

VI. Finanzmärkte

Schwerpunkte

Im vergangenen Jahr fand an den Finanzmärkten ein Richtungswechsel statt. An den bedeutenden Aktienmärkten der Welt endete eine außergewöhnliche 5jährige Hausse mit einem Kursverfall, der sich rückblickend als das Schrumpfen einer weltweiten Preisblase bei den Vermögenswerten erwies. Die Märkte mit den stärksten Kursanstiegen verzeichneten meist auch die massivsten Einbrüche; am ausgeprägtesten war dieses Muster von Aufstieg und Fall an den Märkten für Technologiewerte. An den Anleihemärkten weiteten sich die Renditenabstände nach ihrer Verringerung 1999 im vergangenen Jahr wieder aus. Von dieser Umkehr in der Kursentwicklung waren auch die aufstrebenden Volkswirtschaften betroffen; insbesondere in Asien und Lateinamerika vergrößerten sich die Renditenaufschläge für Staatsanleihen, und die Aktienkurse gaben nach. Die Lockerung der US-Geldpolitik in den ersten Monaten 2001 ließ die Renditedifferenzen wieder enger werden, bewirkte aber an den Aktienmärkten nur eine zögerliche Erholung. Die unsicheren Gewinnaussichten ließen die Frage offen, ob die Aktienkurskorrektur abgeschlossen war.

Die Kurseinbrüche im Jahr 2000 stellen weitgehend eine Korrektur von Übertreibungen dar, die eine Folge des bis dahin herrschenden Optimismus hinsichtlich der Unternehmensgewinne gewesen waren. Im Technologiebereich tat sich eine immer größere Lücke zwischen Aktienkurssteigerungen und Gewinnwachstum auf. Als die Stimmung der Anleger umschlug, fielen die Technologieaktienindizes in verschiedenen Ländern zugleich und unabhängig von der unterschiedlichen Ertragslage einzelner Unternehmen. An den Finanzmärkten hatten die Telekommunikationsunternehmen umfangreiche Mittel aufgenommen, als ihre Gewinnaussichten gut schienen, aber die Bereitschaft der Anleger, diese Mittel zur Verfügung zu stellen, wich bald der Besorgnis über die hohe Verschuldung. Zwar spielten das langsamere Wachstum der Weltwirtschaft und die sich verschlechternden Aussichten für die Unternehmensgewinne bei den Markteinbrüchen zweifellos eine Rolle, bemerkenswert war aber, daß sich viele dieser heftigen Kursauschläge nicht eindeutig durch neue Informationen über Fundamentaldaten erklären ließen.

Die Aktien- und Anleiheemissionen von Schuldern mit höherem Risiko, insbesondere Technologieunternehmen, verlangsamten sich im zweiten Halbjahr 2000 deutlich gegenüber dem rasanten Tempo des ersten Halbjahres. Diese Schuldner nahmen vermehrt den Geldmarkt in Anspruch, wo die Zinsaufschläge nicht so stark anstiegen. Unternehmen mit hoher Bonität blieben jedoch an den Primärmärkten aktiv. Da das Angebot an Staatspapieren abnahm, wandten sich die Anleger, die bei sich verschärfenden Kreditkonditionen Sicherheit anstrebten, erstklassigen Wertpapieren zu (z.B. von

„Fannie Mae“ und „Freddie Mac“, d.h. der Federal National Mortgage Association und der Federal Home Loan Mortgage Corporation in den USA).

Ungeachtet der allgemeinen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen versuchten die Anleger, die sich in aufstrebenden Volkswirtschaften engagierten, unter den potentiellen Schuldnern nach Kreditrisiko zu differenzieren. Offenbar wollten jedoch jene, die als kreditwürdig eingestuft wurden, meist gar keine Mittel aufnehmen. Anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse begrenzten die Nachfrage nach Auslandsfinanzierungen. Da die Länder Asiens sowie die ölexportierenden Länder Einlagen in Rekordhöhe tätigten, überstiegen im Jahr 2000 die Nettozuflüsse der an die BIZ berichtenden Banken aus den Entwicklungsländern insgesamt sogar die tilgungsbedingten Nettokapitalabflüsse während der Finanzkrisen 1997–99.

Trotz heftiger Preisausschläge funktionierten die Finanzmärkte in der jüngsten Phase sich verschlechternder Finanzierungsbedingungen reibungslos. Anfang 2000 hatte der Prozeß der Anpassung an ein sinkendes Angebot von Staatspapieren am Primärmarkt Besorgnis darüber geweckt, wie einige der wichtigsten Märkte, insbesondere der US-Markt für festverzinsliche Instrumente, funktionieren würden. Solche Bedenken schwanden im zweiten Halbjahr. Die Anleger gewöhnten sich daran, für Absicherungs-, Preisfindungs- und weitere Zwecke, für die bisher im allgemeinen Staatspapiere verwendet worden waren, private Instrumente wie Zinsswaps einzusetzen.

Aktienmärkte

Übersteigerte Vermögenspreise oder Fundamentalfaktoren

Von April 2000 bis ins erste Quartal 2001 war ein allgemeiner deutlicher Kursrückgang an den internationalen Aktienmärkten zu verzeichnen. Einen vergleichbaren Kursverfall hatte es im Jahre 1990 gegeben, als die Weltwirtschaft das letzte Mal in eine Rezession geraten war. Allerdings hatten die Kursverluste jeweils grundlegend andere Ursachen. Im August und September 1990 fiel der MSCI World Index um 21%. Diese Verluste dürften damals auf die gesamtwirtschaftlichen Eckdaten zurückzuführen gewesen sein, und zwar in erster Linie auf den Schock, den die Verdoppelung der Ölpreise nach der irakischen Invasion in Kuwait verursacht hatte. In der jüngsten weltweiten Aktienbaisse gab der MSCI World Index von April 2000 bis März 2001 um 23% nach. Diesmal schienen die Verluste aber eher dem Schrumpfen einer weltweiten Kursblase an den Aktienmärkten zu entsprechen als einem in erster Linie durch gesamtwirtschaftliche Entwicklungen ausgelösten Einbruch. Dennoch wurden Zeitpunkt und Ausmaß des Kursrückgangs zweifelsohne durch das sich wandelnde gesamtwirtschaftliche Umfeld bestimmt.

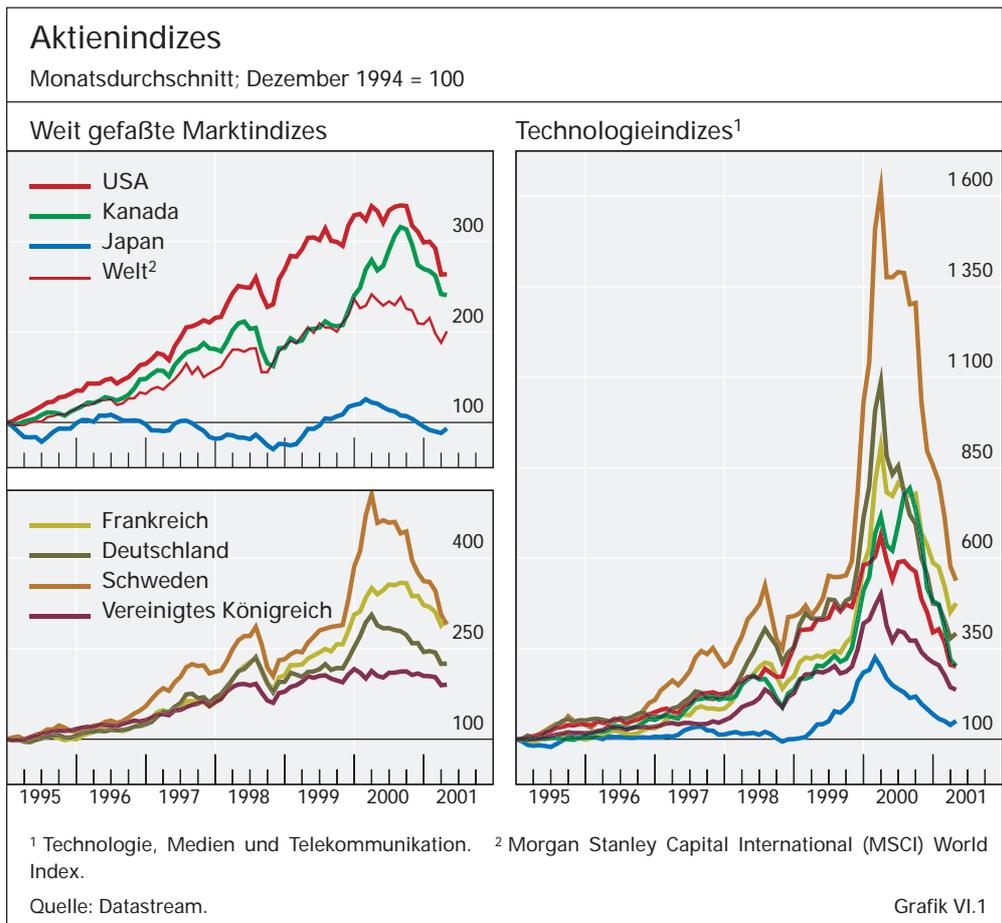
Die These, daß es sich um eine weltweite Blase an den Aktienmärkten handelte, wird durch die Tatsache erhärtet, daß mehrere Märkte zunächst eine längere Phase mit außergewöhnlichen Kursanstiegen erlebten, auf die dann überall fast gleichzeitig ein Kursverfall folgte (Grafik VI.1). Diese parallel verlaufenden Kursbewegungen kamen trotz etwas divergierender gesamtwirtschaftlicher Eckdaten zustande. Der S&P 500 verdreifachte sich in

Kursverfall an den Aktienmärkten 2000 ähnlich wie 1990 ...

... aber aus anderen Gründen

Außergewöhnliche Kursanstiege ...

... gefolgt von plötzlichem Kurseinbruch



den fünf Jahren bis zum März 2000. Die spektakulärsten Gewinne wurden an der Stockholmer Börse erzielt; der dortige Index legte im gleichen Zeitraum knapp um das Fünffache zu. Mit Gewinnen zwischen 150% und 250% lagen die Märkte in Paris, Amsterdam, Frankfurt und Toronto dicht dahinter. Die Kursanstiege schienen vor allem durch eine sich gegenseitig verstärkende Wirkung von Anlegeroptimismus und Herdenverhalten bedingt. Im März, auf dem Höhepunkt der Entwicklung, lag der Kurs der US-Aktien im Durchschnitt um das 33fache über dem tatsächlich erzielten Gewinn je Aktie, ein noch nie dagewesenes Kurs/Gewinn-Verhältnis. Im Frühjahr 2000 begannen die Kurse an all diesen weit gefaßten Märkten nachzugeben; dabei waren die stärksten Rückgänge in der Regel an jenen Märkten zu verzeichnen, an denen es zuvor zu den deutlichsten Anstiegen gekommen war.

Am auffälligsten verliefen der Anstieg und der nachfolgende Fall bei den Technologiewerten. Während des lange anhaltenden Kursanstiegs dieser Werte hatten die Marktanalysten die hohen Bewertungen mit Prognosen eines sich beschleunigenden Gewinnwachstums gerechtfertigt. Einige Marktbeobachter hatten außerdem ins Feld geführt, daß der Technologiebereich gegenüber einer konjunkturellen Verlangsamung oder einem Anstieg der Zinsen weitgehend immun sei. Diese Prognosen erwiesen sich jedoch als unbegründet, denn das Gewinnwachstum hatte nie mit den Kurssteigerungen Schritt halten können, so daß die Kurs/Gewinn-Verhältnisse immer höher wurden. Bei den US-Technologiewerten stiegen die Kurse fünf Jahre lang fast

Bei Technologiewerten Gewinnwachstum hinter Kursanstieg zurück

fünffmal so rasch wie die Gewinne (Tabelle VI.1). In den europäischen Ländern war der Unterschied noch größer. Im Vereinigten Königreich festigten sich die Kurse sogar bei sinkenden Gewinnen. Zudem begannen die Aktienkurse ihren Abstieg nach einer Phase steigender Zinsen, und bei den ersten Anzeichen eines konjunkturellen Abschwungs verlangsamte sich das Gewinnwachstum im Technologiebereich. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis gab zwar nach, dies war jedoch – wie meistens – eher auf sinkende Aktienkurse als auf steigende Gewinne zurückzuführen.

