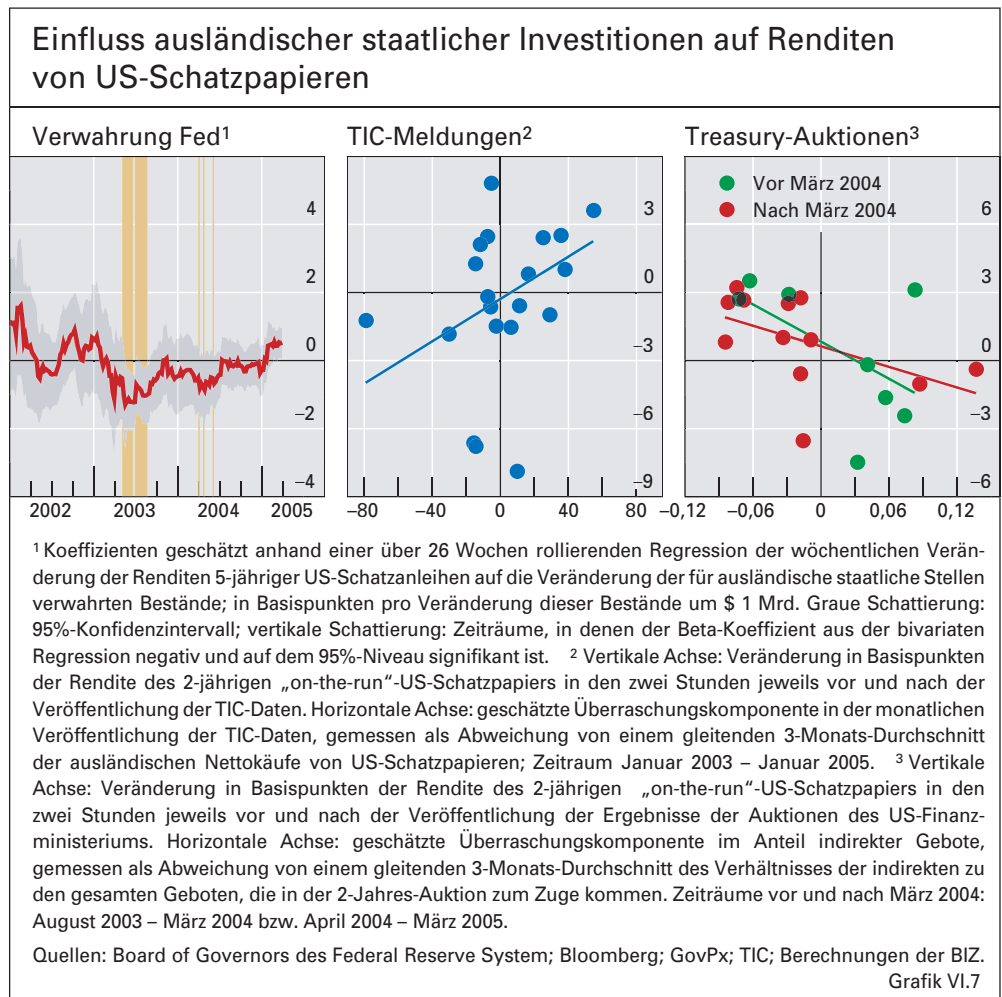
Dennoch bleibt offen, in welchem Maße diese starke asiatische Nachfrage nach US-Wertpapieren zum niedrigen Niveau der langfristigen Renditen in den USA beigetragen hat. Nach Ansicht einiger Marktteilnehmer haben die asiatischen Käufe von US-Wertpapieren, insbesondere während der Zeit der japanischen Interventionen, die Renditen möglicherweise um bis zu 60 Basispunkte gesenkt, wobei die Schätzwerte je nach der Laufzeit des Papiers sowie dem Zeitrahmen der Schätzung und der empirischen Methode beträchtlich voneinander abweichen. Die empirische Schätzung dieses Einflusses wird jedoch dadurch erschwert, dass angenommene Kausalbeziehungen gar nicht



vorhanden sein müssen; die Manager von Währungsreserven können nämlich ihre Käufe von US-Dollar-Vermögenswerten unter Umständen auch *als Reaktion* auf einen Rückgang der Renditen intensivieren. Dies wäre der Fall, wenn Interventionen zur Stützung des Dollars aufgrund von negativen US-Wirtschaftsnachrichten, Kapitalabflüssen nach Asien und einem daraus resultierenden Aufwertungsdruck auf die asiatischen Währungen erforderlich erschienen.

Es gibt Indizien dafür, dass ein etwaiger Einfluss asiatischer Käufe auf die US-Renditen bereits nicht mehr bestand, als die japanischen Interventionen im März 2004 eingestellt wurden. Eine rollierende Regression der wöchentlichen Veränderungen der Renditen von US-Schatzpapieren auf die wöchentlichen Veränderungen der bei der Federal Reserve verwahrten Bestände an US-Wertpapieren zeigt, dass ein Zusammenhang nur sporadisch zu erkennen ist (Grafik VI.7 links). Die negative Beziehung sowohl für die 5- als auch für die 10-jährigen Schatzanweisungen war lediglich in der Zeit von Mai bis August 2003 statistisch signifikant und war im März 2004 bereits wieder verschwunden. Dies mag auf einen schwächeren Zusammenhang zwischen US-Renditen und asiatischen Käufen im Jahr 2004 hindeuten, möglicherweise aber tätigten andere asiatische Zentralbanken Anlagen in US-Wertpapieren einfach auf weniger offensichtliche Art und Weise.

... in den Daten
aber schwer
identifizierbar



Renditen reagieren
nicht auf
überraschende
TIC-Daten ...

Es gibt kaum Hinweise darauf, dass die Veröffentlichung von Daten über die asiatischen Käufe von US-Wertpapieren tendenziell zu vorhersehbaren Veränderungen der Renditen geführt hätte. Die Marktteilnehmer verfolgen mit großer Aufmerksamkeit den monatlichen Bericht von Treasury International Capital (TIC). Darin werden die ausländischen Nettokäufe von US-Schatzpapieren nach Land zusammengefasst und die gesamten staatlichen Bestände weltweit geschätzt. Doch der US-Schatzpapiermarkt blieb unbeeinflusst sowohl angesichts der ausländischen Nettokäufe laut TIC-Bericht vom November 2004, die die Erwartungen – gemessen an einem Mittelwert von Expertenprognosen – um \$ 22,5 Mrd. übertrafen, als auch angesichts der erneuten Überraschung von \$ 2,8 Mrd. im Dezember-Bericht. Ein Blick weiter zurück zeigt, dass die Veröffentlichung der TIC-Daten allenfalls geringfügigen systematischen Einfluss auf den US-Schatzpapiermarkt hatte: Der geschätzte Überraschungseffekt für die gesamten Nettokäufe (bzw. ausländischen staatlichen Käufe) von US-Wertpapieren löste in den letzten Jahren offenbar keine negative Reaktion bei den Renditen der 2-jährigen (bzw. 5-jährigen) „on-the-run“-US-Schatzpapiere aus (Grafik VI.7 Mitte).

... und kaum auf
überraschende
indirekte Gebote

Reaktionen auf die Bekanntgabe der Ergebnisse der Auktionen des US-Finanzministeriums sind bei genauerer Analyse ebenfalls nicht auszumachen (Grafik VI.7 rechts). Indirekte Gebote, d.h. Gebote, die Händler im Rahmen des Bietungsverfahrens im Auftrag von Dritten platzieren, werden von den Marktteilnehmern häufig als Näherungswert für die Aktivitäten asiatischer Zentralbanken am US-Schatzpapiermarkt gesehen. Zwar scheinen die Renditen der „on-the-run“-Schatzpapiere zu fallen, wenn der Anteil der indirekten Gebote höher ist, doch diese Beziehung ist statistisch für die 2-jährige Note nur knapp signifikant und für die 5-jährige Note gar nicht signifikant. Darüber hinaus scheint dieser Effekt seit dem Ende der japanischen Interventionen deutlich nachgelassen zu haben. In der Zeit vor März 2004 sank die Rendite der 2-jährigen „on-the-run“-Note in den Stunden vor und nach der Veröffentlichung der Auktionsergebnisse jeweils um 1,4 Basispunkte, wenn der Anteil indirekter Gebote – durchschnittlich 40% im Zeitraum Mai 2003 bis März 2005 – um 5 Prozentpunkte höher ausfiel. Der Effekt ist etwas geringer, wenn andere Faktoren berücksichtigt werden, z.B. das Verhältnis zwischen Gebotsvolumen und Zuteilungsbetrag („bid-to-cover ratio“) und das Gesamtauktionsvolumen. Nach März 2004 verringerte sich dieser Effekt auf 0,8 Basispunkte.

Alles in allem ist davon auszugehen, dass etwaige Auswirkungen asiatischer Käufe auf die Renditen der US-Wertpapiere nach dem Ende der japanischen Interventionen deutlich nachließen. Die obigen Ergebnisse sind allerdings mit Vorsicht zu interpretieren. Die Aktivität anderer Marktteilnehmer, die möglicherweise aufgrund ihrer Erwartungen hinsichtlich des Trends asiatischer Marktaktivität Käufe von US-Wertpapieren vorzogen, dürfte den direkten Zusammenhang zwischen den Renditen und den – aus den durch die Federal Reserve verwahrten Beständen abgeleiteten – asiatischen Käufen verschleiern haben. Darüber hinaus ist das Fehlen eines signifikanten Ankündigungseffekts vielleicht auch ein Hinweis auf unzureichende Messgrößen zur Darstellung der Markterwartungen hinsichtlich des TIC-Berichts und der Rolle der asiatischen Zentralbanken bei den indirekten Geboten in

Auktionen des US-Finanzministeriums. Hinzu kommt noch, dass in sämtlichen Schätzungen lediglich der marginale Effekt der Käufe im jeweiligen Wechselkurssystem erfasst wird. Die potenziellen Auswirkungen einer gleichzeitigen Änderung der Wechselkurspolitik und der Portfolioallokation lassen sich dagegen anhand dieser Schätzungen nicht messen.

