

1. Überblick: Dynamische Märkte in schwachem Umfeld

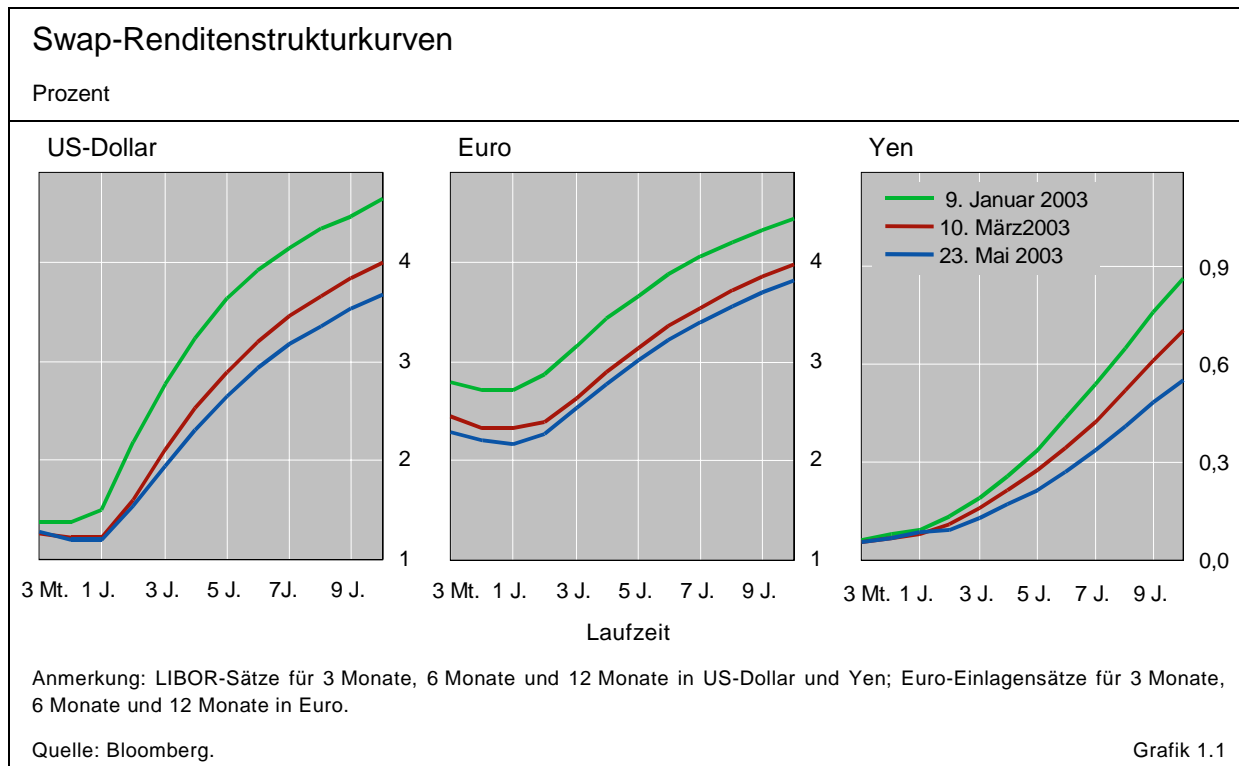
Im April und Mai 2003 war eine ungewöhnliche Diskrepanz der Marktmeinungen über die weltweiten Wachstumsaussichten zu beobachten. Aktien- und Bankkreditmärkte kamen in Schwung, gleichzeitig aber flachten sich die Zinsstrukturkurven ab. Eine Reihe enttäuschender Wirtschaftsindikatoren veranlasste die Anleger an den Swap- und Staatsanleihemärkten, ihre Wachstumserwartungen nach unten zu revidieren. Die Anleger an den Aktien- und Bankkreditmärkten dagegen schenkten nicht den schwachen Wirtschaftsdaten Beachtung, sondern den Meldungen über bessere Unternehmensgewinne als erwartet.