Bemerkenswert war, daß Zeitpunkt und Ausmaß des Kursverfalls bei den Technologiewerten überall ähnlich waren. Bei den meisten Werten begann der Rückgang im März oder April 2000. In der Regel belief er sich bis März 2001 auf 50–70%, und dies trotz der sehr unterschiedlichen Gewinnsteigerungen in den einzelnen Ländern (Tabelle VI.1). Diese synchronen Kursbewegungen lassen sich nicht vollständig durch fundamentale Gemeinsamkeiten der Bedingungen im Technologiebereich der einzelnen Länder erklären. Sie spiegeln eher den hohen Unsicherheitsgrad in der Bewertung wider, der die Anleger dazu veranlaßt haben mag, nach quantitativen Richtgrößen an anderen Aktienmärkten zu suchen. Dabei scheint der Nasdaq-Index, der führende Index bei den Technologiewerten, die wichtigste Ankerrolle gespielt zu haben. Als es aufgrund eines generell nachlassenden Gewinnwachstums keine Anhaltspunkte für einen weiteren Anstieg mehr zu geben schien, fielen daher die meisten Technologieindizes parallel zum Nasdaq.

Diese Ausrichtung auf eine quantitative Richtgröße erklärt, warum die europäischen Aktienmärkte den US-Märkten im vergangenen Jahr trotz einiger Divergenzen im gesamtwirtschaftlichen Umfeld auf ihrem Weg nach unten folgten. Die zahlreichen von europäischen Unternehmen vorgenommenen transatlantischen Fusionen und Übernahmen der letzten Jahre haben zwar eine Verbindung zwischen der Ertragslage europäischer Firmen und dem Wirtschaftsumfeld in den USA hergestellt, doch scheint die Korrelation der Renditen zwischen den Aktienmärkten in Europa und den USA größer gewesen zu sein, als sich durch gesamtwirtschaftliche Eckdaten allein erklären ließe.

Nasdaq als Richtgröße angesichts Unsicherheit in der Bewertung

Kurs/Gewinn-Verhältnis, Kursänderungen und Gewinnwachstum von Technologieaktien							
	Kurs/Gewinn-Verhältnis			Veränderung in Prozent			
	März 1995	März 2000	März 2001	März 1995–März 2000		März 2000–März 2001	
				Kurse	Gewinne	Kurse	Gewinne
Schweden	34,5	120,8	19,1	1 217	276	–65	124
Deutschland	16,9	63,3	30,4	909	169	–64	–24
Frankreich	11,3	63,8	21,0	804	60	–49	55
Italien	12,8	56,0	26,1	732	90	–44	19
Niederlande	14,7	64,6	33,0	654	71	–58	–18
Kanada	20,4	59,0	14,7	586	137	–53	88
USA	19,2	53,2	24,7	509	120	–55	– 2
Vereinigtes Königreich	15,4	72,1	36,0	352	–3	–49	2
Japan	57,3	169,3	89,3	254	20	–55	–15

Quellen: Datastream; eigene Berechnungen.

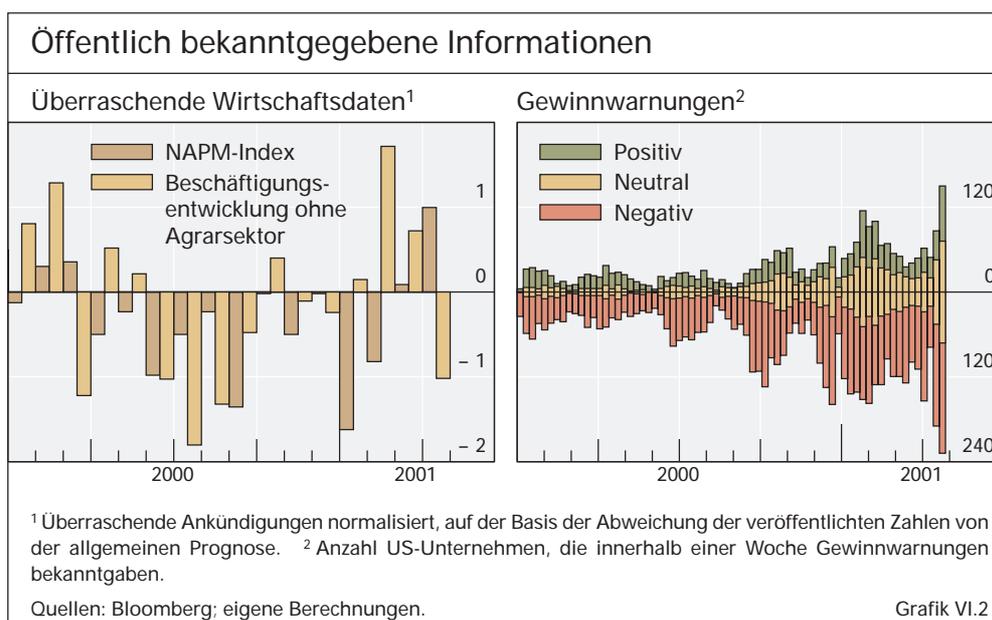
Tabelle VI.1

Informationen und Aktienkurse

Der jüngste Kursverfall an den Aktienmärkten erfolgte nicht von heute auf morgen, sondern erstreckte sich über mehrere Monate. Dabei erfolgten die Kursrückgänge größtenteils in zwei Runden. Die erste fand im April und Mai 2000 statt, die zweite begann im September 2000 und zog sich – mit einer kurzen Unterbrechung im Januar – über das gesamte erste Quartal 2001 hin. Beide Male konzentrierten sich die Marktteilnehmer weltweit auf jene Informationen, die ihrer Einschätzung nach einen Einfluß auf die US-Geldpolitik ausüben konnten, wobei die Wirkung auf den Nasdaq-Index im Vordergrund stand. Die beiden Phasen unterschieden sich jedoch klar darin, inwieweit öffentlich verfügbare Informationen zur Erklärung spezifischer täglicher Kursbewegungen herangezogen werden konnten.

Am auffallendsten im Zusammenhang mit der ersten Runde von Kursrückgängen war das Fehlen von erkennbaren und wesentlichen neuen Informationen, die einen solch plötzlichen Kurseinbruch hätten rechtfertigen können. In dieser Hinsicht war das Geschehen mit den weltweiten Kursstürzen im Oktober 1929 und im Oktober 1987 vergleichbar. In den ersten Monaten des Jahres 2000 wiesen die meistbeachteten gesamtwirtschaftlichen Indikatoren, wie beispielsweise die Beschäftigungsentwicklung in den USA außerhalb der Landwirtschaft, auf ein unvermindert starkes US-Wirtschaftswachstum hin (Grafik VI.2). Dies ließ Unsicherheit darüber aufkommen, inwieweit die Geldpolitik gestrafft werden würde, und führte mit zunehmender Nervosität des Marktes über die Bewertungen zu einer verstärkten Volatilität. Aber erst Anfang April 2000 begann der Technologiebereich insgesamt seine Talfahrt. Der Auslöser hierfür war anscheinend ausschließlich ein Stimmungsumschwung bei den Anlegern. Eine Ausnahme bildete der 14. April, als der Nasdaq-Index nach der Veröffentlichung von Verbraucherpreisdaten um 10% fiel. Der Markt erholte sich jedoch innerhalb einer Woche, obwohl keine neuen makroökonomischen Daten bekannt wurden. Offenbar wegen des wachsenden

Kursrückgänge durch keine neuen Informationen erklärbar



Anlegerpessimismus angesichts des Ausbleibens positiver Wirtschaftsnachrichten fiel der Nasdaq-Index in den Monaten April und Mai um insgesamt fast 20%.

Märkte durch Gewinnwarnungen stark belastet

Bei der zweiten Runde der Kursrückgänge sind die Informationen, die das Marktgeschehen beeinflussten, leichter zu erkennen. Die Runde begann im September, als immer mehr börsennotierte US-Unternehmen Warnungen abgaben, daß die Gewinneinschätzungen der Analysten zu hoch gegriffen gewesen waren. In den darauffolgenden Monaten wurden immer schwächere US-Wirtschaftsdaten bekannt, und das am 2. Januar 2001 vom Verband der Einkaufsmanager (NAPM) veröffentlichte Umfrageergebnis signalisierte schließlich, daß sich die Konjunktur sogar viel schneller abschwächte, als ursprünglich angenommen worden war. Immer mehr Unternehmen korrigierten ihre Gewinnprognosen nach unten, und die Anleger mußten allmählich zur Kenntnis nehmen, daß zwischen den Erträgen einzelner Unternehmen und den Ergebnissen der Gesamtwirtschaft ein Zusammenhang bestand. Sowohl die engen Technologieindizes als auch die weiter gefaßten Märkte gaben stetig nach. Von September bis Jahresende fiel der Nasdaq-Index um 42%, und der MSCI World Index gab um 13% nach. Am 3. Januar 2001 begannen sich die Märkte zu erholen, als die Federal Reserve die Marktteilnehmer mit einer Senkung ihrer Notenbankzinsen um 50 Basispunkte überraschte. Der Nasdaq-Index legte um 14% zu; dies war der größte je an einem einzigen Tag verzeichnete Anstieg in der Geschichte des Index. Allerdings war diese Erholung trotz weiterer Senkungen der US-Notenbankzinssätze nur von kurzer Dauer. Angesichts der schwer auf den Märkten lastenden Gewinnwarnungen gaben die Aktienkurse im Februar und März erneut nach.

Anleger nach wie vor optimistisch

Im April 2001 löste eine scheinbar unwichtige Nachricht einen zweiwöchigen Kursanstieg aus, der einen unterschweligen Optimismus hinsichtlich der Ertragsaussichten der Unternehmen erkennen ließ. Zu Monatsbeginn ließ die Bekanntmachung eines großen PC-Herstellers, er habe seine Gewinnerwartungen erfüllt, an einem einzigen Tag den Nasdaq um 9% und den S&P 500 um über 4% hochschnellen. Ein paar Tage später verstärkte eine überraschende Leitzinssenkung der Federal Reserve den Kursanstieg noch. Nach zwei Wochen hatte der Nasdaq 33% zugelegt, der S&P 500 14%. Durch diesen Kursanstieg erhöhten sich die Bewertungen für den S&P 500 auf das 27fache der tatsächlich erzielten Gewinne, ein Kurs/Gewinn-Verhältnis, das beinahe doppelt so hoch war wie der langjährige Durchschnitt. Noch euphorischer war die Stimmung bei den Nasdaq-Titeln, deren Kurs/Gewinn-Verhältnis im Vergleich zum S&P 500 sechsmal höher war.

Die Aktienbörse in Tokio und die japanischen Banken

Unter den wichtigsten internationalen Börsen bildete Tokio die auffallendste Ausnahme von der fünfjährigen Aktienhausse. Der Tokioter Markt war bis ins Jahr 1998 schwach geblieben (Grafik VI.1) und schloß sich dem weltweiten Trend erst 1999 an. Wie andere bedeutende Märkte profitierte Tokio von einem sehr dynamischen Technologiebereich. Einen weiteren starken Schub lieferte die Entwicklung im Bankensektor. Die 1999 von der japanischen Regierung auf 15 Großbanken verteilte Finanzspritze in Höhe von ¥ 7,5 Bio. wurde von den Marktteilnehmern als Zeichen dafür gewertet, daß jetzt ernsthafte

Entwicklung im Bankensektor ...

Anstrengungen unternommen wurden, um das schwache Bankensystem zu stärken. Ausländische Anleger werteten dies ebenfalls positiv, wie an den erheblichen Portfoliozuflüssen aus dem Ausland zu erkennen war. Große Bankenzusammenschlüsse unterstützten den Aufwärtstrend.

Noch vor dem Rückgang an anderen Börsen begann der Tokioter Markt im Jahr 2000 wieder nachzugeben. Ebenso wie bei der nachfolgenden ersten Verkaufswelle am US-Markt war nicht ohne weiteres erkennbar, welche Informationen den Kursverfall am Jahresanfang ausgelöst haben könnten. Erst im Mai wurde in Japan der Einfluß des US-Marktes deutlich, als die Kurse im Technologiesegment parallel zum Nasdaq-Index markant zurückgingen und ausländische Anleger zu verkaufen begannen. Im Sommer belasteten offenbar die von der japanischen Finanzaufsichtsbehörde veröffentlichten Schätzungen über die notleidenden Kredite japanischer Banken den Markt. Im Oktober verstärkte sich der Verkaufsdruck mit dem Konkurs der Lebensversicherungsgesellschaft Chiyoda Seimei und dem anhaltenden Sinken des Nasdaq. Die Schwäche des Tokioter Marktes erschwerte den japanischen Banken die Liquiditätsbeschaffung durch den Verkauf ihrer Überkreuzbeteiligungen sowie die Realisierung ausreichender Kursgewinne, um die Abschreibung notleidender Kredite ausgleichen zu können. Zu Beginn des Jahres 2001 erwog die japanische Regierung, diese Anteile von den Banken zu erwerben, damit sich der gewünschte Abbau der Überkreuzbeteiligungen nicht verzögerte. Die faktische Rückkehr zur Nullzinspolitik im März sowie die Wahl Koizumis zum Premierminister im April verliehen dem Markt neuen Auftrieb.