Aktienmärkte und Ölpreise

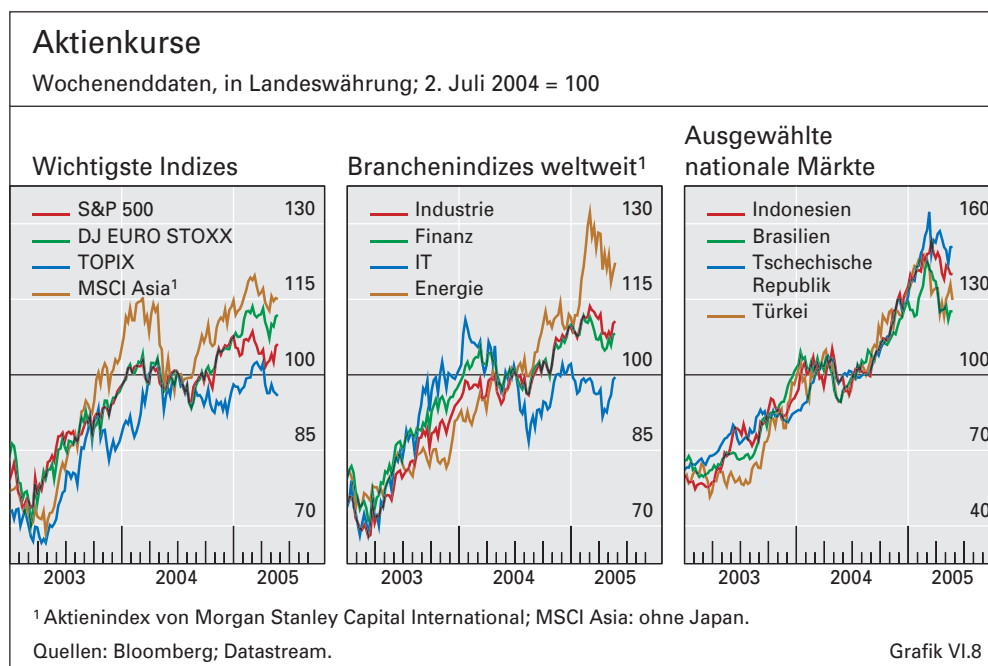
Nach der kräftigen Erholung 2003 verzeichneten die wichtigsten Aktienmärkte im Berichtszeitraum nur ein moderates Wachstum, mit deutlich unterschiedlichen Zuwächsen in den einzelnen Regionen. Am besten schnitten die Märkte im Euro-Raum und in Asien (ohne Japan) ab: In Landeswährung gemessen verzeichneten sie einen Anstieg von 6,2% bzw. 11,3%. Die Märkte in den USA und in Japan hingegen stagnierten in der Zeit von Mitte 2004 bis April 2005 bei einer Rate von 1,4% bzw. -4,9% (Grafik VI.8). Zu den ertragsstärksten nationalen Märkten zählten Kandidaten für den Beitritt zum Euro-Raum wie die Tschechische Republik und Ungarn, aufstrebende Volkswirtschaften Asiens, z.B. Indien und Indonesien, sowie lateinamerikanische Märkte wie Brasilien und Kolumbien. In allen diesen Volkswirtschaften waren – in Landeswährung gerechnet – Kurssteigerungen von über 20% zu beobachten. Bei den wesentlichen Branchen war es erwartungsgemäß der Energiesektor, der mit einer globalen Rendite von 20,9% am besten abschnitt. Die Industrie- und Finanzwerte lagen mit 5,7% bzw. 4,4% ebenfalls über den weltweiten Indizes. Der Technologiesektor dagegen verzeichnete einen negativen Ertrag von -10%.

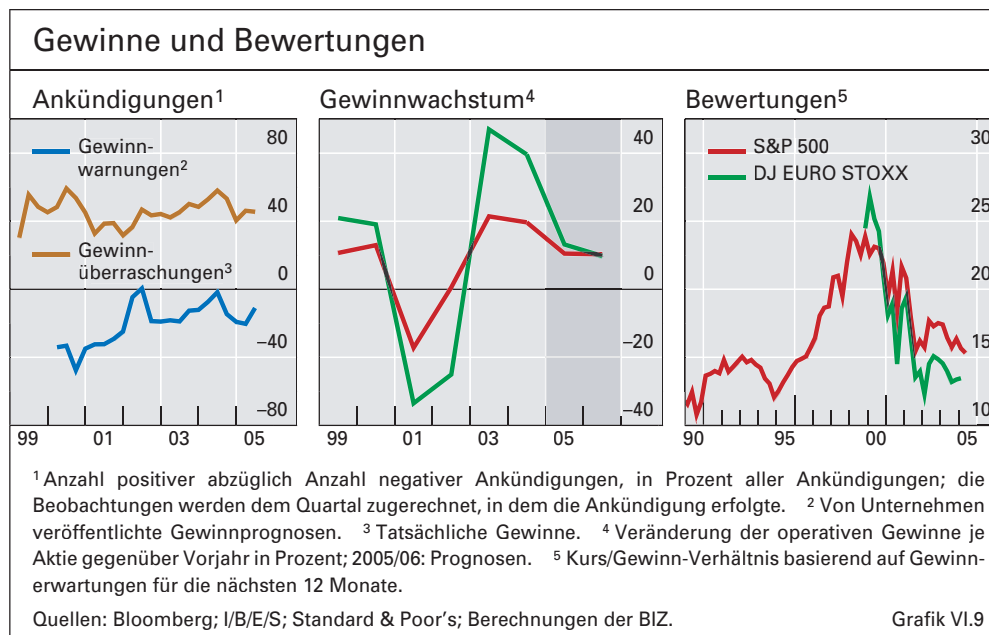
Wichtigste Aktienmärkte nur mit leichtem Kursanstieg ...

Kräftiges Gewinnwachstum trotz enttäuschender IT-Branche

Auch wenn das Gewinnwachstum nicht mehr die außergewöhnliche Dynamik der Jahre 2002 und 2003 hatte, lag es in den USA und im Euro-Raum 2004 und Anfang 2005 immer noch über 10% (Grafik VI.9). Ende 2004 enttäuschten die

... trotz beachtlichen Gewinnwachstums ...





Zahlen, doch Anfang 2005 verbesserte sich das Verhältnis von positiven zu negativen Überraschungen bei den tatsächlichen Gewinnen der S&P-500-Unternehmen leicht. Auch die Situation bei den Gewinnwarnungen verbesserte sich zu Beginn des Jahres 2005, nachdem die Zahl der Abwärtskorrekturen Ende 2004 im Verhältnis zugenommen hatte. Es ist sicher richtig, dass enttäuschende Nachrichten führender Technologieunternehmen häufig die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer auf sich zogen, so auch im Sommer 2004 und Anfang 2005. Dennoch waren die gemeldeten tatsächlichen Gewinne der Unternehmen in den USA und im Euro-Raum alles in allem beachtlich; insbesondere konnten einige größere Finanzinstitute im ersten Quartal 2005 Gewinne vorweisen, die über den Erwartungen lagen.

... und mehr
Fusionen und
Übernahmen

Fusionen und Übernahmen sowie die Aussichten auf eine Erhöhung der Fremdfinanzierung von Unternehmen sorgten Anfang 2005 für eine Belebung der Aktienmärkte. Ende Januar wurden in den USA Fusionen im Wert von jeweils mehreren Milliarden Dollar angekündigt. In Europa wirkten sich Übernahmespekulationen im Zusammenhang mit italienischen Banken positiv auf die Marktindizes aus.