Die Zinsaufschläge auf höher rentierenden Schuldtiteln – sowohl von Unternehmen als auch von Staaten – sanken auf Niveaus, wie sie zuletzt in den späten 1990er Jahren verzeichnet worden waren, als die Weltwirtschaft bedeutend stärker wuchs als jetzt. Angesichts aussergewöhnlich niedriger Nominalzinsen waren die Anleger offenbar bereit, für eine höhere Rendite ein höheres Kreditrisiko hinzunehmen. Trotz einer kräftigen Zunahme des Anleihenabsatzes im ersten Quartal und sehr schwacher Aktienemissionen rechneten die Anleger offenbar nach wie vor mit weiteren Bilanzverbesserungen von Unternehmen. Hoch verschuldete aufstrebende Volkswirtschaften wie Brasilien und die Türkei, die noch im Juli 2002 keinen Zugang mehr zu den internationalen Kapitalmärkten hatten, konnten zu relativ günstigen Bedingungen an diese zurückkehren.

Zinssätze auf historischen Tiefständen

Die langfristigen Zinssätze fielen im Mai an den wichtigsten Märkten auf historische Tiefstände. Der Sinkflug begann Mitte April, nach Beendigung der Militäroffensive im Irak. Am 22. Mai betrug der Nominalzinssatz der 10-jährigen US-Schatzanweisung noch 3,31%; dies ist der tiefste Stand seit 1958 und rund 50 Basispunkte weniger als Ende 2002. Die Rendite der 10-jährigen deutschen Staatsanleihen fiel ähnlich stark auf 3,54%, das tiefste Niveau seit Jahrzehnten. Noch niedriger waren die Renditen auf entsprechende japanische und schweizerische Staatsanleihen.

Langfristige Sätze
auf tiefstem Stand
seit 45 Jahren



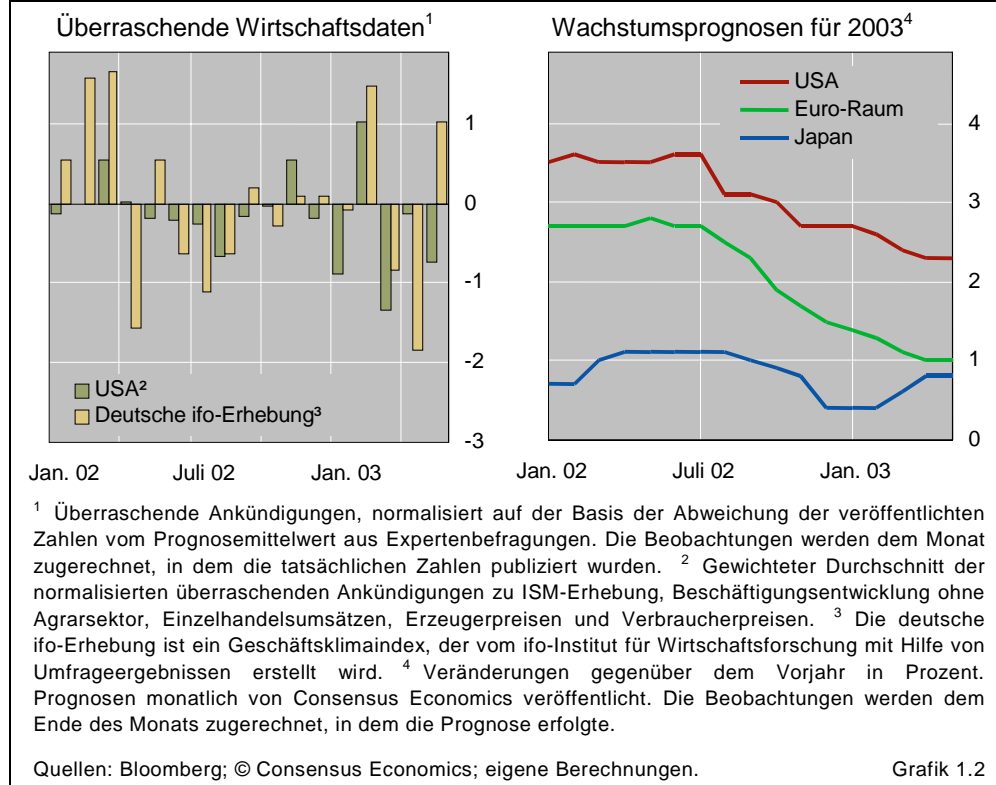
Der Renditeeinbruch im April und Mai signalisierte eine Rückkehr zu dem Wachstumspessimismus, der schon vorher an den Staatsanleihe- und Swapmärkten festzustellen war. Von Anfang Januar bis Mitte März waren die langfristigen Renditen stetig gesunken, und die Renditenstrukturkurven waren angesichts von Anzeichen einer anhaltenden wirtschaftlichen Schwäche deutlich flacher geworden (Grafik 1.1). Dieser Trend wurde in den Tagen unmittelbar vor und nach Beginn des Irak-Kriegs unterbrochen; die Kurven wurden steiler, obwohl keine positiven Meldungen aus der Wirtschaft kamen. An den Anleihe- und Swapmärkten blieben überraschend schwache Zahlen für die US-Beschäftigungsentwicklung (ohne Agrarsektor), die im März und April veröffentlicht wurden, sogar unbeachtet, obwohl dieser Indikator normalerweise als sehr wichtig gilt.