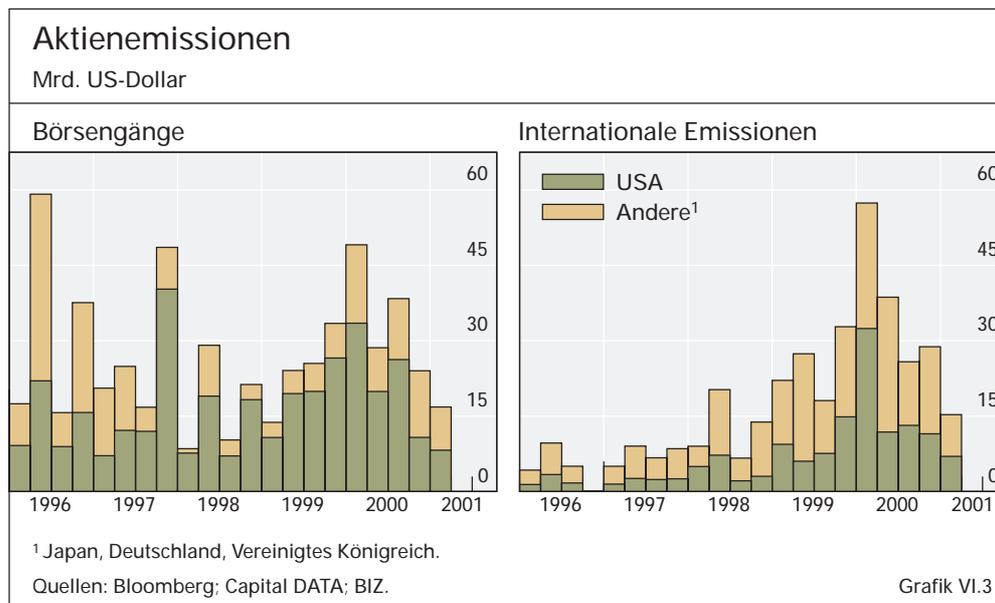
... als wichtiger Einflußfaktor für den Markt in Tokio

Auswirkungen auf die Realwirtschaft

Das Schrumpfen der Kursblase an den internationalen Technologiemarkten hat sich auf die Realwirtschaft bereits spürbar ausgewirkt. So waren insbesondere die durch die Kapitalbeschaffungskosten bedingten Auswirkungen auf die Investitionstätigkeit unmittelbar erkennbar. Besonders betroffen waren neu gegründete Unternehmen im Technologiebereich, die ihr Kapital hauptsächlich über ein erstmaliges öffentliches Zeichnungsangebot beschafft hatten. Die Mittelaufnahme aus solchen Börsengängen in den USA, Japan, Deutschland und dem Vereinigten Königreich fiel vom Beinahe-Rekordbetrag von \$ 49 Mrd. im ersten Quartal 2000 auf \$ 29 Mrd. im zweiten und gab im ersten Quartal 2001 weiter nach (Grafik VI.3). Die von US-Unternehmen angekündigten internationalen Aktienemissionen gingen im Verhältnis sogar noch stärker zurück; jene von Nicht-US-Unternehmen hingegen hielten sich für ein weiteres Quartal noch auf einem hohen Niveau. Einige Jungunternehmen profitierten von der leichten Kurserholung im Sommer, so daß die Börsengänge vorübergehend wieder deutlich zunahmen.

Auswirkungen auf die Investitionen bereits sichtbar

Über die Betriebsrentenversicherungsprogramme mit Leistungsprimat sowie die Aktienoptionsprogramme von US-Unternehmen wirkte sich die Baisse an den Aktienmärkten auch auf die ausgewiesenen Erträge und Cashflows der Unternehmen aus. 1998 und 1999 waren die Unternehmensgewinne dadurch überzeichnet worden, daß die an den Aktienmärkten erzielten Kursgewinne zu einer überhöhten Finanzmittelausstattung solcher Betriebsrentenversicherungsprogramme führten, die von den Unternehmen als Ertrag ausge-



Niedrigere Steuern durch Abgabe von Aktienoptionen

wiesen werden konnte. Infolge des Marktrückgangs im Jahr 2000 versiegte für viele Unternehmen diese Ertragsquelle, und weitere Kursverluste könnten sogar zu einer Deckungslücke bei den Rentenrückstellungen führen, die sich im Aufwand niederschlagen würde. Gleichzeitig waren die Technologieunternehmen immer mehr dazu übergegangen, ihren Mitarbeitern Aktienoptionen als Bestandteil der Vergütung abzugeben. In den USA gab die Ausübung dieser Optionen den Unternehmen die Möglichkeit, ihre Steuerlast zu mindern und damit ihren Cash-flow zu erhöhen; allerdings wurden die Anteilswerte der Altaktionäre dadurch verwässert. Bei einigen größeren Technologieunternehmen betrug der so realisierte Steuergewinn bis zu 60% des aus dem operativen Geschäft erwirtschafteten Cash-flows. Bei den gegenwärtigen Aktienkursen wird ein Großteil dieser Optionen jedoch nicht ausgeübt werden, so daß sich die betroffenen Unternehmen nunmehr höheren Steueraufwendungen gegenübersehen, obwohl ihre Umsätze rückläufig sind und ihre Lagerhaltungskosten steigen.

Verbraucherstimmung, Arbeitslosigkeit und Aktienmarkt			
	Geschätzter Effekt ¹		
	1992-94	1995-97	1998-2001
	Verbraucherstimmung in den USA		
Nasdaq-Rendite	-0,081	0,181	0,133*
US-Arbeitslosenquote	-0,715*	-0,482	-0,379
	Verbraucherstimmung in Frankreich ²		
CAC-40-Rendite	0,009	-0,134	0,037
Arbeitslosenquote in Frankreich	-0,184*	0,125*	-0,191

¹ Summe der Regressionskoeffizienten von zwei Quartals-Lags der Aktienrenditen bzw. zwei Monats-Lags der Arbeitslosenquoten. * entspricht einer Chi-Quadrat-Signifikanz auf dem 1%-Niveau für einen Wald-Test der Gesamtsignifikanz der Koeffizienten. ² Basierend auf dem EU-Indikator für Frankreich.
 Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen.

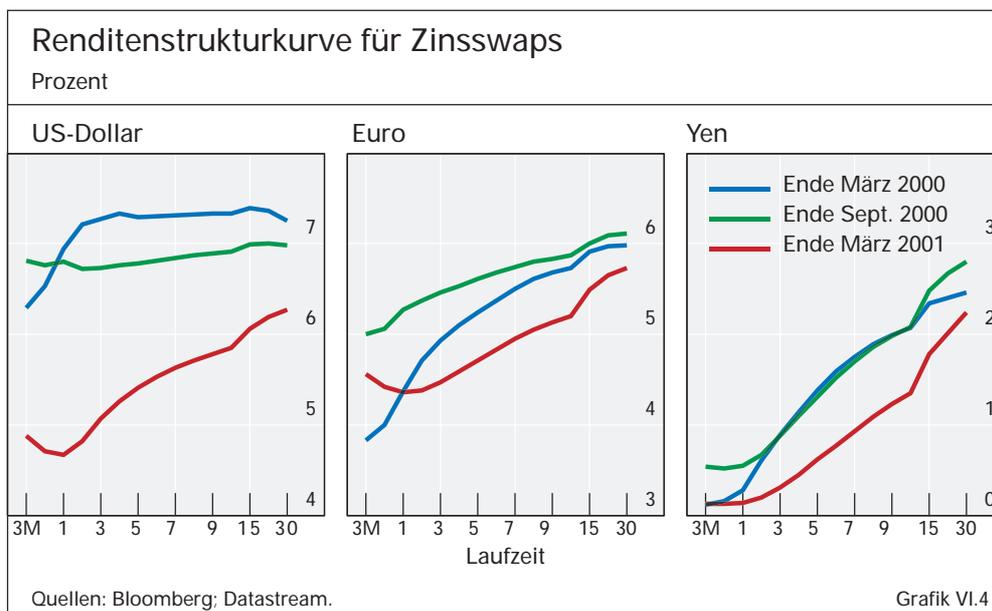
Tabelle VI.2

Mögliche Auswirkungen auf die Verbraucherstimmung könnten noch umfassendere Konsequenzen haben. Zwar dürfte der Vermögenseffekt der Aktienkurse auf den Verbrauch davon abhängen, welche Aktien von den privaten Haushalten tatsächlich gehalten werden, und damit auch von der Entwicklung marktbreiter Aktienkursindizes, doch sind Veränderungen der US-Verbraucherstimmung in jüngster Zeit offenbar größtenteils durch Bewegungen des relativ engen Nasdaq-Index ausgelöst worden. Wie aus Tabelle VI.2 hervorgeht, entwickelte sich die Verbraucherstimmung in den USA fast während der gesamten neunziger Jahre und in Frankreich Anfang der neunziger Jahre zumeist im Einklang mit der Arbeitslosenquote und nicht mit den Börsenrenditen. Seit 1998 jedoch beeinflussten die Nasdaq-Renditen die Verbraucherstimmung in den USA stärker als die Arbeitslosenquote. Zwar machen die Nasdaq-Aktien vielleicht keinen großen Anteil an den Portfolios der privaten Haushalte aus, doch könnten ihre Kurse neuerdings als Vorlaufindikator für die Produktivitätsentwicklung gelten. Insofern könnten sie einen unverhältnismäßig starken Einfluß auf das Ausgabeverhalten der Verbraucher ausüben.

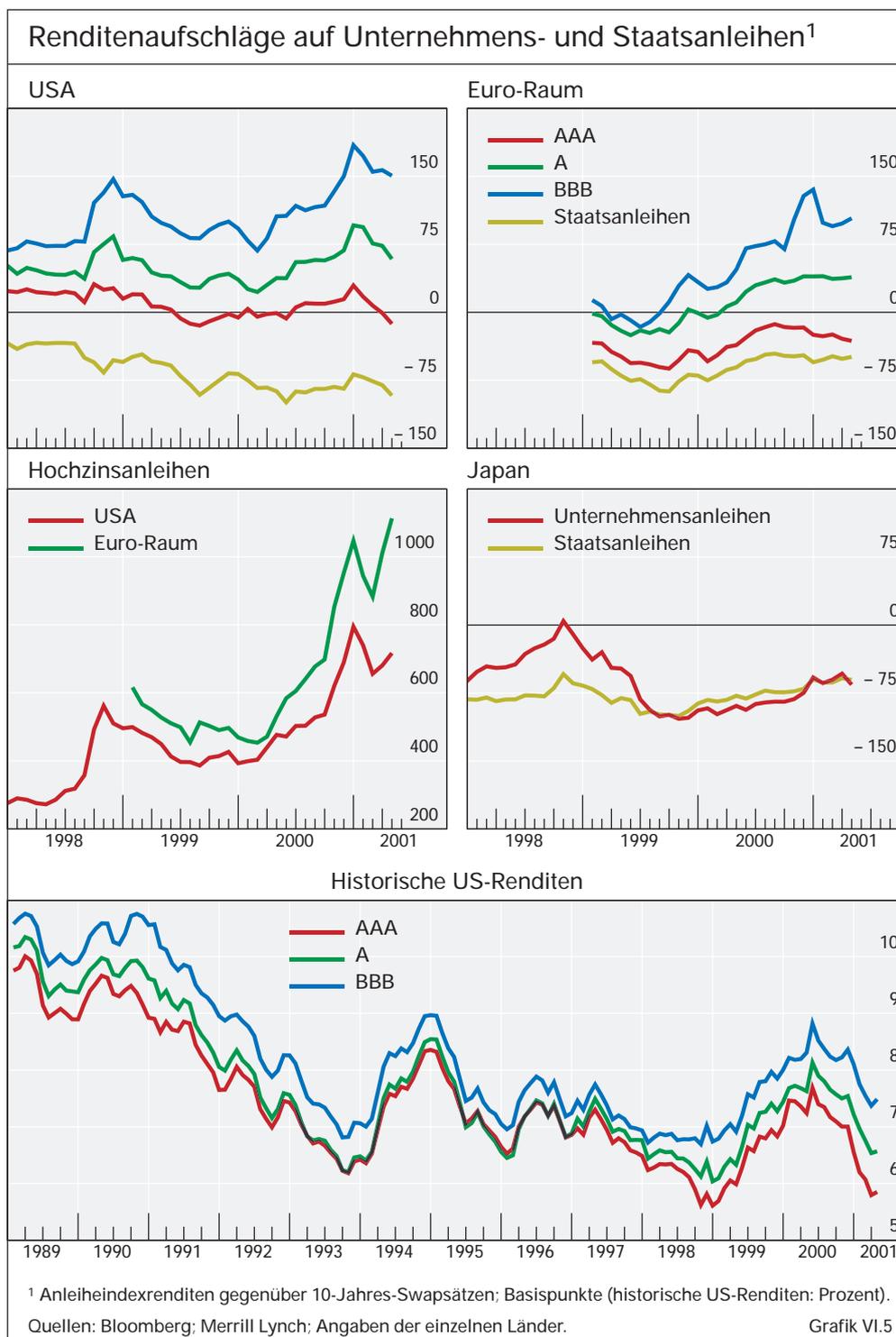
US-Verbraucherstimmung unter Nasdaq-Einfluß

Märkte für festverzinsliche Instrumente

Parallel zu den Aktienmärkten litten im Jahr 2000 auch die Anleihemärkte unter den geringeren Ertragsaussichten der Unternehmen und der größeren Risikoscheu der Anleger. Bei einem breiten Spektrum von Instrumenten weiteten sich die Renditenspannen aus, und der Nettoabsatz von langfristigen Schultiteln ließ gegenüber den Höchstständen von 1999 nach. Im ersten Halbjahr hielten die hohen Renditenaufschläge und der allgemeine Anstieg der langfristigen Zinssätze die Schuldner – insbesondere Telekommunikationsfirmen – nicht davon ab, Mittel am Anleihemarkt aufzunehmen. Im zweiten Halbjahr jedoch sahen sich Emittenten mit niedrigerer Bonitätseinstufung bei der Mittelaufnahme am langfristigen Markt immer größeren Schwierigkeiten



gegenüber, so daß sich viele von ihnen den Banken zuwandten. Für Emittenten mit hohem Rating schien dies aber nicht zu gelten. Das abnehmende Angebot von US-Staatsschuldtiteln veranlaßte einige von ihnen sogar, statt dessen ihre eigenen Titel für die Hinterlegung als Sicherheiten, für Absicherungsgeschäfte sowie zur Referenzpreisbildung anzubieten. Im ersten Quartal 2001, als sich die Renditenspannen verengten und die Zinsen allgemein fielen, fanden die Schuldner geringerer Bonität wieder Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten.