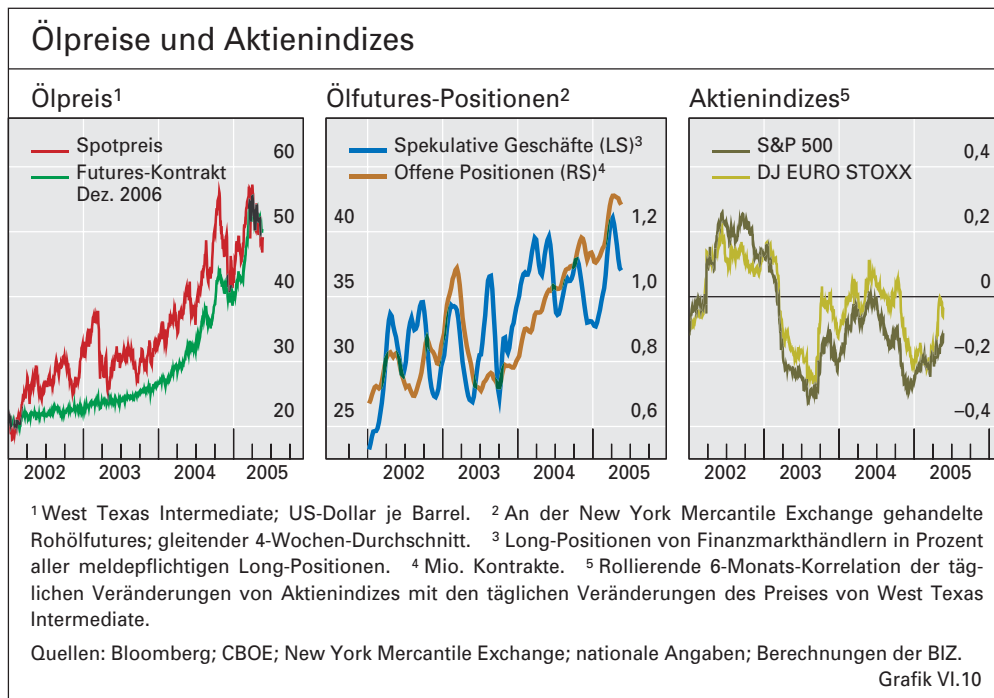
Rückgang im März
und April 2005

Ab März 2005 kam es jedoch zu Kursrückgängen an den globalen Aktienmärkten. Gesamtwirtschaftliche Daten aus den USA, besonders die im April veröffentlichten enttäuschenden Zahlen über Einzelhandelsumsätze, Inflation und Konsumklima, lasteten offensichtlich auf den Aktienkursen weltweit. Die Stimmung der Verbraucher und Unternehmen verschlechterte sich auch in Europa. In Japan führten wachsende politische Spannungen mit China ebenfalls zu einer Verschlechterung des Klimas, was sich u.a. am 18. April 2005 in einem Rückgang des Nikkei 225 um 3,8% äußerte, dem stärksten innerhalb eines einzigen Tages seit dem 10. Mai 2004.

Märkte von steigenden Ölpreisen überschattet

Steigende
Ölpreise ...

Das Zusammenwirken von wachsender Nachfrage und kurzfristiger Angebotsverknappung trieb die Ölpreise nach oben, was wiederum zur Schwäche der



globalen Aktienmärkte im Berichtszeitraum beitrug. Der Preis für Rohöl der Sorte Brent lag Ende 2004 um 34% über seinem Vorjahresstand, und bis zum 31. März 2005 erhöhte er sich um weitere 32%. Langfristige Angebots- und Nachfragetrends für Erdöl, vor allem das anhaltend starke Wachstum in Ländern mit einem hohen Verbrauch wie z.B. China und die geringen Kapazitätsreserven in der weltweiten Ölindustrie, blieben ein Grund zur Sorge (Kapitel III).

Spekulative Geschäfte am Markt wurden häufig als ein Faktor genannt, der zum drastischsten Anstieg der Ölpreise seit einem Jahrzehnt beitrug. Gemäß den von der US-Regulierungsbehörde für den Futures-Markt (Commodity Futures Trading Commission) erhobenen Daten hat die Zahl der offenen Positionen, d.h. der bereits abgeschlossenen Kontrakte, für die ein Gegengeschäft oder eine Lieferung noch aussteht, von Ende 2003 bis Ende März 2005 um mehr als 60% zugenommen. Außerdem war der Anteil der Finanzmarkthändler an Long-Positionen – wenngleich Schwankungen unterworfen – 2004 (und Anfang 2005) wesentlich größer als 2003 und auch 2002, was mit der Ansicht in Einklang steht, dass diese Händler ihre Aktivität an den Märkten für Ölfutures mit dem Anstieg der Ölpreise beträchtlich intensivierten (Grafik VI.10). Dennoch ist es schwierig abzuschätzen, inwieweit die Aktivität der Spekulanten als solche die Volatilität des Marktes beeinflusste.

Der steile Anstieg der Ölpreise lastete ganz offensichtlich auf den Aktienbewertungen an den entwickelten Märkten. Die rollierenden 6-Monats-Korrelationen der täglichen Veränderungen der Ölpreise und der wichtigsten Aktienindizes in den USA und Europa, die sich Anfang 2003 während des Anstiegs der Ölpreise vor dem Irak-Krieg deutlich ins Negative gekehrt hatten, fielen mit den steigenden Ölpreisen und der Zunahme spekulativer Geschäfte im zweiten Halbjahr 2004 und bis in das Jahr 2005 hinein erneut deutlich in den negativen Bereich. Die Marktteilnehmer konzentrierten sich überwiegend auf die Folgen der höheren Ölpreise für das Gewinnwachstum und weniger auf die Inflation

... bei plötzlicher
Zunahme
spekulativer
Geschäfte ...

... belasten
Aktienmärkte

an sich. Offensichtlich waren sie der Überzeugung, dass der jüngste Anstieg der Ölpreise im Gegensatz zu den Ölpreisschocks in den 1970er Jahren keinen Inflationsschub auslösen würde (Kapitel II und IV).

Günstige Wirkung rückläufiger Volatilität und hoher Risikobereitschaft

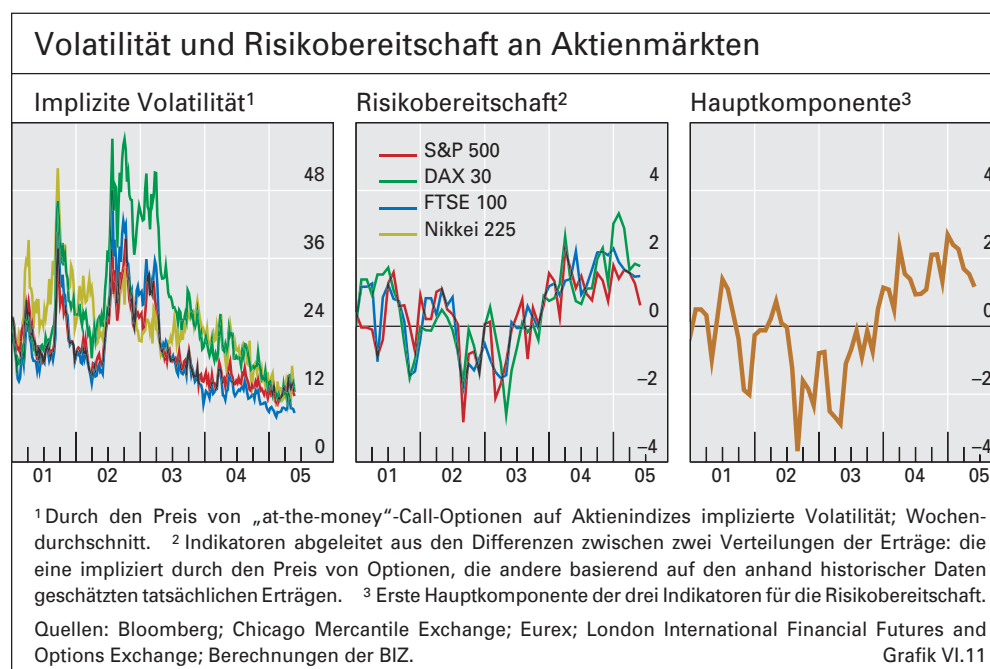
Die Risikoprämien, in denen sowohl die Wahrnehmung des Risikos als auch die Risikobereitschaft der Anleger zum Ausdruck kommt, gingen in der zweiten Hälfte des Jahres 2004 und Anfang 2005 zurück und wirkten sich damit wahrscheinlich positiv auf die Aktienmärkte aus. Die historischen (und impliziten) Volatilitäten der wichtigsten Aktienindizes fielen bis Anfang 2005 auf das niedrigste Niveau seit beinahe 10 Jahren. Zudem stiegen die Schätzungen für die Risikobereitschaft, die für einzelne Märkte wie auch global aus den Preisen von Aktienindexoptionen und den historischen Volatilitäten abgeleitet werden, fast im ganzen Berichtszeitraum weiter an und lagen auch Anfang 2005 deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt (Grafik VI.11).

Die im Berichtszeitraum verzeichneten Ausschläge der Risikobereitschaft an den Aktienmärkten schienen zumindest teilweise mit der Einschätzung zusammenzuhängen, ob die Federal Reserve gewillt und in der Lage sei, ein maßvolles Tempo bei der Erhöhung der Leitzinsen beizubehalten. Beispielsweise ließ die Risikobereitschaft im Januar 2005 nach, als das Protokoll der Dezember-Sitzung der Federal Reserve veröffentlicht wurde. Aufgrund des Protokolls antizipierten die Marktteilnehmer eine schnellere Straffung der US-Geldpolitik, wobei sich die Risikobereitschaft aber kurz darauf wieder erholte.

Der Einfluss der Risikobereitschaft auf die Aktienmärkte zeigte sich im Frühjahr 2005 vielleicht am deutlichsten: In dieser Zeit verzeichneten die Märkte der entwickelten Länder beträchtliche Verluste, obgleich die Gewinnmeldungen im Allgemeinen die Erwartungen übertrafen. Das Zusammentreffen von noch nie da gewesenen Problemen bei den größten

Abnehmende Risikoprämien aufgrund niedriger Volatilität und hoher Risikobereitschaft ...