Der Einbruch der Erdölpreise auf dem Weltmarkt Mitte März dürfte den neuen Optimismus hinsichtlich der Wachstumsaussichten, der sich zu dem Zeitpunkt in steilen Renditenstrukturkurven niederschlug, begünstigt haben. Die meisten Ökonomen teilten diesen Optimismus allerdings nicht, sondern sie revidierten ihre Wachstumsprognosen für die USA und den Euro-Raum weiter nach unten (Grafik 1.2). Die Häufung schwacher gesamtwirtschaftlicher Daten konnte schliesslich von den Anlegern an den Staatsanleihe- und Swapmärkten nicht länger ignoriert werden, und ab Mitte April wurden die Renditenstrukturkurven wieder flacher.

Besorgte Äusserungen wichtiger Währungsbehörden über Deflation trugen ebenfalls zur Verflachung der Kurven bei. Am 6. Mai beschloss der Offenmarktausschuss der Federal Reserve zwar, den Leitzinssatz unverändert zu lassen, er differenzierte jedoch zwischen einem Wirtschaftsklima, in dem die

Flachere Kurven
wegen schwacher
Daten

Wirtschaftsdaten und Wachstumsprognosen



Risiken ausgewogen schienen, und einem Preistrend, bei dem die Deflation eine grössere Gefahr darstellte als die Inflation. Die Rendite der 10-jährigen US-Schatzanweisung fiel an jenem Tag um 3 Basispunkte. Zwei Tage später präzisierte die EZB, dass sie im Rahmen ihrer Strategie mittelfristig eine Inflationsrate von „nahe bei 2%“ anstrebe, um Deflationsrisiken vorzubeugen; gleichzeitig beruhigte sie die Anleger, für den Euro-Raum als Ganzes sei die Deflation kein Anlass zu Sorge. Einen Monat zuvor hatte die Bank of Japan, angesichts einer Wirtschaft, die schon unter Deflation litt, angekündigt, sie prüfe Programme zum Ankauf von Asset-Backed Securities. Durch den Handel mit solchen Instrumenten kann die Notenbank möglicherweise unter Umgehung der grossen, aber schwachen Geschäftsbanken den geldpolitischen Transmissionsmechanismus stärken.

Anleger auf der Suche nach Rendite

Noch während die Renditen im April und Mai sanken und die Renditenstrukturkurven flacher wurden, nahmen die Zinsaufschläge weiter ab. Die Erholung, die Mitte Oktober 2002 an den Kreditmärkten eingesetzt hatte, hielt in den ersten fünf Monaten von 2003 praktisch ununterbrochen an. Der Renditeaufschlag auf US-Unternehmensanleihen mit BBB-Rating gegenüber US-Schatztiteln ging im ersten Quartal 2003 um 30 Basispunkte zurück und in den acht Wochen bis zum 23. Mai um weitere 40 Basispunkte. Seit 1993/94, als sich die US-Wirtschaft von der Rezession der frühen 1990er Jahre erholte, hatten die Kreditmärkte keinen so anhaltenden Aufschwung mehr verzeichnet.

Anhaltende Erholung bei den Unternehmensanleihen ...