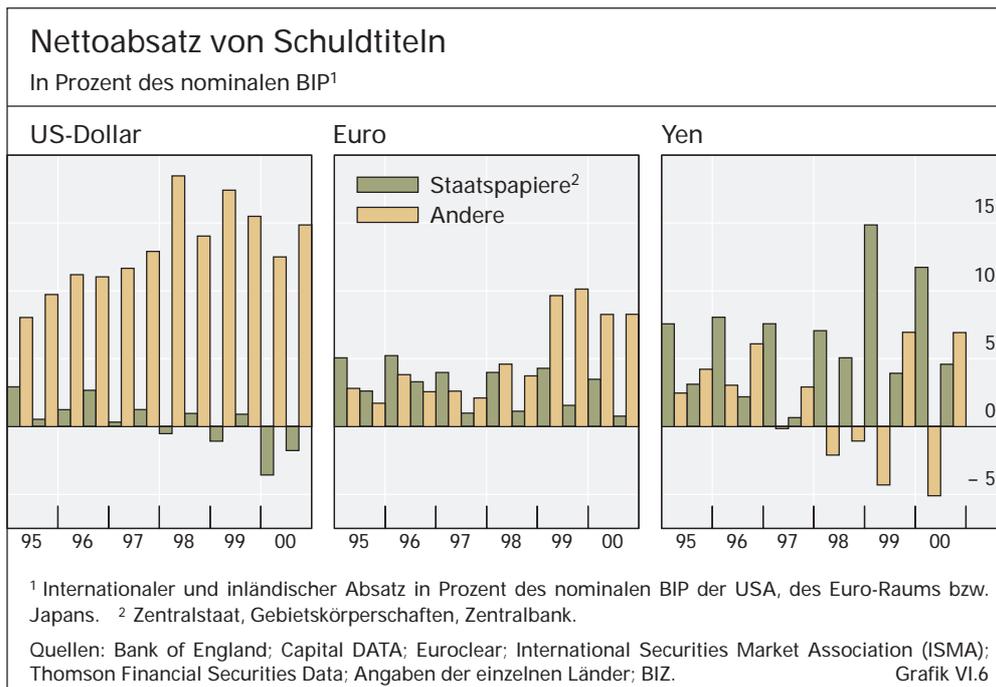
Bewertung von Kreditrisiken und Marktverhalten der Schuldner

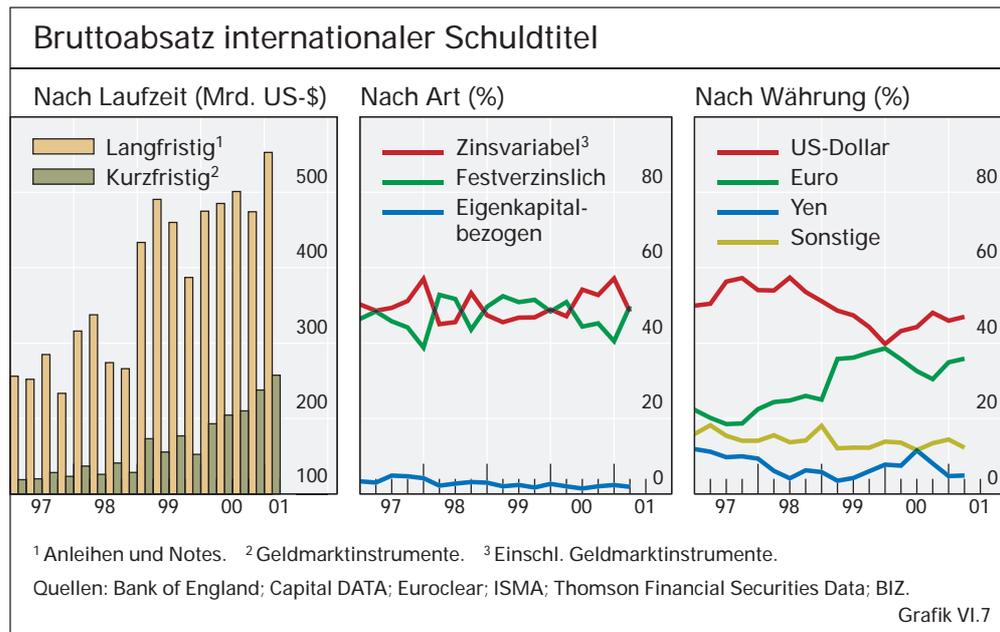
Die Märkte für festverzinsliche Instrumente durchliefen im Jahr 2000 und Anfang 2001 drei verschiedene Phasen. Die erste Phase, die etwa von Januar bis August dauerte, war durch Renditenstrukturkurven mit positiver Steigung und eine generelle Ausweitung der Renditenspannen in Nordamerika und Europa gekennzeichnet (Grafiken VI.4 und VI.5). Diese Ausweitungen beeinflussten die Wahl des Finanzierungsinstruments durch die Schuldner, wirkten sich auf die Mittelaufnahme insgesamt jedoch kaum aus. In der zweiten Phase von September bis Dezember 2000 begannen sich die Renditenstrukturkurven abzuflachen, und die Renditenspannen entwickelten sich je nach Schuldtitelklasse sehr unterschiedlich. Insbesondere akzeptierten die Anleger nur noch Emissionen von Schuldnern der höchsten Bonitätsstufe. In der dritten und letzten Phase von Ende 2000 bis zu den ersten Monaten 2001 verlagerten sich die Renditenstrukturkurven häufig nach unten, und die Spreads gingen gegenüber den Ende 2000 erreichten Höchstwerten geringfügig zurück. Dies löste eine Erholung des Emissionsgeschäfts von Schuldnern niedrigerer Bonität aus.

Die erste Phase mit steigenden Renditen und breiter werdenden Spannen bremste die Mittelaufnahme an den Kapitalmärkten insgesamt offenbar nicht. Sie umfaßte sowohl die Schlußrallye der Hausse an den Aktienmärkten als auch den Beginn der Abwärtsentwicklung. Die erhöhte Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Unternehmensgewinne, die in starken Schwankungen an den Aktienmärkten zum Ausdruck kam, führte zu einer Ausweitung der Spreads in den meisten Schuldtitelklassen. Im Bereich der Wertpapiere mit Anlagequalität war diese Ausweitung bei den auf Euro lautenden Schuldtiteln besonders ausgeprägt: Die Swapsreads stiegen selbst bei den am höchsten eingestufteten Emissionen. Die Spreads auf US-Dollar-Wertpapiere mit AAA-Rating waren im großen und ganzen konstant, doch in den übrigen Kategorien von US-Dollar-

Neubewertung des Kreditrisikos in drei Phasen

In der ersten Phase größere Renditenspannen infolge unsicherer Gewinne ...





... ohne dämpfende Wirkung auf Schuldtitlemissionen

Schuldtiteln weiteten sie sich aus und erreichten Werte wie zuletzt in den Monaten nach der Finanzkrise im Herbst 1998. Trotzdem entwickelte sich die Emissionstätigkeit im ersten Halbjahr 2000 gut. Der Nettoabsatz nichtstaatlicher Schuldner ging nur geringfügig zurück (Grafik VI.6). Die sich ausweitenden Spreads bei Euro- und US-Dollar-Schuldtiteln veranlaßten einige internationale Emittenten, ihre Papiere am Yen-Markt zu begeben, wo die Zinskosten vergleichsweise niedrig waren. Der Bruttoabsatz von internationalen Yen-Schuldtiteln stieg im Jahr 2000 auf die Rekordhöhe von \$ 221 Mrd. (Grafik VI.7). Daß die Marktteilnehmer mit einer weiteren Straffung der Geldpolitik rechneten, was sich in den ansteigenden Renditenstrukturkurven zeigte, dürfte einige Schuldner dazu bewogen haben, ihre Emissionsvorhaben vorzuziehen.

Europäische Telekommunikationsunternehmen nutzten in dieser ersten Phase die positive Einschätzung ihrer Aussichten für eine umfangreiche Mittelbeschaffung. Im ersten Halbjahr nahmen sie insgesamt \$ 71 Mrd. am internationalen Anleihemarkt auf (Grafik VI.8). Ihr Mittelbedarf ergab sich vor allem aus bernahmen und aus Geboten für UMTS-Mobilfunklizenzen in Europa. Die Verfügbarkeit von Finanzmitteln und die hohen Preise, die bei den staatlichen Auktionen für diese Lizenzen gezahlt wurden, insbesondere bei der britischen Auktion im April und der deutschen Auktion im August, zeugten von einem ähnlichen Grad an Optimismus wie zuvor die hohen Bewertungen anderer Technologieaktien.

In der zweiten Phase rückläufige Emissionen von Schuldner niedrigerer Bonität

Die zweite Phase der Ausweitung der Spreads hatte einen stärkeren Einfluß auf die Mittelaufnahme. Da die Marktteilnehmer immer weniger mit einer weichen Landung rechneten, flachten sich im dritten Quartal die Renditenstrukturkurven ab, was darauf hindeutete, daß ein weiterer Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus unwahrscheinlich war. Die Bonitatsaufschlage für erstklassige Schuldtitel blieben in dieser Periode mehr oder weniger unverändert, doch die Aufschläge für Titel mit BBB-Rating und Hochzinsanleihen weiteten

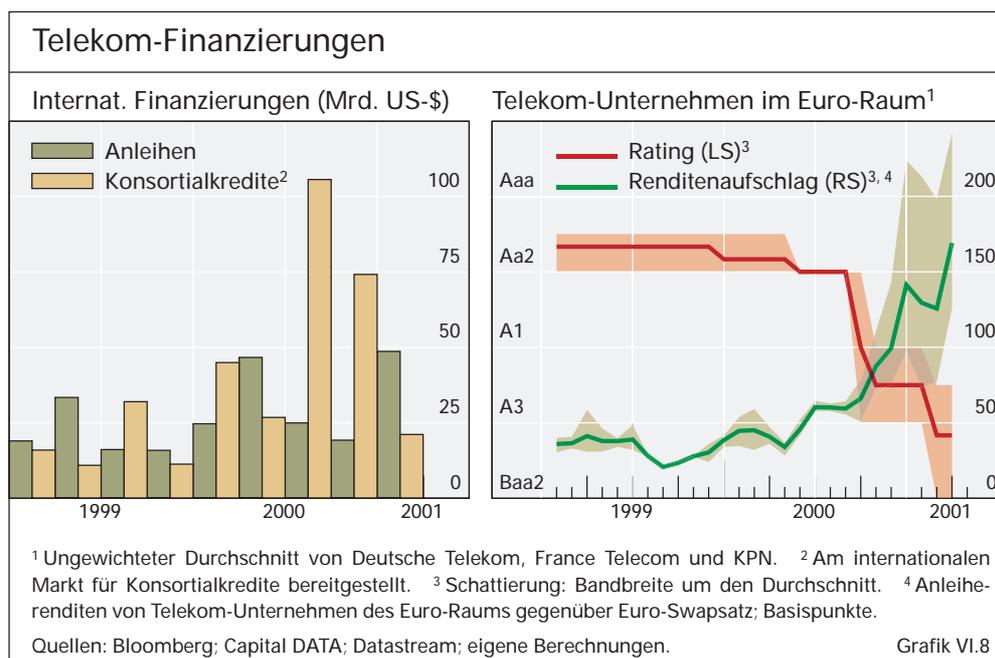
sich drastisch aus und erreichten bis zum Ende des Jahres sehr hohe Werte. Als Folge dieser unterschiedlichen Entwicklung bei den Spreads verlangsamte sich die Emissionstätigkeit der Schuldner geringerer Bonität gegen Ende des Jahres 2000 spürbar, während hoch bewertete europäische Banken und staatlich unterstützte US-Körperschaften am Primärmarkt aktiv blieben.