... die im Frühjahr 2005 allerdings nachlässt



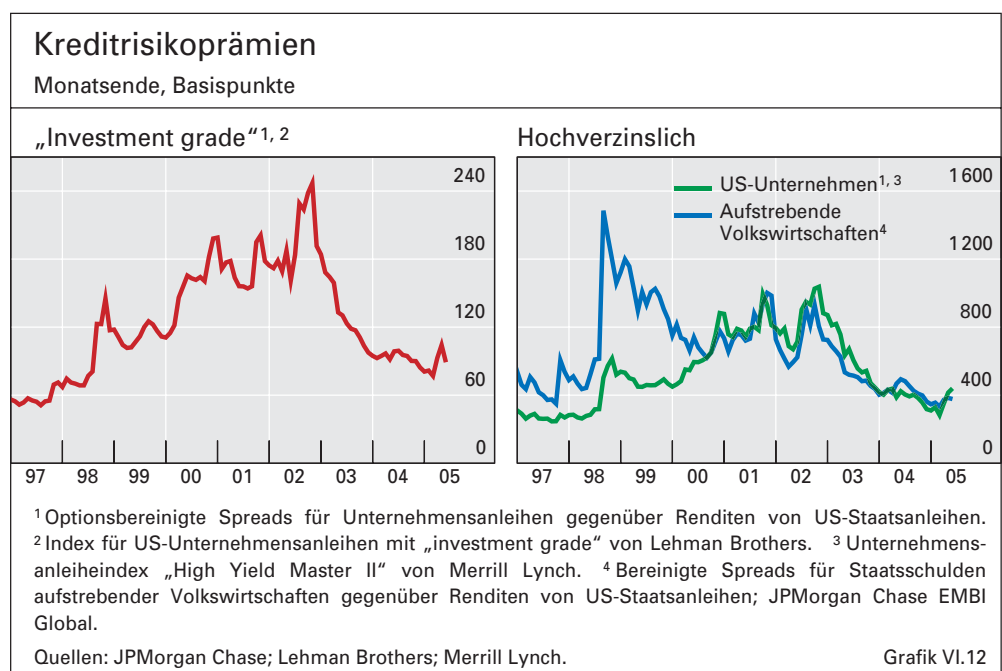
US-Automobilherstellern, einer neuerlichen Corporate-Governance-Debatte in Bezug auf Versicherungsgesellschaften und den relativ schwachen gesamtwirtschaftlichen Daten warf grundsätzlichere Fragen hinsichtlich der Nachhaltigkeit der Unternehmensgewinne auf. Während sich die Messgrößen der historischen Volatilität weiter erhöhten, stieg die implizite Volatilität sogar noch mehr. Die Risikobereitschaft ging in den USA stark zurück und erreichte ein Niveau, das zuletzt im Februar 2004 beobachtet worden war.

Der Rückgang der Aktienmärkte in den Monaten März und April 2005, verbunden mit dem anhaltend kräftigen Gewinnwachstum, führte dazu, dass sich die Aktienbewertungen mehr in Richtung ihres historischen Durchschnitts bewegten. Anfang 2004 hatten die Bewertungen etwas überhöht gewirkt, Mitte Mai 2005 jedoch war das Kurs/Gewinn-Verhältnis, basierend auf der einjährigen Gewinnprognose, für den S&P 500 auf 16 (nicht weit über dem 1985–95 verzeichneten Durchschnitt von 13) und für den DJ EURO STOXX auf 14 gesunken (Grafik VI.9). Die Gewinnprognosen waren in der Vergangenheit in der Tendenz allzu optimistisch angesetzt, und Erwartungen eines Gewinnwachstums von mehr als 10% für den Zeitraum 2005/06 – d.h. eines Wachstums deutlich über dem nominalen BIP-Wachstum – könnten immer noch enttäuscht werden.

Aufschwung an den Kreditmärkten erlahmt

Der Aufschwung an den Kreditmärkten, der Ende 2002 begonnen hatte, setzte sich im Jahr 2004 fort, kehrte sich jedoch im März und April 2005 um. Über weite Teile des Berichtszeitraums zeigten sich die Anleger an den Kreditmärkten bezüglich der kurzfristigen Aussichten zuversichtlicher als an den Aktienmärkten. Spreads auf Schuldtitel aller Art – Unternehmens- oder Staatstitel, „investment grade“ oder hochverzinslich, unbesichert oder forderungsunterlegt – waren im zweiten Halbjahr 2004 und Anfang 2005 rückläufig

Spreads Anfang 2005 nahe historischen Tiefstwerten



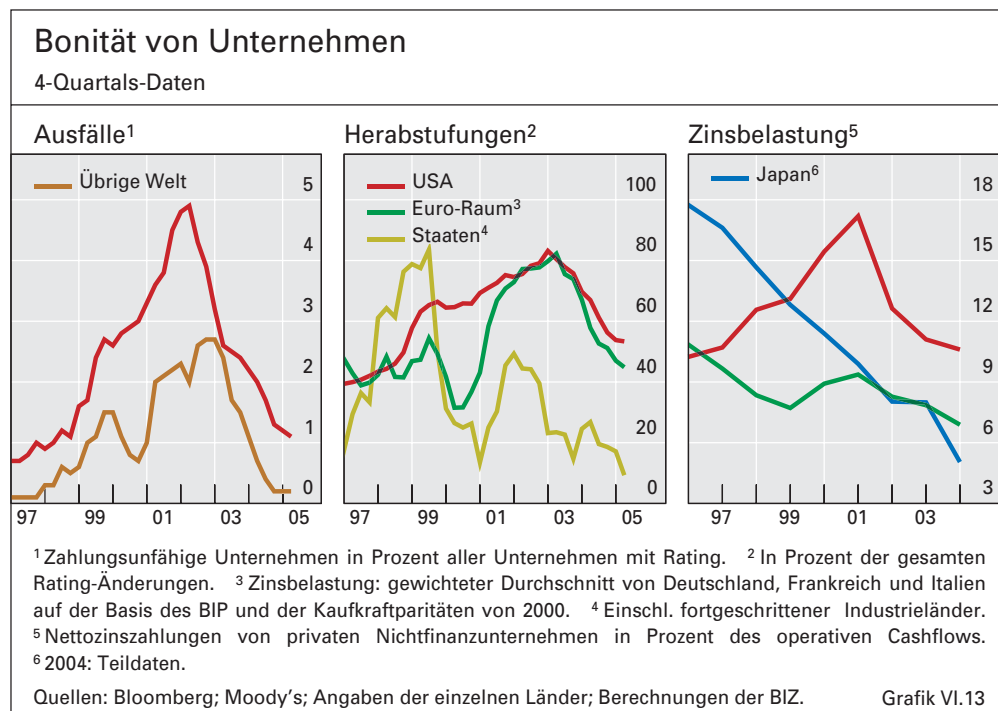
(Grafik VI.12). Die Spreads auf Unternehmenstitel hatten im Februar 2005 fast ein Rekordtief erreicht, und die Spreads auf Titel aufstrebender Volkswirtschaften erreichten sogar neue historische Tiefstwerte. Danach stieg die Risikoaversion der Anleger an den Kreditmärkten, und es folgte eine Verkaufswelle. Mitte Mai 2005 standen die Spreads auf in US-Dollar denominateden Unternehmensanleihen mit A-Rating bei 78 Basispunkten, d.h. 14 Basispunkte höher als im Februar 2005, etwa auf dem gleichen Niveau wie ein Jahr zuvor und 33 Basispunkte oberhalb ihres Tiefstwerts vom Oktober 1997. Mit 383 Basispunkten waren die Spreads für Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften Mitte Mai 2005 um 38 Basispunkte höher als im Februar 2005, aber deutlich niedriger als ein Jahr zuvor und sogar unterhalb ihres Tiefpunkts vom Oktober 1997.

Kreditqualität: Höhepunkt erreicht?

Deutliche
Verbesserung der
Bonität ...

Die Zuversicht der Anleger an den Kreditmärkten stützte sich auf eine deutliche Verbesserung der Kreditqualität im Jahr 2004. In den wichtigsten Volkswirtschaften fiel die Zahl der Ausfälle und Rating-Herabstufungen von Unternehmen – die im Jahr 2001 fast historische Spitzenwerte erreicht hatte – auf ein so niedriges Niveau wie zuletzt im Jahr 1997, auf dem Höhepunkt des vorangegangenen Kreditzyklus (Grafik VI.13). Die Rating-Änderungen von Moody's für US-Unternehmen waren im Jahr 2004 nur zu 54% Herabstufungen (gegenüber 83% im Jahr 2002), eine ähnliche Situation wie 1998. Zudem sank die Belastung des Cashflows durch Zinsaufwendungen – ein häufig verwendeter Vorlaufindikator für Anspannungen bei Unternehmen – auf den tiefsten Wert seit vielen Jahren.

Auch die Wirtschafts- und Finanzlage der aufstrebenden Volkswirtschaften war so dynamisch wie seit Jahren nicht mehr. Einige Länder profitierten von hohen Rohstoffpreisen, und viele aufstrebende Volkswirtschaften



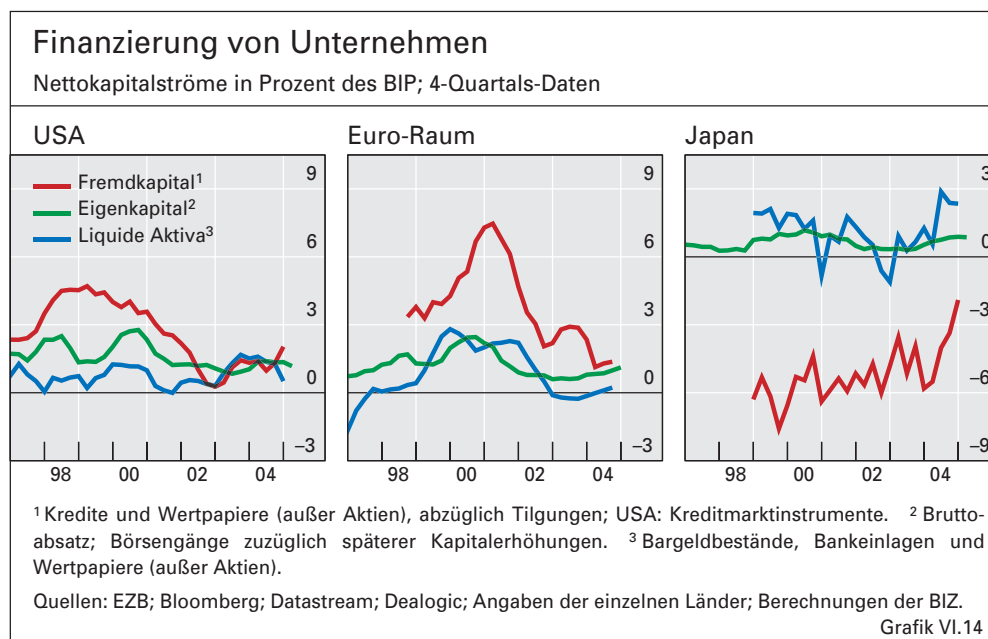
konnten ihre Schockresistenz durch Verbesserungen der Auslandspositionen, der Finanzsysteme sowie der Fiskal- und der Geldpolitik erhöhen (Kapitel III). Im Jahr 2004 betrug das Verhältnis der heraufgestuften zu den herabgestuften staatlichen Schuldnern annähernd 5:1.