Die Einengung der Zinsaufschläge war zum Teil eine unerwartete Folge des Zinsrückgangs. Während der langen Zeit sinkender Zinssätze hatten die Anleger mit Positionen in Staatsanleihen und anderen erstklassigen Papieren aussergewöhnlich hohe Erträge durch Kapitalgewinne erzielt. Im Zeitraum 2000-02 betrug die durchschnittliche Jahresrendite des US-Staatsanleiheindex von Merrill Lynch 11% und des Index für Staatsanleihen des Euro-Raums 8%. Anfang 2003 waren die Renditen aber so tief gesunken, dass ein weiterer Rückgang vielen Anlegern unwahrscheinlich schien. Daher wandten sich für gewöhnlich vorsichtige Anleger höher rentierenden Unternehmensanleihen und Anleihen aus aufstrebenden Volkswirtschaften zu, um einen höheren Ertrag zu erzielen. Investmentfonds, die in hoch rentierende Schuldtitel von Unternehmen und aufstrebenden Volkswirtschaften investieren, verzeichneten Anfang 2003 Rekordzuflüsse (Grafik 1.3).

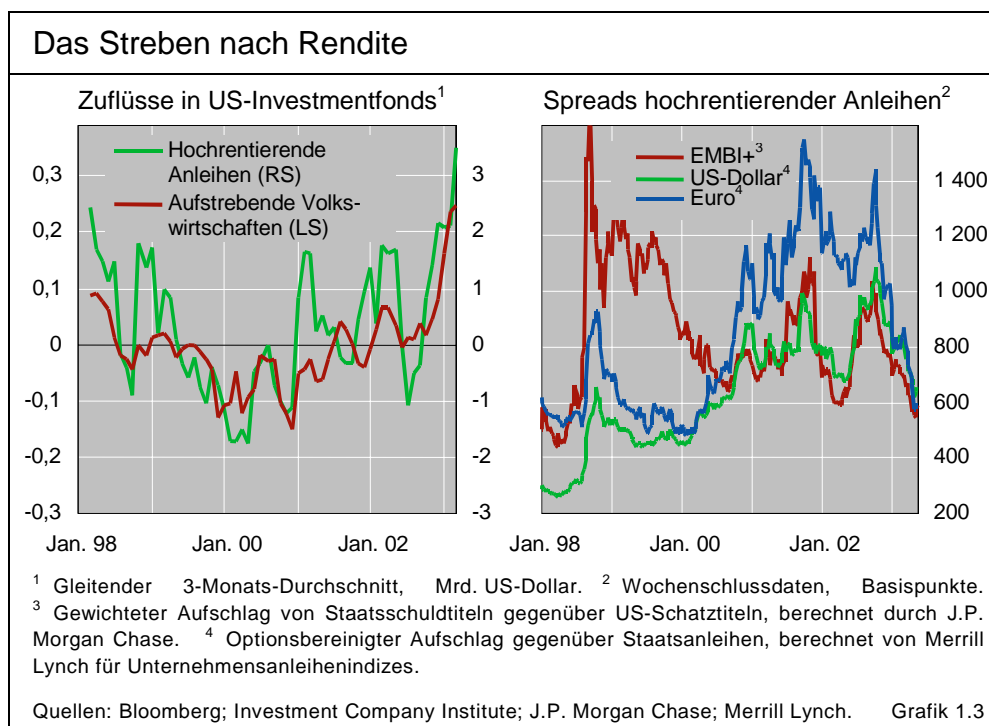
... gestützt durch Renditestreben

Am meisten profitierten die aufstrebenden Volkswirtschaften von diesem Renditestreben. Der brasilianische Real, der argentinische Peso, der Rand und weitere höher rentierende Währungen festigten sich, als die Anleger sich an den Anleihemärkten der betreffenden Länder engagierten. Darüber hinaus schrumpften die Zinsaufschläge auf US-Dollar-Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften in der Zeit von Ende 2002 bis Ende Mai um durchschnittlich 200 Basispunkte auf den tiefsten Stand seit Anfang 1998 (Grafik 1.3). Selbst hoch verschuldete Länder wie Brasilien und die Türkei, die noch im Juli 2002 keinen Zugang mehr zu den internationalen Kapitalmärkten hatten, konnten zu relativ günstigen Bedingungen an diese zurückkehren.