Die kräftige Nachfrage nach Schuldtiteln mit AAA-Rating war teilweise auf den Mangel an Staatsschuldtiteln zurückzuführen. Anleger, die in Zeiten sich verschlechternder Kreditbedingungen üblicherweise Staatspapiere erworben hatten, kauften nun statt dessen hoch bewertete Papiere privater oder staatsnaher Emittenten. Am Markt für US-Dollar-Titel zählten die Schuldtitel staatlich unterstützter Körperschaften, insbesondere von „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“, zu den von den Anlegern bevorzugten Alternativen zu US-Schatzpapieren. In den letzten Jahren haben diese beiden Institute versucht, die Liquidität ihrer Wertpapiere durch große, regelmäßige Emissionen in US-Dollar und Euro zu verbessern und dadurch ihre Schuldtitel als Referenzwert für die Preisbildung und Absicherung anderer Wertpapiere zu etablieren. Anfang 2000 hatte es Bedenken bezüglich der Kreditwürdigkeit von „Fannie Mae“ und „Freddie Mac“ gegeben, nachdem im US-Kongreß Vorstöße unternommen worden waren, die ihnen vom Staat gewährten Kreditlinien und lokalen Steuerbefreiungen aufzuheben. Dieser durch die Legislative ausgeübte Druck ließ gegen Jahresende nach, als sich die Institute verpflichteten, ihre Eigenkapitalquoten zu erhöhen und ihre Offenlegungspraxis zu verbessern.

Die rasche Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Schuldner geringerer Bonität im zweiten Halbjahr 2000 deutete auf einen Stimmungswechsel in bezug auf die Ertragsaussichten im Technologie-, Medien- und Telekommunikationsbereich hin, wobei die Telekommunikationsbranche besonders stark betroffen war. Die hohen Preise bei den Auktionen für UMTS-Mobilfunklizenzen in Europa an sich hätten eine gewisse Bonitätsrückstufung und eine Ausweitung der Renditenaufschläge gerechtfertigt. Das tatsächliche

Vorteile für staatlich unterstützte Körperschaften aufgrund mangelnder Staatsschuldtitel ...

... und Nachteile für Telekommunikationsfirmen infolge Stimmungsumschwungs



Ausmaß der Rückstufungen und der Spread-Ausweitung (Grafik VI.8) deutete jedoch auch auf eine Neubewertung der Ertragsaussichten der Telekommunikationsunternehmen hin. Im September wurden zwei größere europäische Telekommunikationsfirmen um mehrere Bonitätsgrade zurückgestuft, ein ungewöhnlich drastischer Schritt der Rating-Agenturen. Die Renditenaufschläge für die beiden Firmen erhöhten sich von September bis Dezember um durchschnittlich 103 Basispunkte. Daher reduzierten die Telekommunikationsfirmen, die im ersten Halbjahr 2000 zu den aktivsten Emittenten an den internationalen Schuldtitelmärkten gehört hatten, in der zweiten Jahreshälfte allgemein ihren Absatz und wandten sich verstärkt dem Markt für Konsortialkredite zu.

Hinwendung der Schuldner zum Geldmarkt ...

Einige Schuldner dagegen reagierten auf die unsichere Zinsentwicklung nicht mit einer Rückführung ihrer Emissionstätigkeit, sondern indem sie vermehrt kurzfristige und zinsvariable Titel begaben (Grafik VI.7). Am internationalen Schuldtitelmarkt stieg der Anteil der kurzfristigen Emissionen am Bruttoabsatz im Jahr 2000 auf 30%, verglichen mit 27% im Vorjahr. Auf die zinsvariablen Emissionen entfielen 53% des internationalen Bruttoabsatzes 2000 (1999: 47%).

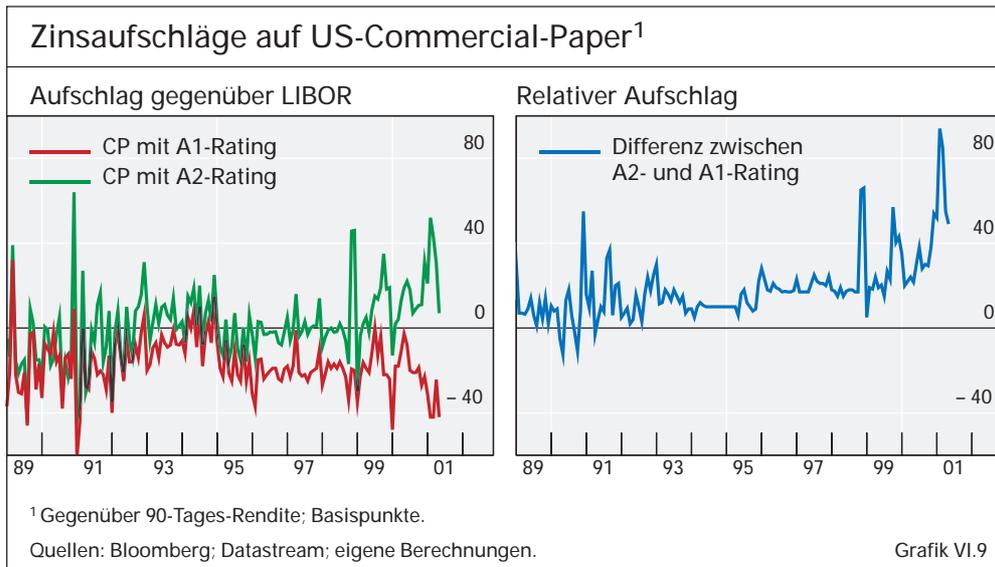
... jedoch Unruhe am Commercial-Paper-Markt

Hohe und volatile Spreads am normalerweise stabilen Markt für Commercial Paper um die Jahreswende veranlaßten einige Emittenten, ihre Auffangkreditlinien bei den Banken in Anspruch zu nehmen. Daß sich der Zinsabstand zwischen den US-Dollar-Emissionen mit der höchsten und mit weniger hoher Bonität im vierten Quartal ausweitete, war in den letzten Jahren die Regel. Im Jahr 2000 jedoch erlebte der Markt für Commercial Paper einen ungewöhnlich hohen Anstieg dieses Abstands zum Jahresende, der bis weit ins neue Jahr anhielt (Grafik VI.9). Diese Entwicklung wurde durch mehrere Faktoren verursacht, u.a. die Bonitätsrückstufung einiger bedeutender Emittenten wie Xerox und Lucent Technologies, die Erwartung, daß kalifornische Elektrizitätsunternehmen im Januar zahlungsunfähig sein würden, die Verlagerung der Emissionstätigkeit auf kurzfristige Schuldtitel zum Jahresende sowie die mangelnde Bereitschaft der Banken, ihre Auffangkreditlinien ohne zusätzlichen Risikoaufschlag zu strecken. Viele Emittenten gingen daher dazu über, ihre kurzfristigen Papiere an den Märkten für langfristige Schuldtitel zu refinanzieren, als sich dort die Konditionen für die Schuldner im ersten Quartal 2001 verbesserten.

In der dritten Phase tiefere Renditen und engere Renditen-spannen ...

Während der dritten Phase in der Entwicklung der Renditendifferenzen erholte sich das Emissionsgeschäft der Schuldner mit niedrigerer Bonitätseinstufung. Anfang 2001 verschoben sich die Renditenstrukturkurven an den Swapmärkten der drei wichtigsten Währungen nach unten und spiegelten damit die schlechteren Wachstumsaussichten sowie Erwartungen sinkender Notenbankzinsen wider. Begleitet wurde diese Entwicklung von sich verengenden Renditen-spreads, da die Marktteilnehmer die Bonitätsrückstufungen der vorangegangenen Phase weniger streng beurteilten. Der markante Rückgang der Kosten für die Mittelaufnahme insgesamt, der sowohl durch die Verschiebungen in der Renditenstrukturkurve als auch durch die Verengung der Spreads ausgelöst wurde, veranlaßte die Emittenten, sich wieder den Kapitalmärkten zuzuwenden. Insbesondere die Telekommunikationsfirmen

... dadurch Erholung der Emissionen von Schuldner geringerer Bonität



nutzten die besseren Marktbedingungen sofort. Im ersten Quartal 2001 erreichten ihre Emissionen am internationalen Markt für Schuldtitel \$ 49 Mrd.; darunter war auch die bisher größte Unternehmensanleihe (\$ 16 Mrd. von France Telecom).

Die Erholung des Emissionsgeschäfts war zum Teil darauf zurückzuführen, daß einige Emittenten befürchteten, die besseren Kreditbedingungen wären nicht von Dauer, und ihre Emissionen vorzogen, zum Teil aber auch darauf, daß sich der Nachfrageüberhang nach Finanzmitteln aus dem letzten Quartal 2000 abbaute. Sollte sich das weltweite Wirtschaftswachstum deutlicher abschwächen als derzeit erwartet, könnten sich die Renditendifferenzen erneut ausweiten. Andererseits wäre es bei einer raschen Erholung des Wachstums auch möglich, daß sich die Renditenstrukturkurven wieder nach oben bewegen. Angesichts dieser Unsicherheit zogen die Emittenten offensichtlich eine Mittelbeschaffung an den Kapitalmärkten vor, solange die Kosten dafür im langfristigen Vergleich mäßig blieben (Grafik VI.5).

Potentielle Kürzungen bei den Bankkrediten förderten den Absatz von Anleihen Anfang 2001 ebenfalls. Durch die Verschlechterung der Marktverhältnisse im zweiten Halbjahr 2000 waren die Banken plötzlich mit ungewollten Kreditforderungen gegenüber Schuldern geringerer Bonität konfrontiert worden. Während des Jahres 2000 hatten die Geschäftsbanken den Telekommunikationsunternehmen in großem Umfang kurzfristige Geldmittel zur Verfügung gestellt, da sie davon ausgegangen waren, daß diese Kredite an den Kapitalmärkten refinanziert würden. Das internationale Konsortialkreditgeschäft verdeutlicht die Größenordnung der Vergabe von Bankkrediten an Telekommunikationsfirmen: Das Volumen dieser Kredite stieg von \$ 70 Mrd. im Jahr 1999 auf \$ 252 Mrd. im darauffolgenden Jahr. Die Ausweitung der Spreads im zweiten Halbjahr 2000 erschwerte es dann jedoch den Telekommunikationsunternehmen, diese Kredite an den Kapitalmärkten zu refinanzieren, so daß die Banken nach Möglichkeiten suchen mußten, ihre Engagements gegenüber dieser Branche zu reduzieren.