Trotz der allgemeinen Verbesserung der Kreditqualität gerieten einige Schuldner in Schwierigkeiten, allen voran die Automobilhersteller in den USA und namentlich General Motors, einer der größten Schuldner am Markt für US-Unternehmensanleihen. Eine Serie schwacher Gewinnmeldungen und negativer Nachrichten bezüglich der Bonität von General Motors – bis hin zum Verlust des „investment grade“-Ratings – führten dazu, dass die Spreads auf Credit Default Swaps (CDS) dieses Unternehmens von etwa 200 Basispunkten Mitte 2004 auf 280 Basispunkte zum Jahresende und auf über 900 Basispunkte im April 2005 emporschnellten. Auch die Versicherungsbranche und die Pharmaindustrie gerieten in Schwierigkeiten; beide wurden von den US-Behörden schärferen Prüfungen unterzogen, nachdem unlautere Verkaufspraktiken bekannt geworden waren (zur Versicherungsbranche s. Kapitel VII). Unter den staatlichen Schuldnern wurden die Philippinen aufgrund fiskalpolitischer Probleme herabgestuft, während u.a. die Ukraine und Ecuador durch politisch instabile Verhältnisse an Bonität verloren.

Während des größten Teils des Berichtszeitraums bewerteten die Anleger solche Schwierigkeiten als Einzelereignisse, nicht als Symptome weiterreichender Bonitätsprobleme. Ab Ende 2004 mehrten sich jedoch die Anzeichen, dass die Kreditqualität der Unternehmen ihren Höhepunkt erreicht haben könnte. Insbesondere in den USA nahmen die Unternehmen mehr Mittel auf (Grafik VI.14). Im Gesamtjahr 2004 erhöhten sich ihre ausstehenden Bankschulden und Commercial Paper erstmals seit 2000 wieder. Auch wuchsen die Bargeldbestände und anderen liquiden Aktiva der US-Unternehmen ab Ende 2004 nicht mehr so außergewöhnlich rasch an wie 2003 und im ersten Halbjahr 2004.

... doch Schwierigkeiten in einigen Branchen, besonders in der Automobilindustrie

Höherer Finanzierungsbedarf bei US-Unternehmen ...



... für Investitions-
ausgaben und
Übernahmen ...

Der offenbar höhere Finanzierungsbedarf der US-Unternehmen entstand weitgehend aus höheren Aufwendungen für Investitionen und Übernahmen (und war der Kreditqualität somit nicht notwendigerweise abträglich). Nach drei Jahren ohne nennenswerte Veränderungen stieg die Investitionstätigkeit der US-Unternehmen im Jahr 2004 sprunghaft an (Kapitel II). Fusionen und Übernahmen erholten sich von ihrem zyklischen Tief. Viele dieser Transaktionen wurden mit Aktien oder Liquiditätsüberschüssen finanziert, ein erheblicher Anteil jedoch mit Fremdmitteln. Den vermehrten Investitionsausgaben und Übernahmen stand eine Verlangsamung des Gewinnwachstums gegenüber, was der Fähigkeit der Unternehmen zur Finanzierung mit selbsterwirtschafteten Mitteln Grenzen setzte.

... sowie Aktionen
zugunsten der
Anteilseigner

Zusätzlicher Finanzierungsbedarf ergab sich aus Bemühungen der US-Unternehmen, die Erträge der Anteilseigner zu steigern. Viele Unternehmen hoben ihre Dividenden an. Bei den Unternehmen des S&P 500 stiegen die Dividenden je Aktie im Jahr 2004 um 12%, nachdem sie im Durchschnitt der vorangegangenen zehn Jahre jährlich um 3% gestiegen waren. Manche Unternehmen begannen auch, ihren Fremdkapitalanteil zu erhöhen. Die Aktienrückkäufe überstiegen 2004 ihren bisherigen Rekord aus dem Jahr 2000. Zweck dieser Rückkäufe war in den meisten Fällen der Ausgleich von während des Jahres ausgeübten Mitarbeiteraktienoptionen, bei einigen Unternehmen spielte jedoch auch die Entscheidung, mit einem höheren Verschuldungsgrad zu operieren, eine Rolle. Tatsächlich zählten Aktienrückkäufe und Dividendenausschüttungen im Jahr 2004 zu den wichtigsten treibenden Kräften des Absatzes am Markt für Unternehmensanleihen, und fremdfinanzierte Übernahmen bzw. Management-Buyouts hatten einen erheblichen Anteil an der Aktivität der Märkte für hochrentierende Anleihen und Konsortialkredite.

In Europa stand die Notwendigkeit einer weiteren Bilanzkonsolidierung im Vordergrund. Zwar erhöhten wie in den USA viele börsennotierte Großunternehmen ihre Dividenden und kündigten Aktienrückkäufe an; auch fremdfinanzierte Übernahmen wurden häufiger, da Private-Equity-Gesellschaften in vielen europäischen Ländern ihre Aktivitäten ausweiteten. Im Gegensatz zu den USA ging die Mittelaufnahme der Unternehmen 2004 jedoch insgesamt weiter zurück und erreichte ihren niedrigsten Stand seit Jahren. Die noch immer schwache Investitionstätigkeit, gepaart mit zweistelligen Gewinnzuwächsen, begrenzte den externen Finanzierungsbedarf der Unternehmen. Zudem könnten veränderte Kreditvergabepraktiken der Banken Firmen, die sich traditionell über Banken finanzieren – überwiegend nicht börsennotierte kleine und mittlere Unternehmen –, zum Schuldenabbau veranlasst haben. Schließlich beschafften manche Unternehmen neues Kapital über die Aktienmärkte. Zwar gab es 2004 relativ wenige Börsengänge, doch die börsennotierten Unternehmen, insbesondere Banken und Telekommunikationsunternehmen, nahmen durch Kapitalerhöhungen Rekordbeträge auf.

Seit neun Jahren
Schuldenabbau in
Japan

Die japanischen Unternehmen setzten ihre schon ein Jahrzehnt anhaltenden Bemühungen zur Stärkung ihrer Bilanzen fort. 2004 wuchsen die Gewinne so rasch wie seit Jahren nicht mehr. Statt die höheren Cashflows ausschließlich zu vermehrter Schuldentilgung zu nutzen, zogen es die

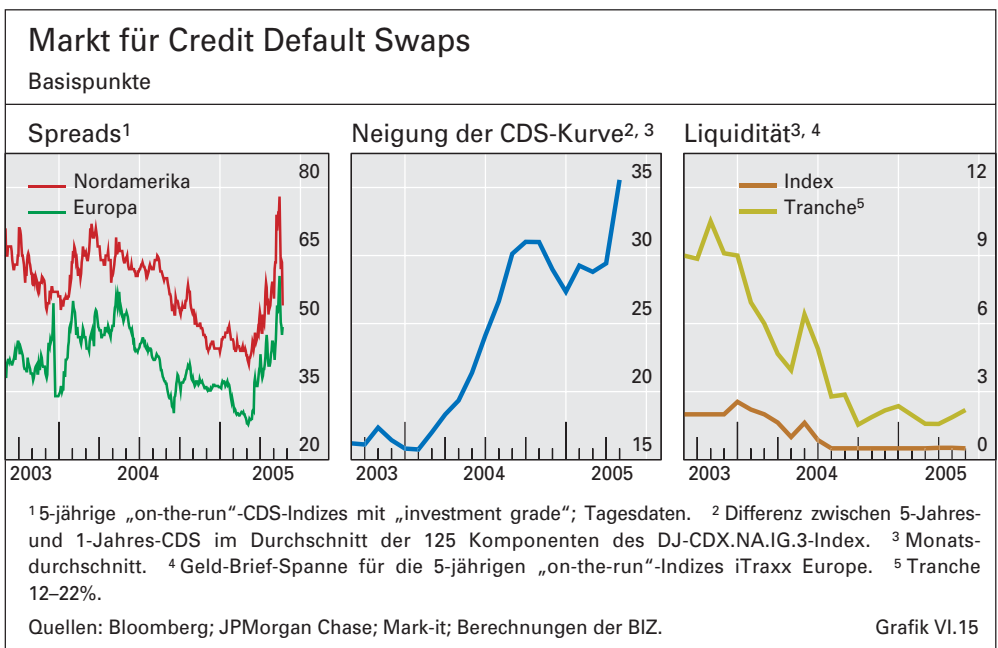
japanischen Firmen allerdings vor, ihre Investitionstätigkeit auszuweiten und ihre Liquiditätsreserven aufzustocken. So verlangsamte sich der Schuldenabbau 2004 deutlich, obwohl die Tilgungszahlungen die Neuaufnahme von Fremdmitteln im neunten aufeinanderfolgenden Jahr überstiegen.