Rückkehr Brasiliens und der Türkei an den Anleihemarkt

Bedenken hinsichtlich der Fundamentaldaten drückten die Zinsaufschläge zwar zeitweise nach oben, aber dieser Einfluss war jeweils begrenzt und schwand schnell wieder. Anfang März wirkte sich die Bekanntgabe unerwartet

Fundamentaldaten manchmal wichtig



schwacher Automobilverkäufe in den USA negativ auf den Kurs von Schuldtiteln von Ford und General Motors aus. Obwohl die Erholung in anderen Branchen andauerte, tendierten die Indizes für Unternehmensanleihen wegen des grossen Gewichts der Automobilindustrie in dieser Zeit nach unten. Hinsichtlich der aufstrebenden Volkswirtschaften achteten die Anleger auf eine weitere Verbesserung der politischen Rahmenbedingungen, die Wahrung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität und die Auszahlung zugesagter ausländischer Hilfe. Beispielsweise schnellte der Zinsaufschlag auf türkische Staatsanleihen Mitte März kurzzeitig von 750 auf fast 1 000 Basispunkte hoch, als bekannt wurde, dass ein US-Finanzpaket von mehreren Milliarden Dollar stark gekürzt würde. Gleichzeitig wurden die koreanischen Finanzmärkte durch die Enthüllung von Bilanzunregelmässigkeiten in einem der grössten Konglomerate des Landes erschüttert (s. Kasten).

Eine kräftige Zunahme des Anleihenabsatzes im ersten Quartal 2003 wurde von den Märkten ohne weiteres absorbiert. Der Bruttoabsatz von Unternehmensanleihen schnellte an den inländischen und den internationalen Märkten hoch (Grafik 1.4). Mit einem grossen Teil der Neuemissionen wurden fällig werdende Schulden refinanziert. Dennoch war der Nettoabsatz im ersten Quartal höher als sonst in jüngster Zeit. Die Neuemissionen am internationalen Markt für Schuldtitel überstiegen die Tilgungen um \$ 341 Mrd., beinahe das Doppelte des jeweiligen Nettobetrag im dritten und vierten Quartal 2002 (s. „Der internationale Markt für Schuldtitel“). Der Hauptanteil dieses Zuwachses entfiel zwar auf europäische Finanzinstitute, doch auch der internationale Nettoabsatz von Unternehmensanleihen nahm zu.