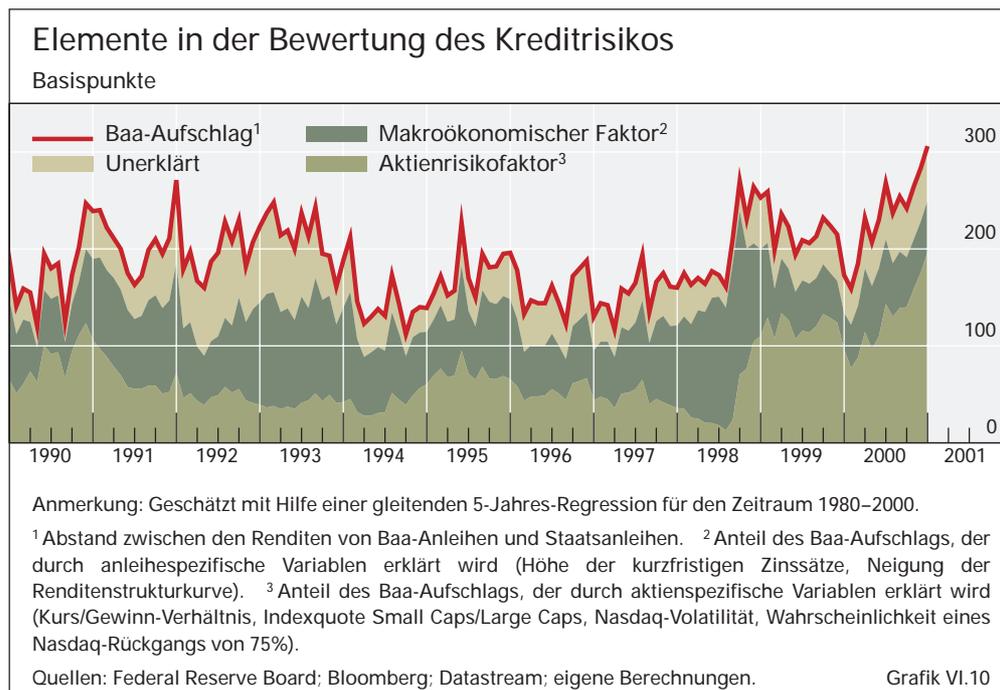
Anfang 2001
Emissionen zur
Refinanzierung von
Bankkrediten

Kreditzyklen in den Jahren 1990 und 2000

Trotz der hohen Aufschläge und des Auf und Ab im Emissionsgeschäft erschütterten die nach unten korrigierten Gewinnerwartungen der Unternehmen die Anleihemärkte generell weniger stark als die Aktienmärkte. In einigen Branchen, besonders im Telekommunikationsbereich, spiegelte die Ausweitung der Renditendifferenzen im Jahr 2000 zwar den Einbruch der aufgeblähten Aktienkurse wider. Im Gegensatz zu den Aktienmärkten hatten sich die Märkte für Schuldtitel zuvor jedoch nur langsam von der Finanzkrise des Jahres 1998 erholt, als die Spannen zuletzt Niveaus erreicht hatten, die mit den gegen Ende 2000 verzeichneten Höchstwerten vergleichbar waren. Folglich war ihr Rückgang weniger ausgeprägt. Dennoch spielte die Finanzlage des Unternehmensbereichs insgesamt eine zentrale Rolle für die Entwicklungen sowohl an den Aktien- als auch an den Anleihemärkten. Unter diesem Blickwinkel betrachtet hatte das Jahr 2000 viel mit 1990 gemeinsam. Beide Male führten Bedenken wegen einer übermäßigen Verschuldung, hohe Ölpreise und eine nachlassende Konjunktur in den USA eine ähnliche Schwäche der Aktienmärkte sowie eine Ausweitung der Renditendifferenzen herbei, und beide Male wurden die Auswirkungen von Finanzzyklen auf den Marktpreis von Kreditrisiken deutlich (Kapitel VII).

1990 wie 2000
großer Einfluß
von Aktien-
risikofaktoren ...

Es gibt Hinweise darauf, daß am Anleihemarkt bereits gegen Ende 1998 Besorgnis über die Bewertungen von Unternehmen aufkam, also eineinhalb Jahre, bevor die Rücknahmen solcher Bewertungen zu steilen Rückgängen der Aktienkurse insgesamt führten. Dies wird in Grafik VI.10 veranschaulicht, wo der Renditenabstand zwischen Anleihen mit Baa-Rating und vergleichbaren US-Schatzpapieren in zwei Bereiche aufgeteilt wird: in den Bereich, dem allgemeine makroökonomische Erklärungsfaktoren zugrunde liegen, und den Bereich, der durch traditionelle Bestimmungsfaktoren für die Aktienkurse erklärt wird. Die zweite Gruppe von Faktoren – u.a. Kurs/Gewinn-Verhältnis,



Bewertung von Titeln mit geringer und mit hoher Börsenkapitalisierung, Marktvolatilität – hatte 1990 und in den Jahren 1998–2000 einen vergleichsweise größeren Einfluß auf die Bestimmung des Renditenabstands als in den dazwischenliegenden Jahren.

Im Vergleich der Entwicklungen an den Märkten für Unternehmensanleihen in den Jahren 1990 und 2000 sind neben den Gemeinsamkeiten auch einige wesentliche Unterschiede erkennbar. Erstens war die 2000 verzeichnete Ausweitung der Renditenspannen eindeutig eine weltweite Entwicklung, die auch in Europa und anderen Regionen beobachtet werden konnte. 1990 hingegen waren die Märkte für Unternehmensschuldtitel außerhalb der USA deutlich weniger entwickelt; Prämien für erhöhte Kreditrisiken wurden praktisch nur in den USA beobachtet. Zweitens sind die Bilanzen der Banken in jüngster Zeit tendenziell solider geworden, so daß eine Verknappung der Bankkredite wie Anfang der neunziger Jahre in dieser Größenordnung heute unwahrscheinlich ist. Drittens verlangsamte sich das Emissionsgeschäft zwar im Jahr 2000 leicht, insbesondere bei Schuldnern mittlerer und niedriger Bonität, doch war dies weit entfernt von dem 1990 verzeichneten drastischen Rückgang bei Hochzinsanleihen. Viertens bestand der Umlauf von Hochzinsanleihen im Jahr 1990 überwiegend aus Schuldtiteln relativ etablierter Unternehmen, die an fremdfinanzierten Übernahmen beteiligt gewesen waren. Die Anleger waren damals zuversichtlich, daß sie in der Lage waren, die zugrundeliegenden Vermögenswerte zu bewerten. Mit der jüngeren Emissionswelle von Hochzinsanleihen hingegen wurde Betriebskapital in den schnell wachsenden Technologiebranchen finanziert, die über vergleichsweise wenig Sachvermögen verfügten. Infolgedessen bestand im Jahr 2000 ein wesentlich engerer Zusammenhang zwischen den Turbulenzen an den Aktienmärkten und der Unruhe an den Anleihemärkten, die in beiden Fällen größere Unsicherheit bei der Bewertung von Vermögenswerten anzeigten.

... aber auch bedeutende Unterschiede

Auslandsfinanzierung aufstrebender Volkswirtschaften

Die Kurseinbußen an den Finanzmärkten der Industrieländer im Jahr 2000 griffen auch auf die Finanzmärkte der aufstrebenden Volkswirtschaften über und trugen insbesondere in Asien und Lateinamerika zu größeren Renditeaufschlägen bei Anleihen sowie zu schwächeren Aktienmärkten bei. Die Spillover-Effekte waren allerdings weniger ausgeprägt als in anderen Phasen sich verschlechternder Finanzmarktbedingungen in jüngster Zeit. Darüber hinaus differenzierten die Anleger offenbar stärker zwischen den einzelnen Ländern nach deren wirtschaftlicher Lage; für Volkswirtschaften mit höheren angenommenen Kreditrisiken wurden die Renditeaufschläge größer, für die anderen veränderten sie sich jedoch kaum. Dennoch bremsen eine geringe Nachfrage nach Auslandsfinanzierungen sowie ein grundsätzlicher Wandel im Anlegerverhalten weiterhin die Zuflüsse von Bankkrediten und Wertpapierfinanzierungen in aufstrebende Volkswirtschaften.

Die meisten Aktienmärkte in aufstrebenden Volkswirtschaften vollzogen im Jahr 2000 und Anfang 2001 die rückläufige Entwicklung der Aktienmärkte in den Industrieländern mit. Am größten war der Rückgang an den asiatischen

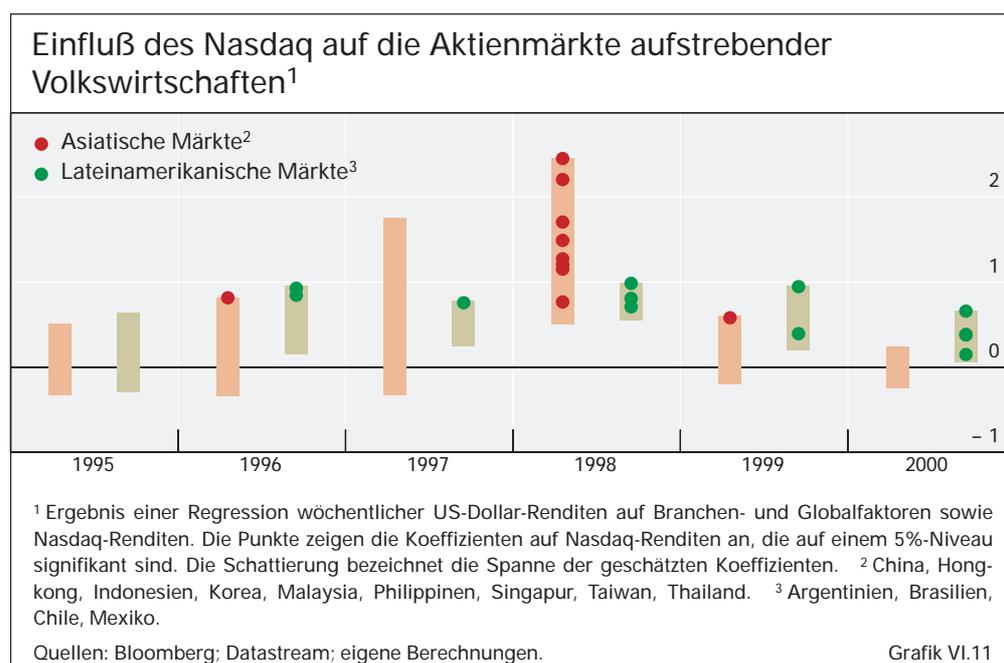
Aktienmärkte in aufstrebenden Volkswirtschaften unter dem Einfluß von Branchen-faktoren

Märkten, und zwar vor allem deshalb, weil dort der Anteil der Technologie-werte relativ hoch ist (Kapitel III). Zudem drückte offenbar der Fall des Nasdaq-Index an sich auf die Aktienmärkte aufstrebender Länder, selbst wenn der Branchenzusammensetzung dieser Märkte Rechnung getragen wird. Dies galt besonders für Lateinamerika, wie aus einer Untersuchung der geschätzten Koeffizienten einer Regression von Aktienrenditen in aufstrebenden Volkswirtschaften auf Branchenfaktoren und Nasdaq-Renditen hervorgeht (Grafik VI.11). Die Grafik zeigt, daß – nach Ausklammerung des Brancheneffekts – der Nasdaq an sich für die Mehrzahl der untersuchten asiatischen Märkte über den gesamten Zeitraum mit Ausnahme des Jahres 1998 kaum Erklärungskraft besitzt. Bei den lateinamerikanischen Märkten dagegen hatte der Nasdaq seit 1996 in jedem Jahr einen zwar im allgemeinen schwachen, aber statistisch signifi-kanten unabhängigen Effekt auf die inländische Rendite für mindestens einen der vier Märkte.

Die Entwicklungen an den verschiedenen Aktienmärkten ähnelten ein-ander, aber trotzdem koppelten sich die Renditenaufschläge auf Staats-schulden aufstrebender Volkswirtschaften von den Aufschlägen auf Schuld-titeln von Emittenten vergleichbarer Bonität in den Industrieländern ab. Zeitweise – vor allem im zweiten Quartal 2000 und gegen Jahresende – folgten die Renditenaufschläge für aufstrebende Länder den sich ausweitenden Auf-schlägen der Hochzinsanleihen, alles in allem blieben sie jedoch kleiner (Grafik III.2). Die Anleger nahmen sehr rasch eine Neubewertung der Schuld-titel von Ländern vor, die mit besonderen Herausforderungen konfrontiert waren, wie z.B. Argentinien, die Philippinen und die Türkei. Dennoch blieben die Renditenaufschläge für einige große Schuldner aus aufstrebenden Volks-wirtschaften, u.a. Brasilien, Korea, Mexiko und Thailand, während des ganzen Jahres mehr oder weniger unverändert.

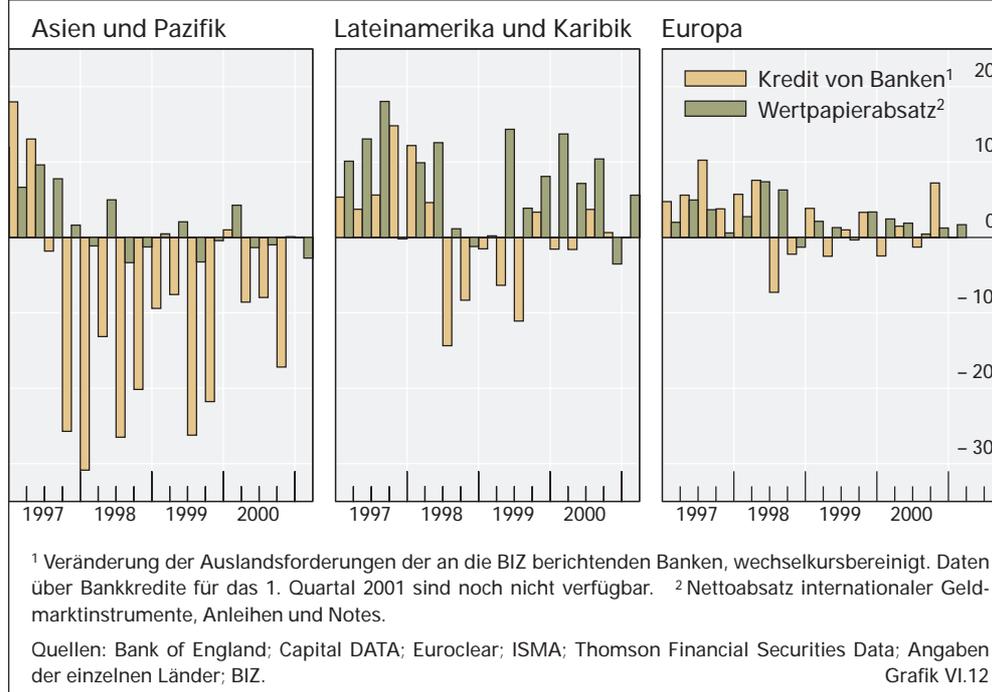
Trotz der relativ günstigen Finanzierungsbedingungen blieben die Zu-flüsse von internationalen Bankkrediten und Wertpapierfinanzierungen in

Spreads bei Staatstiteln kleiner als bei Hochzins-anleihen ...



Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen in Entwicklungsländern

Nach Standort; Mrd. US-Dollar



Entwicklungsländer verhalten (Grafik VI.12). Der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel dieser Länder belief sich auf insgesamt \$ 42 Mrd. und erreichte damit ein ähnliches Ausmaß wie 1998 und 1999. Drei Viertel dieses Volumens entfielen auf vier Länder, nämlich Argentinien, Brasilien, Mexiko und die Türkei. Asiatische und europäische Schuldner traten für die Anschlußfinanzierung fällig werdender internationaler Anleihen an den Markt, brachten aber netto kaum neue Mittel auf.

Der geringe Wertpapierabsatz ging mit einem anhaltend schwachen Bankkreditgeschäft einher. Die Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Entwicklungsländern gingen im Jahr 2000 um weitere \$ 10 Mrd. zurück, der Rückgang war jedoch deutlich geringer als 1999 mit \$ 70 Mrd. Die Banken erhöhten zwar ihre Kreditvergabe an einige Länder in Europa und Lateinamerika, doch diese Erhöhungen wurden durch weitere Tilgungen von Entwicklungsländern in Asien und Afrika größtenteils wettgemacht.

Mehrere Faktoren trugen dazu bei, daß sich die Renditenaufschläge für Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften von denen der Hochzinsanleihen abkoppelten und die Finanzierungsströme an Entwicklungsländer schwach blieben. Ein erster Faktor, der sowohl bei der Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften als auch bei den Einlageströmen aus diesen Ländern eine Rolle spielte, ist ihre verbesserte außenwirtschaftliche Position (Kapitel III). Insgesamt verzeichneten die Entwicklungsländer im Jahr 2000 ihren größten Leistungsbilanzüberschuß seit 20 Jahren. Diese Verbesserung war weitgehend der stärkeren außenwirtschaftlichen Position der ölexportierenden Länder zuzuschreiben.

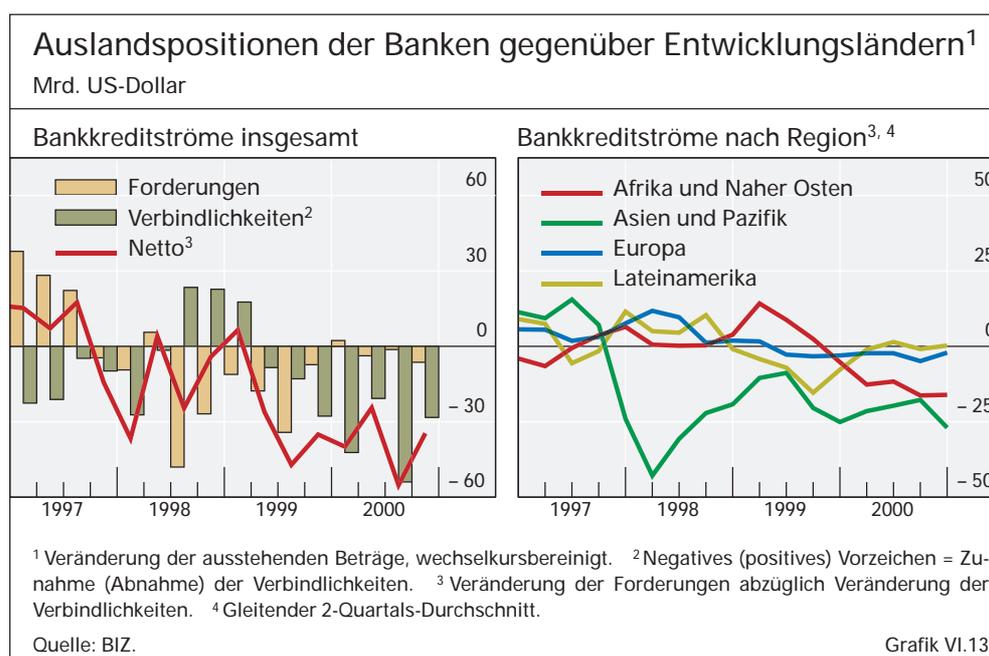
... doch weiterhin geringe Zuflüsse von Bankkredit und Wertpapierfinanzierungen

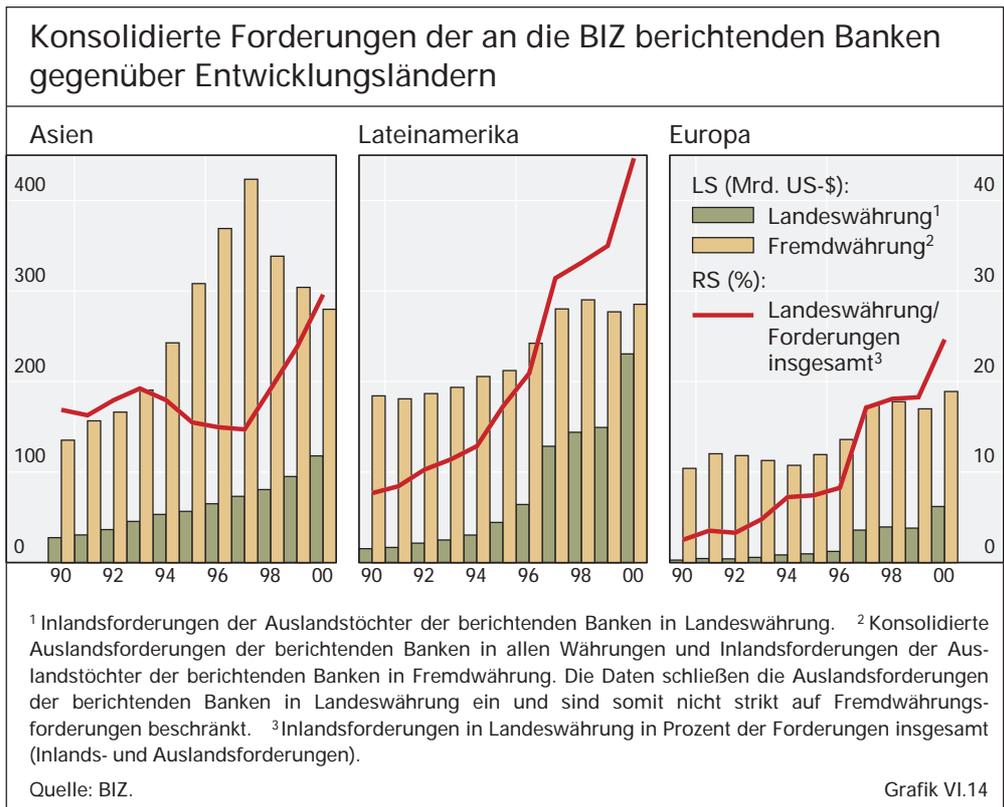
Leistungsbilanz-
überschüsse als
Einlagen wieder-
angelegt

1999 war ein großer Teil der Leistungsbilanzüberschüsse von Entwicklungsländern in Asien über Tilgungen von Bankkrediten in das internationale Finanzsystem zurückgeflossen. Im Jahr 2000 hingegen tendierten die Länder dazu, ihre Devisenüberschüsse bei internationalen Banken anzulegen. Angesichts der Rekorderlagen von asiatischen und ölexportierenden Ländern überstiegen im vergangenen Jahr die zusammengefaßten Nettozuflüsse aus den Entwicklungsländern an die Banken, die an die BIZ berichten, sogar die kumulierten Nettokapitalabflüsse aus diesen Ländern während der Finanzkrisen von 1997–99 (Grafik VI.13). Die Entwicklungsländer tätigten im Jahr 2000 Einlagen bei den internationalen Banken im Rekordbetrag von \$ 145 Mrd., was rund 125% ihres zusammengefaßten Leistungsbilanzüberschusses entsprach. Im Gegensatz zu den siebziger Jahren, als die Petrodollar-Einlagen der ölexportierenden Länder bei den internationalen Banken zu höheren internationalen Ausleihungen an Entwicklungsländer beigetragen hatten, wurde der jüngste Einlagenzustrom jedoch nicht in die Entwicklungsländer zurückgeleitet.

Ein zweiter Umstand, der sich in den letzten Jahren auf die in aufstrebende Volkswirtschaften fließenden Kreditmittel auswirkte, war die größere Zurückhaltung von aktiven globalen Anlegern bei Investitionen an diesen Märkten. Als Reaktion auf die Verluste, die sie in den Finanzkrisen von 1997–99 erlitten hatten, reduzierten Eigenhandelsabteilungen von Finanzinstituten und Hedge-Fonds ihre Beteiligung am Handel mit Wertpapieren von aufstrebenden Volkswirtschaften, was sich negativ auf deren Liquidität auswirkte. Dadurch ging jedoch auch die Bedeutung der weltweiten Kreditbedingungen und der Risikobereitschaft für die Ermittlung der Renditenaufschläge auf Schulden aufstrebender Volkswirtschaften zurück, was dazu beitrug, die Verknüpfung dieser Aufschläge mit den Renditenaufschlägen auf Hochzinsanleihen zu lockern.

Eine dritte strukturelle Änderung bei den Finanzierungen für aufstrebende Volkswirtschaften war die wachsende Präsenz ausländischer Banken in den





inländischen Finanzsystemen. In den letzten Jahren übernahmen spanische Banken mehrere Institute in Lateinamerika, insbesondere in Brasilien, Chile und Mexiko. Diese Übernahmen trugen dazu bei, daß sich bei den an die BIZ berichtenden Banken die Forderungen in Landeswährung gegenüber der Region von 1995 bis 2000 beinahe vervierfachen (Grafik VI.14). Diese Forderungen entsprechen nun nahezu den Fremdwährungsforderungen der berichtenden Banken gegenüber lateinamerikanischen Schuldnern. Ebenso haben deutsche, italienische und andere europäische Banken ihre Präsenz in Mitteleuropa ausgebaut, insbesondere in Polen. Dies führte zu einem steilen Anstieg der Forderungen ausländischer Banken gegenüber dieser Region in Landeswährung. In Asien weiteten die ausländischen Banken ihre Präsenz langsamer aus, aber der Trend zeigt trotz des Rückzugs der japanischen Banken Ende der neunziger Jahre eindeutig nach oben. Die wachsende Präsenz ausländischer Banken in inländischen Finanzsystemen bremste möglicherweise die grenzüberschreitende Kreditvergabe, da sich die Käuferbanken veranlaßt sahen, ihr gesamtes Länderrisiko zu überprüfen.

Größere Präsenz ausländischer Banken in inländischen Finanzsystemen

Ablauf von Marktprozessen

Angesichts sinkender Kurse, hoher Volatilität und Trendverschiebungen im Emissionsgeschäft war es beruhigend, daß das Geschäft an den Finanzmärkten im Jahr 2000 reibungslos verlief. Im dritten Quartal 1998 hatte eine Flucht in liquide, risikoarme Instrumente einen Teufelskreis der Liquiditätsaustrocknung an den Märkten für festverzinsliche Instrumente und den Aktienmärkten ausgelöst. Dies hatte die Handelsabläufe im weltweiten Finanzsystem

Reibungsloser Ablauf der Marktprozesse trotz Kurseinbrüchen

schwer belastet. Im Verlauf des Jahres 2000 weckten das Platzen der Spekulationsblase an den Aktienmärkten, die Neubewertung des Kreditrisikos und die unsicheren Aussichten für das Angebot an Staatsanleihen an den wichtigsten Märkten ähnliche, wenn auch weniger tiefgreifende Bedenken über die Funktionsfähigkeit der Märkte. Letztlich scheinen die Märkte diese Spannungen aber relativ gut verkraftet zu haben.

Trotz ungewöhnlich zahlreicher heftiger und plötzlicher Preisausschläge verlief das Geschäft an den Aktienmärkten reibungslos; die Kurse spiegelten offenbar Änderungen der Anlegerstimmung sowie neue Informationen wider. Von den 100 größten täglichen prozentualen Veränderungen im S&P-500-Index seit 1980 traten allein 19 im Jahr 2000 bzw. im ersten Quartal 2001 auf. Einige von ihnen lösten Sicherungsmechanismen in Form vorübergehender automatischer Handelsunterbrechungen an bestimmten Börsen aus. Dennoch erwiesen sich die meisten Märkte als durchgehend liquide, so daß die Transaktionen im allgemeinen ausgeführt werden konnten.