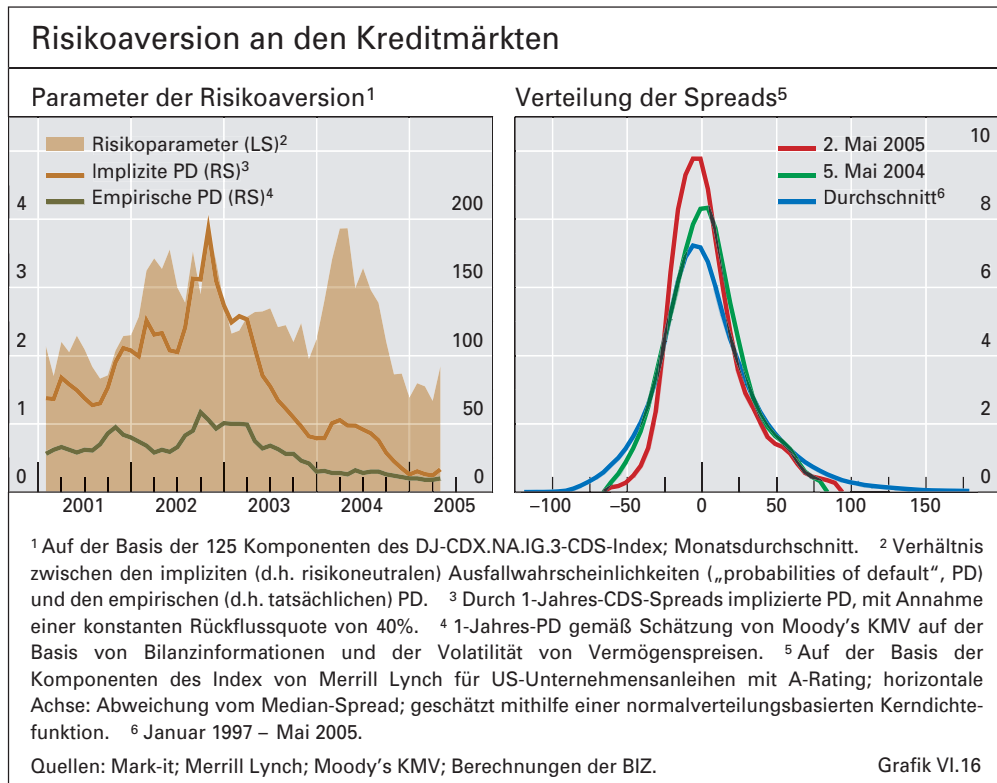
Veränderung der Risikoaversion

Neben der Kreditqualität, die seit Jahren nicht mehr so hoch erschienen war, beeinflusste auch die Bereitschaft der Anleger, Risiken weniger stark zu bewerten, die Spreads auf Staats- und Unternehmenstitel. Über weite Teile des Berichtszeitraums setzte sich der seit 2003 beobachtete Trend fort, dass die Anleger mit ihrem Renditestreben die Preise für risikoreiche oder illiquide Vermögenswerte in die Höhe trieben. Im März 2005 jedoch kehrte das Wort „Ereignisrisiko“ in das Vokabular der Anleger zurück. Nach einer Gewinnwarnung von General Motors gaben die Kreditmärkte im März und April alle Gewinne der vorausgegangenen zwölf Monate wieder ab (Grafik VI.15).

Ein Vergleich der Veränderungen der Ausfallwahrscheinlichkeit und der Bonitätsaufschläge zeigt, wie sich die von den Anlegern geforderte Risikoprämie im Zeitverlauf verändert hat. Konzeptionell entspricht die aus den Kreditrisikoprämien abgeleitete Ausfallwahrscheinlichkeit derjenigen, die aus Bilanzdaten, multipliziert mit einem Parameter für die Risikoaversion, abgeleitet wird. Eine Schätzung dieses Parameters zeigt das linke Feld der Grafik VI.16. Die Risikoaversion an den CDS-Märkten scheint Mitte 2002, nach dem Zusammenbruch von WorldCom, einen Höhepunkt erreicht zu haben. Ab Ende 2002 fiel sie steil ab, bis sie im ersten Quartal 2004, während der weltweiten Verkaufswelle an den Anleihenmärkten, vorübergehend wieder stieg. An den CDS-Märkten war die Schätzung des Anstiegs der Risikoaversion Anfang 2004 allerdings infolge der Auflösung fremdfinanzierter Geschäfte überzeichnet. Ende 2004 ging die Risikoaversion auf neue Tiefstände zurück, nahm aber im März und April 2005 wieder zu.

Risikoaversion
Ende 2004 auf
neuem Tiefpunkt





Ein ähnliches Resultat ergeben Messungen der Differenzierung zwischen Unternehmensschuldern. Die geringere Streuung der Kreditrisikoprämien für Schuldner innerhalb einer Rating-Klasse lässt vermuten, dass die Anleger Anfang 2005 nicht so deutlich zwischen Schuldnern differenzierten wie zuvor (Grafik VI.16 rechts). Selbst nach der Verkaufswelle an den Kreditmärkten lagen die Spreads für Schuldner mit A-Rating enger beieinander als im Durchschnitt der Jahre seit 1997. Bei anderen Rating-Klassen zeigte sich das gleiche Bild.

Vermögenswerte mit höheren Renditen stark gefragt

Ein weiteres, wenn auch eher indirektes Indiz für die Risikobereitschaft der Anleger war die starke Nachfrage nach Vermögenswerten, die Renditesteigerungen boten. Strukturierte Produkte wie forderungsgedekte Schuldverschreibungen („collateralised debt obligations“, CDO) waren besonders beliebt (s. weiter unten). Die vorrangigen Tranchen strukturierter Produkte haben gewöhnlich ein hohes Rating, häufig AAA, rentieren jedoch aufgrund ihrer Komplexität, Illiquidität und Risiko/Ertrags-Profile wesentlich höher als Unternehmensanleihen mit vergleichbarem Rating. Angezogen von der steilen CDS-Kurve, schichteten Anleger auch in langfristige Instrumente um. Die Laufzeitprämie zwischen den Spreads auf 5-Jahres- und 1-Jahres-CDS sank Ende 2004, stieg im April 2005 während der Verkaufswelle an den Kreditmärkten aber wieder an (Grafik VI.15).

Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften nutzten die Aufgeschlossenheit der Anleger gegenüber innovativen, höherrentierenden Werten und erweiterten ihren Absatz von Anleihen in Landeswährung. Im August 2004 begab Uruguay erst als zweiter staatlicher Schuldner ohne „investment grade“ eine Globalanleihe in seiner eigenen Währung (der erste war Argentinien im Jahr 1997 gewesen), und im November folgte als drittes Land Kolumbien. Bald

darauf begabten brasilianische Unternehmen in Real denominated Globalanleihen. Derartige Instrumente helfen Schuldern aus aufstrebenden Volkswirtschaften auch, ihre Anfälligkeit gegenüber Währungsinkongruenzen zu verringern (Kapitel III).

Ein wichtiger Grund für den Rückgang der Risikoprämien ist der Eindruck der Anleger, dass die zugrundeliegende Wirtschaftsentwicklung solide ist. Über lange Zeithorizonte ist die Risikobereitschaft tendenziell prozyklisch: Sie steigt, wenn eine Verbesserung der Fundamentaldaten wahrgenommen wird, und fällt, wenn sie sich zu verschlechtern scheinen. So unterstützte das robuste globale Wachstum den Rückgang der Risikoaversion im Jahr 2004, während Abwärtskorrekturen der globalen Wachstumsprognosen die Verkaufswelle an den Kreditmärkten im März und April 2005 verstärkt haben dürften.

Geringe Risikoaversion unterstützt durch starkes Wachstum ...

Ein weiterer unmittelbarer Bestimmungsfaktor der rückläufigen effektiven Risikoaversion waren möglicherweise Veränderungen in der Zusammensetzung der Marktteilnehmer. Das Wachstum des Marktes für CDO und die daraus folgende Nachfrage der CDO-Manager nach risikoreicheren Schuldtiteln („structured credit bid“) dürfte die kollektive Risikopräferenz an den Kreditmärkten verändert haben (s. weiter unten). Ähnlich könnte sich die zunehmende Aktivität von Hedge-Fonds an den Märkten für Kreditderivate und strukturierte Finanzierungen ausgewirkt haben (Kapitel VII).

... veränderte Zusammensetzung der Marktteilnehmer ...

Nicht zuletzt hatte auch das niedrige Zinsniveau in den wichtigsten Wirtschaftsräumen offenbar einen Einfluss auf die Risikobereitschaft der Anleger. Insofern als die niedrigen Leitzinsen die Kosten von Finanzierungen verringert und ihre Verfügbarkeit gesteigert haben, dürften sie auch die Haltekosten gesenkt und die Sicherheitenbewertungen in die Höhe getrieben haben. Dies wiederum kann dazu führen, dass größere Risiken eingegangen werden. Zudem üben niedrige Leitzinsen im Zusammenspiel mit anderen Bestimmungsfaktoren der Risikoaversion einen Einfluss aus, z.B. dadurch, dass sie spekulative Geschäfte erleichtern. Angesichts psychologischer Faktoren und institutioneller Beschränkungen dürften niedrige Zinsen auch per se ein Renditestreben auslösen. Wie im *74. Jahresbericht* erörtert, scheinen viele Anleger nicht gewillt oder nicht imstande zu sein, bei grundlegenden Veränderungen der Marktbedingungen ihre nominalen Renditeziele entsprechend anzupassen. Mit historisch tiefen Nominalrenditen für erstklassige Staatspapiere konfrontiert, sind die Anleger in den letzten Jahren wohl zusätzliche Kreditrisiken eingegangen, um die Nominalrenditen halten zu können, die sie in Zeiten höherer Zinsen erreicht hatten.