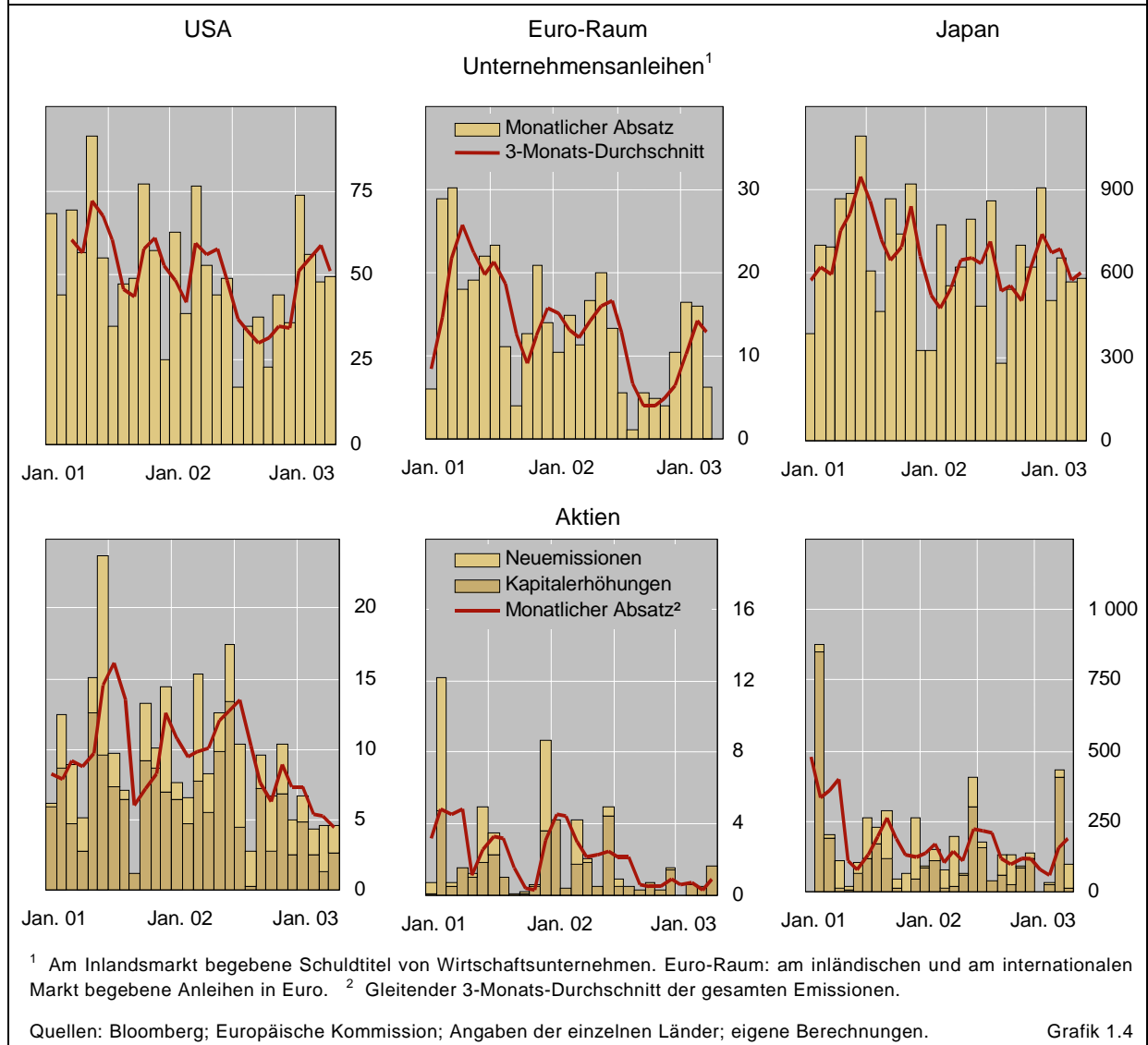
Vorausfinanzierungen
in Erwartung des
Krieges

Die Belebung des Nettoabsatzes war zum Teil Vorausfinanzierungen in Erwartung des Irak-Krieges zuzuschreiben. Unternehmen, die befürchteten, dass die Zinssätze nach Kriegsausbruch anziehen könnten, beeilten sich, die niedrigen Finanzierungskosten festzuschreiben. Am Ende des ersten Quartals 2003 hatten Meldungen zufolge zahlreiche Firmen bis zur Hälfte ihres Mittelbeschaffungsprogramms für das Jahr abgeschlossen. Gemäss vorläufigen Angaben verlangsamte sich der Bruttoabsatz der Unternehmen zu Beginn des zweiten Quartals, was darauf hindeutet, dass ihre Mittelaufnahme sich auf das Niveau des zweiten Halbjahrs 2002 abschwächte. Darüber hinaus schrumpften die Bankkredite erneut. Das Zeichnungsvolumen von Konsortialkrediten für Wirtschaftsunternehmen sank im ersten Quartal gegenüber dem entsprechenden Vorjahresquartal um 12% (s. Kasten „Internationale Konsortialkredite im ersten Quartal 2003“ im Kapitel „Das internationale Bankgeschäft“). Insbesondere die Kreditvergabe an US-Unternehmen fiel schwach aus.

Um ihren Kreditbedarf zu reduzieren, stützten sich die Unternehmen weiterhin auf Forderungsverkäufe und insbesondere den internen Cashflow. Viele meldeten bessere Gewinnmargen dank Einschränkung der Investitionsausgaben und weiterer Senkungen der Betriebskosten. In den letzten Monaten haben einige Unternehmen zudem ihre Bilanzen durch Ausgabe von Zwangswandelanleihen (Tilgung nur in Aktien) verbessert. Der Absatz von Beteiligungskapital, ob in Neuemissionen oder Kapitalerhöhungen, blieb jedoch sehr gedrückt.