Eine Ursache der heftigen Preisausschläge waren die im Berichtszeitraum immer häufigeren Ad-hoc-Mitteilungen der Unternehmen zur Gewinnentwicklung, ob positiv, negativ oder neutral (Grafik VI.2, rechts). Die Veröffentlichung solcher Informationen war auf das Inkrafttreten einer neuen Verordnung der Securities and Exchange Commission der USA zurückzuführen; diese schreibt den Publikumsgesellschaften vor, wesentliche Informationen der Öffentlichkeit zur gleichen Zeit bekanntzugeben wie den Analysten und Großanlegern. Die neue Verordnung dürfte nicht nur die Reaktion der Märkte auf unternehmensrelevante Informationen beschleunigen, sondern auch den Einfluß der Handelsströme auf die Kurse mindern. Noch bis vor kurzem waren solche Informationen am Markt meist erst über die Transaktionen der besser informierten Anleger und dazu nur verschwommen zu erkennen.

Der Markt für Commercial Paper funktionierte ebenfalls in geordneten Bahnen. Die abrupte Ausweitung der Zinsspannen um die Jahreswende war den ungewöhnlich zahlreichen Bonitätsrückstufungen großer Unternehmen zuzuschreiben. Diese Herabsetzungen zwangen Geldmarktfonds – als wichtigste Anleger in Commercial Paper –, solche zurückgestuften Papiere zu veräußern, um den aufsichtsrechtlichen Auflagen hinsichtlich ihrer Bestände an Instrumenten mit niedriger Bonität weiterhin zu genügen. Dennoch konnten, wie schon erwähnt, Firmen mit hohem und mit niedrigem Rating im vierten Quartal in großem Umfang Papiere am Geldmarkt absetzen. Dies zeigt, daß der Markt insgesamt keineswegs zum Erliegen kam. Diejenigen Emittenten, die ihren Zugang zu diesem Markt einbüßten, konnten Liquiditätsauffangfazilitäten in Anspruch nehmen, die sie mit den Banken speziell für diesen Fall vereinbart hatten.

Das reibungslose Funktionieren der Märkte im Berichtszeitraum kam auch darin zum Ausdruck, daß kein bedeutendes Institut, das im Wertpapierhandel als Makler oder durch Eigenhandel aktiv war, zusammenbrach. 1990 war das Primär- und Sekundärmarktgeschäft mit Hochzinsanleihen wegen des Konkurses von Drexel Burnham Lambert, dem damals führenden Emissionsinstitut und Marktmacher an diesem Markt, praktisch zum Stillstand gekommen. Im dritten Quartal 1998 hatten die Kontraktrisiken aus dem

Widerstandsfähige
Liquidität an den
Aktienmärkten

Verlust des
Zugangs zum
Commercial-Paper-
Markt für einige
Schuldner ...

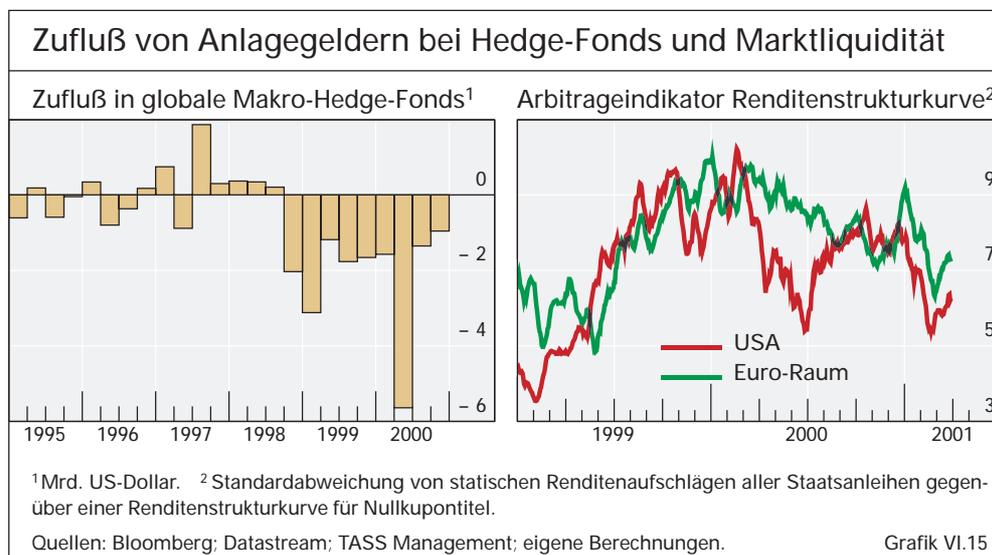
... aber
Inanspruchnahme
von Auffang-
kreditlinien

Ausfall der Gegenpartei im Zusammenhang mit einem einzigen in Schwierigkeiten geratenen Hedge-Fonds, Long-Term Capital Management, zu einem raschen Liquiditätsverlust an den Märkten für festverzinsliche Instrumente geführt. Dieser Fall hatte wiederum viele große Finanzinstitute veranlaßt, ihre Eigenhandelsgeschäfte zu reduzieren oder einzustellen und ihre Kreditrisiken besser zu überwachen. Beide Male hatte der plötzliche Wegfall eines Instituts, das als zentraler Liquiditätsanbieter in bestimmten Marktsegmenten gegolten hatte, überraschend starke Erschütterungen an den Börsen insgesamt verursacht. Solche Entwicklungen waren jedoch im Berichtszeitraum nicht zu beobachten, was darauf hindeutet, daß die seit der Krise von 1998 ergriffenen Maßnahmen zur Stärkung des Risikomanagements Früchte getragen haben dürften.

Anfang 2000 äußerten sich einige Marktbeobachter angesichts der laufenden Anpassung an ein rückläufiges Angebot neuer Staatspapiere besorgt darüber, wie die wichtigsten Märkte für Schuldtitel, insbesondere der US-Dollar-Markt, künftig unter normalen Bedingungen, geschweige denn in Zeiten der Anspannung funktionieren würden. Staatspapiere dienten den Marktteilnehmern in erheblichem Ausmaß als Referenzwert für die Preisgestaltung bei anderen Wertpapieren, als Mittel zur Absicherung und zum Eingehen von Positionen sowohl auf die Duration als auch auf die Volatilität, als Basiswert für Futures-Kontrakte sowie zur Besicherung von Kreditaufnahmen. Der reibungslose Ablauf an den Finanzmärkten im Jahr 2000 läßt allerdings darauf schließen, daß die Marktteilnehmer private Instrumente fanden, die die Staatspapiere in zahlreichen dieser Funktionen ersetzen konnten. Am US-Dollar-Markt gewöhnten sich die Teilnehmer daran, die Schuldtitel öffentlicher Körperschaften sowie Swaps für Referenz- und Absicherungszwecke einzusetzen. Am Markt für Euro-Titel war der Wechsel zu privaten Referenzwerten weniger abrupt, da die Anleger schon dazu übergegangen waren, die Euro-Swapkurve für Preisbildungs- und Absicherungszwecke zu verwenden. Außerdem wurde mit einem weniger starken Rückgang des Staatsanleiheabsatzes gerechnet.

Staatspapiere als Referenzwert für Anleger ...

... durch private Instrumente abgelöst



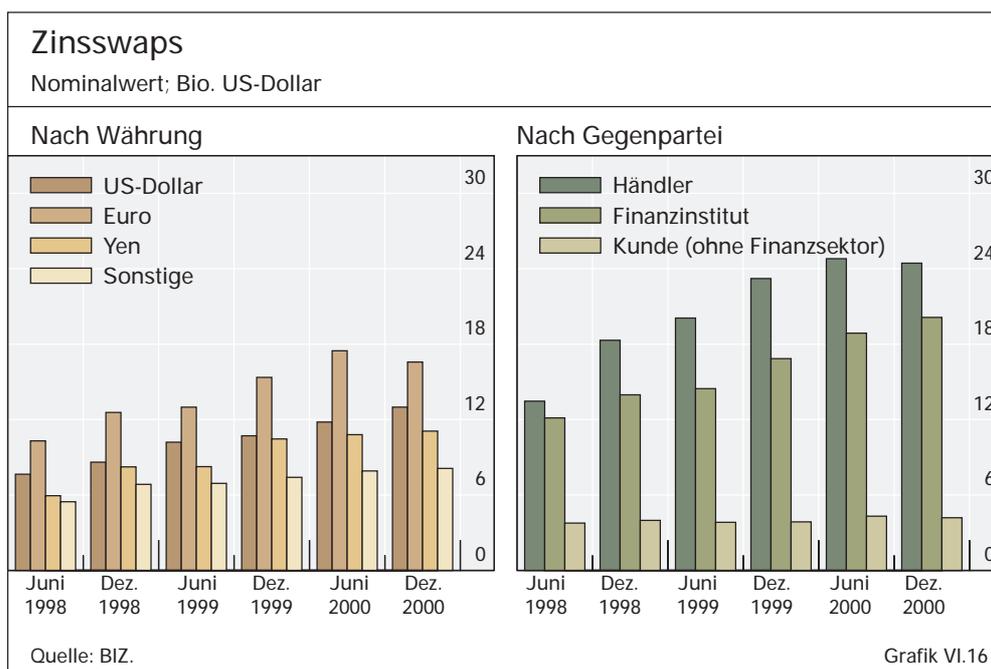
Dieser Anpassungsprozeß spiegelte sich in einer Abnahme der Liquiditätsprämie im Verlauf von 2000 wider. Die Krise vom Herbst 1998 hatte bei den Anlegern Besorgnis über das Liquiditätsrisiko geweckt, was wiederum zu großen Abweichungen der Renditen einzelner Staatspapiere von einer geschätzten Renditenstrukturkurve beitrug (Grafik VI.15). Gemessen am Umfang dieser Abweichungen erreichte die Besorgnis über die Liquidität im ersten Quartal 2000 einen Höhepunkt. Als sich die Anleger daran gewöhnten, andere Titel als Staatspapiere zu halten und solche Emissionen mit Hilfe anderer Instrumente als Staatsanleihen zu bewerten und abzusichern, zeigte dieser Indikator sowohl am Euro- als auch am US-Dollar-Markt nach unten. Ein wichtiger Schritt bei der Stabilisierung der Liquiditätsprämie am US-Schatztitelmarkt war das Ende der anomalen Inversion der Renditen für 10jährige und 30jährige Papiere im September.

Swaps als Referenzinstrumente immer wichtiger ...

Zinsswaps sind offenbar der führende Anwarter für die Ablösung von Staatspapieren als herausragendes Referenzinstrument. Der Nominalwert der umlaufenden Zinsswaps erhöhte sich im Jahr 2000 um 11% auf \$ 49 Bio. (Grafik VI.16). Der Markt für Swaps in den im Euro aufgegangenen Währungen war gemessen am Nominalwert schon vor der Einführung der Einheitswährung größer als der US-Dollar-Markt. Seit 1999 hat der Euro-Markt seine Führungsposition gegenüber dem Dollarmarkt noch ausgebaut; Swaps werden hier für Absicherungen, Preisfindung und andere Zwecke eingesetzt, für die am Dollarmarkt zumeist noch US-Schatztitel verwendet wurden. Der Dollarmarkt folgt nun dem Beispiel des Euro-Marktes und nutzt immer häufiger Swaps für Absicherungs- und andere Zwecke, aber die US-Schatztitel sind als dominierender Referenzwert im Dollarsegment noch nicht eindeutig verdrängt worden.

... allerdings starke Konzentration der Händler

Daß Swaps in der Lage sind, viele der bisherigen Funktionen von Staatsanleihen zu übernehmen, wird dadurch untermauert, daß sich gewisse Bedenken hinsichtlich des Kreditrisikos allmählich abgeschwächt haben.



Händler und Kunden haben eine Reihe von Besicherungs- und Dokumentierungsstandards erarbeitet, die offenbar an den Märkten für Swaps in den wichtigsten Währungen der Welt allgemein anerkannt werden. Da diese Maßnahmen das mit offenen Swappositionen verbundene Kreditrisiko verringern, dürften sie zu der Entkopplung der Swapsreads und der Renditenaufschläge auf Unternehmenstitel im Jahr 2000 und Anfang 2001 beigetragen haben.

Dennoch mußten sich die Swapmärkte an einen kontinuierlichen Rückgang des zur Stützung des Handels verfügbaren Risikokapitals anpassen, eine Folge von Fusionen und geringerer Risikobereitschaft unter den großen Handelsinstituten. Dies ist aus den Daten für das zweite Halbjahr 2000 zu ersehen, als das Swappgeschäft unter Händlern rückläufig war, obwohl das Gesamtgeschäft wuchs. Mit der sinkenden Zahl aktiver Marktmacher dürfte es für die Händler immer schwieriger werden, für Kundenaufträge gegenläufige Positionen am Händlermarkt einzugehen. Diese Entwicklung könnte sich wiederum negativ auf die Liquidität auswirken, die Swaphändler ihren Kunden anbieten können.