... und niedrige Leitzinsen

Kreditrisikoprämien, Ereignisrisiko und Leitzinsen

Wenn die Anleger die Risiken zu tief bewertet haben, könnte den Kreditmärkten sogar eine noch drastischere Risikoneubewertung drohen, als sie im Zeitraum März bis Mai 2005 stattfand. Ein möglicher Auslöser hierfür könnte das Ereignisrisiko sein. Wie die Ereignisse vom März 2005 gezeigt haben, können Schwierigkeiten einer bestimmten Branche oder sogar eines bestimmten Schuldners den gesamten Markt in Mitleidenschaft ziehen. Die Verkaufswelle an den Kreditmärkten, die auf die Gewinnwarnung von General Motors folgte, erinnerte an das Jahr 2002. Damals hatten die Ereignisse um

Vermehrte Risikoneubewertung möglich durch Ereignisrisiko ...

WorldCom dazu geführt, dass die Anleger gegenüber Schuldtiteln, bei denen mit einer Rating-Herabstufung zu rechnen war, vorsichtiger wurden und den verbreiteten Unregelmäßigkeiten in der Unternehmensführung mehr Beachtung schenkten. An die Herabstufung von Ford und General Motors unterhalb „investment grade“ Anfang Mai 2005 passten sich die Kreditmärkte hingegen reibungslos an, obwohl die Schulden der beiden Automobilhersteller weit höher waren als seinerzeit die von WorldCom.

... oder höhere
Leitzinsen

Ein weiterer möglicher Auslöser könnte eine unerwartete Anhebung der Leitzinsen sein. Leitzinsanhebungen sind bislang allgemein vorausgesehen worden. Neupositionierungen von Anlegern erfolgten daher ohne nennenswerte Störungen an den Kreditmärkten. Ein unerwartet hoher Anstieg der Leitzinsen könnte jedoch weniger harmlose Auswirkungen haben. Er könnte z.B. zu einer massiven Korrektur der Bewertungen von Sicherheiten führen, die wiederum Anleger bewegen könnte, sich auf weniger risikoreiche Vermögenswerte zu konzentrieren. Die Auflösung fremdfinanzierter Positionen könnte die Verkaufswelle an den von Hedge-Fonds und anderen fremdfinanzierten Anlegern bevorzugten Märkten verstärken, z.B. dem Markt für Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften.

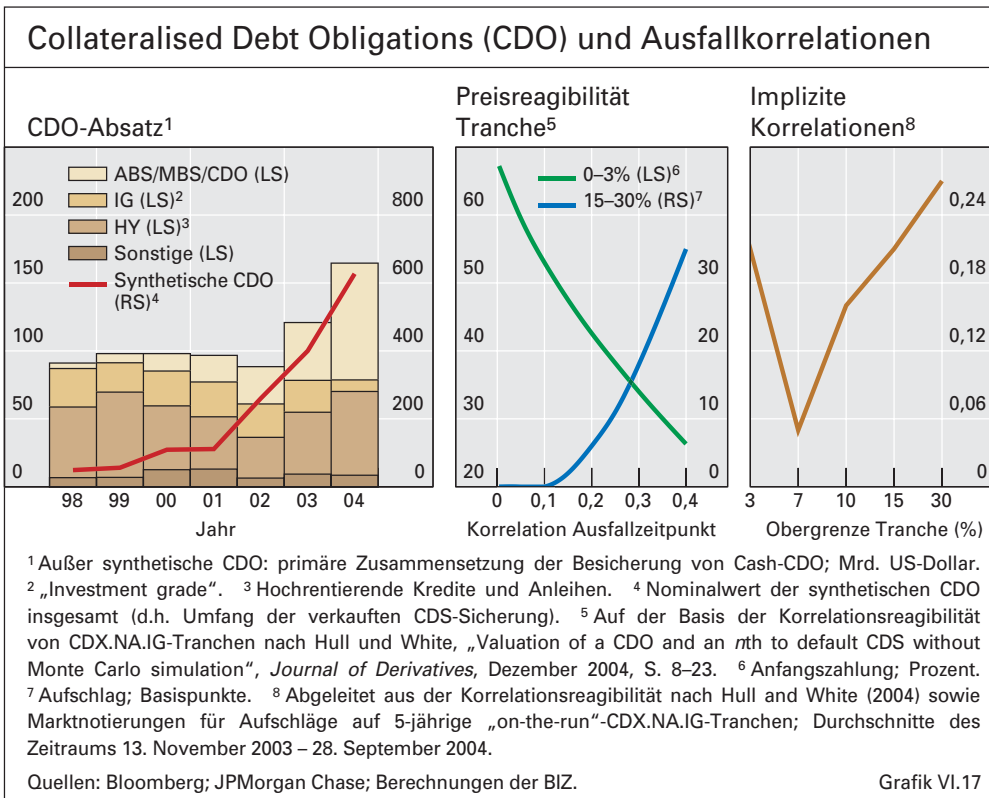
Die Folgen einer vermehrten Neubewertung der Risiken sind schwer abzuschätzen. Zum Teil dürften sie von der zugrundeliegenden Stärke der Wirtschaft abhängen. Wenn sich die Fundamentaldaten nicht erheblich und unerwartet verschlechtern, könnten die allgemeinen Bedingungen eine Verankerung der Erwartungen erleichtern und so die Auswirkungen des Ereignisrisikos mildern. Auch die Auswirkungen höherer Leitzinsen auf Risikoaversion und Kreditqualität könnten durch ein robustes Wirtschaftswachstum ausgeglichen werden. Dies gilt möglicherweise weniger für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften, die vom Wachstum der US-Wirtschaft kaum in gleicher Weise profitieren dürften wie US-Unternehmen. Eine Rolle würden auch Marktfaktoren spielen, die die Höhe und Verteilung von Risiken im System beeinflussen. Diesbezügliche Unsicherheiten wurden in den vergangenen Jahren durch grundlegende Strukturveränderungen an den Kreditmärkten verstärkt.

Strukturwandel an den Kreditmärkten

Bedeutende
Änderungen an den
Kreditmärkten:

Eine der bedeutendsten Finanzmarktentwicklungen der letzten Jahre war das Aufkommen neuer Wertpapiere für die Übertragung von Kreditrisiken. Anleger haben heute viele neue Möglichkeiten, ihre Einschätzung der Kreditqualität zum Ausdruck zu bringen. Darüber hinaus sind Finanzinstitute – traditionell die wichtigsten Träger von Kreditrisiken – heutzutage zu einem effizienteren Risikohedging und -management in der Lage. Erleichtert wurde dies insbesondere durch die Entwicklung von auf CDS basierenden Produkten und CDO.

Das exponentielle Wachstum des CDS-Marktes war für den Wandel im Kreditgeschäft ein zentrales Element: Es gab Anlegern die Möglichkeit, das Ausfallrisiko einzelner Schuldner zu übernehmen oder abzusichern. Der weltweit ausstehende Nominalwert von CDS-Kontrakten war Ende Juni 2004 mit \$ 4,5 Bio. sechsmal höher als Ende Juni 2001. Während des Berichtszeitraums



war die Einführung von Benchmark-Indizes für Spreads auf Einzeladressen-CDS der wichtigste Fortschritt am CDS-Markt. An diese Indizes gebundene Kontrakte werden mittlerweile weithin gehandelt, während eine solche Marktaktivität bei Wertpapieren auf der Basis herkömmlicher Unternehmensanleiheindizes noch nicht erreicht ist. Zusätzlich dienen diese Benchmark-Indizes als Basis für standardisierte Derivate, insbesondere CDS-Indextranchen (eine Art synthetische CDO) und Credit Default Swaptions.

– Einführung standardisierter, auf CDS-Indizes basierender Wertpapiere

Der breitere Markt für CDO hat sich ebenfalls in neue Richtungen entwickelt, sodass die Anleger technisch immer ausgefeiltere Möglichkeiten haben, ihre Portfolios individuell zu gestalten. Genaue Zahlen sind schwer erhältlich, doch eine Schätzung beziffert den Absatz von Cash-CDO für 2004 auf rund \$ 165 Mrd.; der Absatz synthetischer CDO wurde mit \$ 673 Mrd. sogar noch höher geschätzt (Grafik VI.17). Die Aktivität des letzten Jahres war weitgehend von Renditestreben geprägt und konzentrierte sich auf maßgeschneiderte CDO-Tranchen, auf Strukturen mit Sicherheitenpools aus hochrentierenden Krediten und strukturierten Finanzinstrumenten sowie auf Produkte mit höherem Fremdfinanzierungsanteil wie „CDO of CDO“ (sogenannte CDO-Squared).

– neue Formen von CDO

Obwohl diese neuen Kreditmärkte noch relativ klein sind, dürften die jüngsten Innovationen Handel und Umgang mit Kreditrisiken dauerhaft verändert haben.