Mittelbeschaffung an den Kapitalmärkten

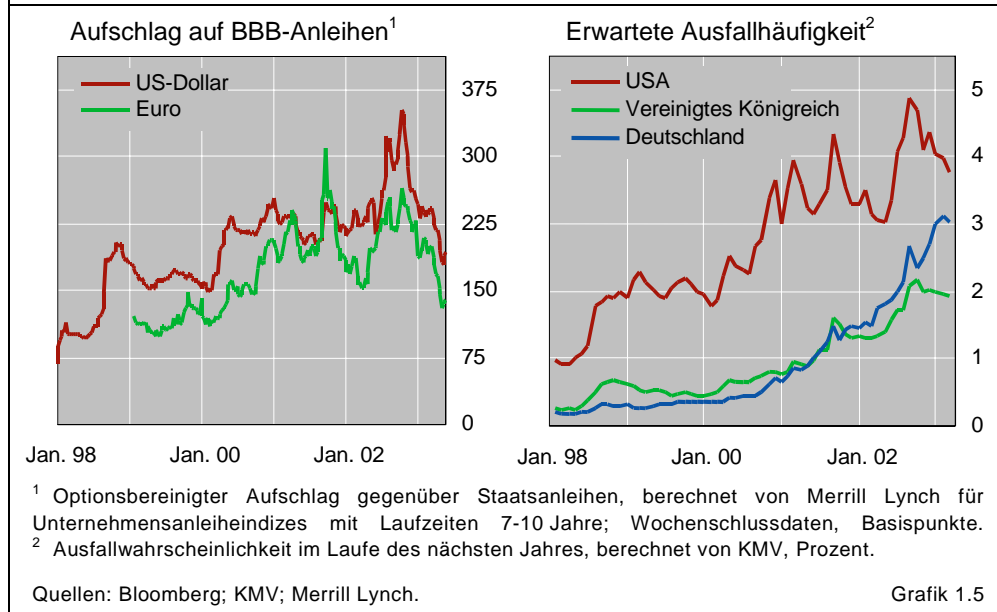
Bruttoabsatz; Mrd. Landeswährung



Die Erwartung eines weiteren Verschuldungsabbaus sowie die höheren Gewinnmargen und ein Rückgang der Unternehmenskonkurse haben bisher die Verkleinerung der Kreditzinsspannen begünstigt. Sollten sich diese Erwartungen als zu optimistisch erweisen, könnten einige der jüngsten Gewinne an den Kreditmärkten wieder verloren gehen. Mitte Mai entsprachen die Aufschläge für BBB-Schulden ihrem 10-Jahres-Durchschnitt von 180 Basispunkten. Auf Marktentwicklungen basierende Messgrößen der Ausfallwahrscheinlichkeiten, die die Ausweitung der Aufschläge im Zeitraum 1998-2002 einigermaßen genau verfolgten, müssen sich jedoch noch von den Ende 2002 erreichten Höchstständen zurückbilden (Grafik 1.5). Im April und Mai stimmten ausserdem die aus den Renditenstrukturkurven abgeleiteten Wachstumsaussichten nicht mit den durch die engeren Zinsaufschläge implizierten stärkeren Fundamentaldaten überein. Damit stellt sich die Frage, ob das Renditestreben

Überschüssige Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen?