Volkswirtschaftlicher Nutzen der Innovationen am Kreditmarkt

Innovationen bei Kreditderivaten und strukturierten Kreditinstrumenten haben dem Finanzsystem viele Vorteile gebracht. Hierzu zählen bessere Möglich-

Vorteile der jüngsten Innovationen:

keiten, zu diversifizieren und Positionen in spezifischen Arten von Kreditrisiken einzugehen, insbesondere in Bezug auf Kreditkorrelationen, aber auch eine Erweiterung der Anlegerbasis am gesamten Kreditmarkt mit der entsprechenden Integrationswirkung sowie eine Vertiefung des Handels an den Kreditmärkten (höhere Marktliquidität). Im Folgenden werden diese Vorteile einzeln erörtert.

– bessere
Diversifizierungs-
möglichkeiten

Erstens werden die Märkte vollständiger und bieten Anlegern dadurch größere Diversifizierungsmöglichkeiten. Für die Marktteilnehmer ist es nun leichter, durch Einzeladressen- oder Indexswaps in den wichtigsten Volkswirtschaften und sogar in einigen kleineren Regionen Long- oder Short-Positionen in Kreditrisiken einzugehen, und dies in allen Branchen und Kreditqualitäten. Fremdfinanzierte Kreditinstrumente wie CDO erlauben es den Anlegern, Risiken in verschiedenen Segmenten einer Ausfallverlustverteilung zu übernehmen, indem sie auf einen Wertpapierpool bezogene Tranchen kaufen. Darüber hinaus hat sich die Palette der Sicherheiten in CDO in den beiden letzten Jahren erheblich ausgeweitet. Die Einführung strukturierter Kreditinstrumente bedeutet, dass die verschiedenen Qualitäten innerhalb einer Portfoliokapitalstruktur nun aktiv gehandelt werden.

Insbesondere lassen sich mit CDO-Tranchen Kreditrisikokorrelationen gezielter nutzen. Durch den Handel mit ausgesprochen korrelationsreagiblen Wertpapieren können Anleger ihr systematisches Ausfall- und Rückzahlungsrisiko leichter verändern. Die hohe Liquidität von CDS-Indextranchen, die sich zum Teil aus ihrem standardisierten Format ergibt, bedeutet, dass diese Risiken nun effizienter gehandelt werden. Um zu zeigen, wie Anleger Positionen in unterschiedlichen Korrelationen eingehen können, illustriert Grafik VI.17, wie sich die Darstellung der Portfolioverlustverteilung und der Wert verschiedener Tranchen im Verhältnis zur Ausfallkorrelation verändern können. Allgemein gesprochen verringert eine höhere Ausfallkorrelation tendenziell das Risiko (und erhöht damit den Wert) derjenigen Tranche, die zuerst Verluste tragen muss (Equity-Tranche), während Super-Senior-Tranchen mit hohem Rating riskanter werden. So können Anleger das Korrelationsrisiko steuern, indem sie Long- oder Short-Positionen in verschiedenen Tranchen eingehen.

– größere Markt-
integration

Zweitens werden die Kreditmärkte stärker integriert, sowohl im Hinblick auf die Anlegerbasis als auch die Anlagekategorien. Breitere Anlegerkreise engagieren sich durch strukturierte Kreditprodukte implizit im gesamten Kreditspektrum. Die Aktivität von Hedge-Fonds, die in ihren Anlageentscheidungen nur wenigen Einschränkungen unterliegen, ist deutlich gestiegen. Darüber hinaus suchen neben Banken, Versicherungsunternehmen und Hedge-Fonds auch andere Vermögensverwalter zunehmend Mandate, in CDS-Produkte und CDO zu investieren. Zudem haben Anleger begonnen, umfassendere Strategien anzuwenden, die Zins-, Kredit- wie auch Aktienmärkte einbeziehen, und viele Handelsabteilungen wurden mit Blick auf diese größere Integration neu organisiert.

– höhere Liquidität

Drittens haben diese neuen Instrumente die Liquidität an den Kreditmärkten erhöht, z.B. durch die Entstehung echter zweiseitiger Märkte mit Kauf- und Verkaufsgeschäft. Die Volumina sind erheblich gewachsen, und die Geld-Brief-Spannen von CDS-Indizes und -Indextranchen sind sehr eng geworden: unter

1 Basispunkt für den marktbreiten europäischen Investment-Grade-Index und rund 4 bzw. 2 Basispunkte für Junior-Mezzanine-Tranchen (3–6%) und Super-Senior-Tranchen (12–22%) (Grafik VI.15 rechts). Im Gegensatz dazu ist der Markt für Unternehmensanleihen nach wie vor recht illiquide, und infolge des Schuldenabbaus der Unternehmen ist das Angebot in den letzten Jahren besonders knapp.

Insgesamt dürfte diese Stärkung des Kreditmarktes auf lange Sicht zu einem allgemeinen Rückgang finanzieller Risiken und insbesondere zu niedrigeren durchschnittlichen Kreditrisikoprämien führen. Eine bessere Diversifizierung der Portfolios dürfte die Risikoprämien für Einzeladressentitel senken, und infolge der Vertiefung und Verbreiterung des Marktes sind geringere Liquiditätsprämien zu erwarten. Inwieweit die Stärkung des Kreditmarktes zu den niedrigen Kreditrisikoprämien in letzter Zeit beigetragen hat, ist natürlich eine offene Frage. Dennoch deutet einiges darauf hin, dass die „structured credit bids“ infolge der hohen Nachfrage von CDO-Arrangeuren nach Sicherheiten die Kreditrisikoprämien tatsächlich reduziert haben.

Entsprechend
niedrigeres Risiko
auf lange Sicht

Trotz der zahlreichen kürzlichen Innovationen bleiben noch viele Entwicklungsmöglichkeiten für die Märkte. So gibt es z.B. noch immer keinen Kredit-Futures-Markt, und der Markt für Credit Default Swaptions – Optionen auf CDS-Kontrakte – ist verhältnismäßig illiquide. Die Einführung von Fixings auf CDS-Indexswaps im März 2005 dürfte dem Wachstum an diesen und anderen Märkten für CDS-Derivate zugute kommen.

Wichtige Unsicherheiten

Neben den vielen Vorteilen bringen die jüngsten Innovationen auch potenzielle Risiken mit sich, zumal sich der Markt noch in einem frühen Entwicklungsstadium befindet. Hier geben vor allem zwei Bereiche Anlass zur Sorge: die Komplexität der Produkte und das Funktionieren des Marktes unter Anspannung.

Noch
Unsicherheiten
trotz der Fortschritte,
denn ...

Erstens sind strukturierte Kreditprodukte sehr komplexe Wertpapiere, und die mit ihnen verbundenen Risiken sind möglicherweise nicht allen Marktteilnehmern vollkommen bewusst. Die Vertragsbedingungen von CDO-Kontrakten sind nicht immer leicht zu verstehen, und die Komplexität der Geschäfte hat die Modellierung von Risiken in vielfältiger Weise erschwert. Zwar wurden Anstrengungen unternommen, realistischere Preisfindungsmodelle und neue Risikomanagementsysteme zu entwickeln, doch viele Marktteilnehmer sind noch dabei, ihre analytische Kompetenz auszubauen. Infolgedessen haben Rating-Agenturen bei der bisherigen Entwicklung des Marktes eine zentrale Rolle gespielt. Die Qualität von CDO-Ratings ist allerdings noch wenig erprobt, und die Faustregeln, nach denen sich Anleger an Ratings für Unternehmensanleihen orientieren, können irreführend sein, wenn sie auf strukturierte Instrumente mit hohem Fremdfinanzierungsanteil angewendet werden. Ganz allgemein muss sogar das Wissen um die Art der Portfolioverlustverteilungen, das Risikoprofil von CDO-Tranchen und ihre Reagibilität gegenüber Kreditrisikokorrelationen noch wachsen. So deutet z.B. die Verzerrung der Korrelation („smile“) bei den Preisen für CDS-Indextranchen (Grafik VI.17) darauf hin, dass Standardmodelle für Portfoliorisiken unzu-

... strukturierte
Produkte sind
hochkomplex und
können versteckte
Risiken enthalten ...

länglich sein könnten. Diese Modelle setzen voraus, dass die Wechselwirkungen zwischen allen Komponenten des Index in einem einzigen Korrelationsparameter erfasst werden; tatsächlich jedoch implizieren die Spreads für unterschiedliche Tranchen unterschiedliche Schätzungen der Korrelation.

... und die Nagelprobe für die Robustheit dieser neuen Märkte steht noch aus

Zweitens bleibt abzuwarten, wie die Märkte für CDS und CDO eine Serie von Kreditausfällen oder einen drastischen Umschwung im Kreditzyklus verkraften würden. Die günstigen Kreditkonditionen, die die Entwicklung dieser Märkte gefördert haben, werden möglicherweise nicht unbegrenzt Bestand haben. Eine Sorge betrifft die Auswirkung von Positionen mit hohem Fremdfinanzierungsanteil auf die Bilanzen von Finanzinstituten bei einem Marktumschwung. Eine weitere betrifft die Bedeutung der Institute mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation wie Hedge-Fonds für die Marktliquidität und das Finanzsystem; es ist denkbar, dass zweiseitige Märkte auch wieder verschwinden, da Sicherungsgeber sich genau dann zurückziehen, wenn Ausfallversicherungen am meisten gebraucht werden. In dieser Hinsicht scheinen die Märkte für CDS und CDS-Indextranchen trotz einiger Anzeichen von Turbulenzen in zumeist geordneter Form auf die jüngsten Ereignisse um General Motors und Ford reagiert zu haben. Allerdings waren die Rating-Herabstufungen dieser Unternehmen an den Kreditmärkten seit geraumer Zeit vorausgesehen worden. So geben die Ereignisse vom Frühjahr 2005 möglicherweise kein genaues Bild davon, wie diese Märkte unter Anspannung funktionieren würden.