Zinsaufschläge und Ausfallwahrscheinlichkeiten

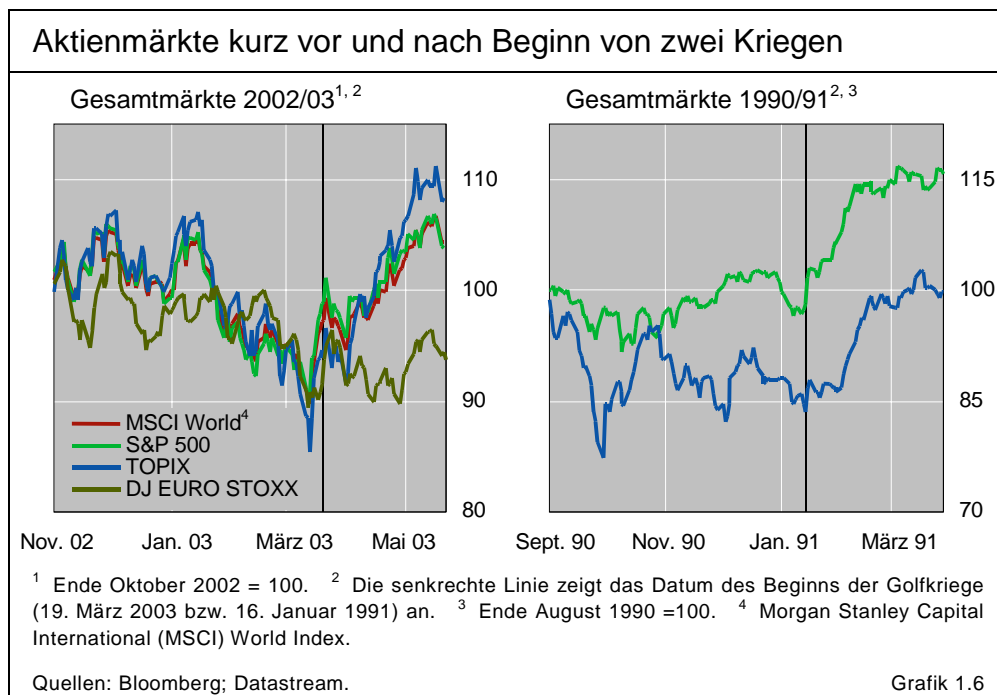


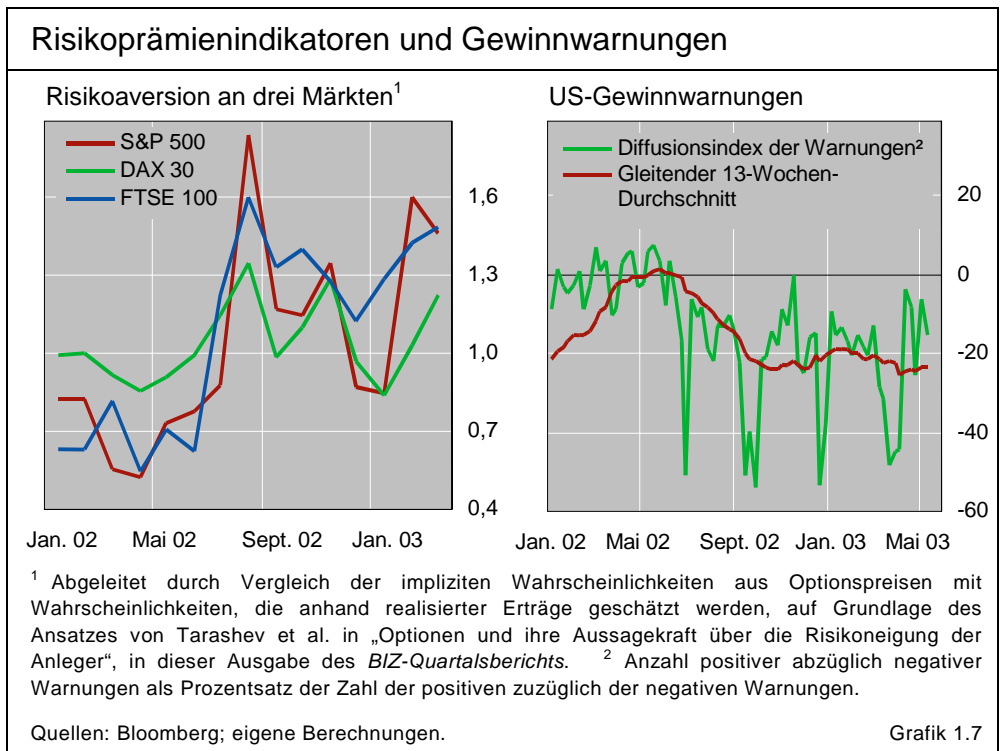
der Anleger die Zinsaufschläge schneller nach unten gedrückt hat, als es durch die Verbesserung der Bonität gerechtfertigt gewesen wäre.

Übereilte Aktienanleger?

Gewinnzahlen lösen Optimismus aus

Die Aktienanleger schienen von den flacheren Renditenstrukturkurven und den schwachen Wirtschaftsdaten im April und Mai ebenfalls unbeeindruckt. Der weltweite Rückgang der Aktienkurse, der Mitte Januar einsetzte, kam in der zweiten Märzwoche abrupt zum Stillstand, als es Anzeichen gab, dass der Krieg im Irak unmittelbar bevorstand (Grafik 1.6). Die militärischen Erfolge der



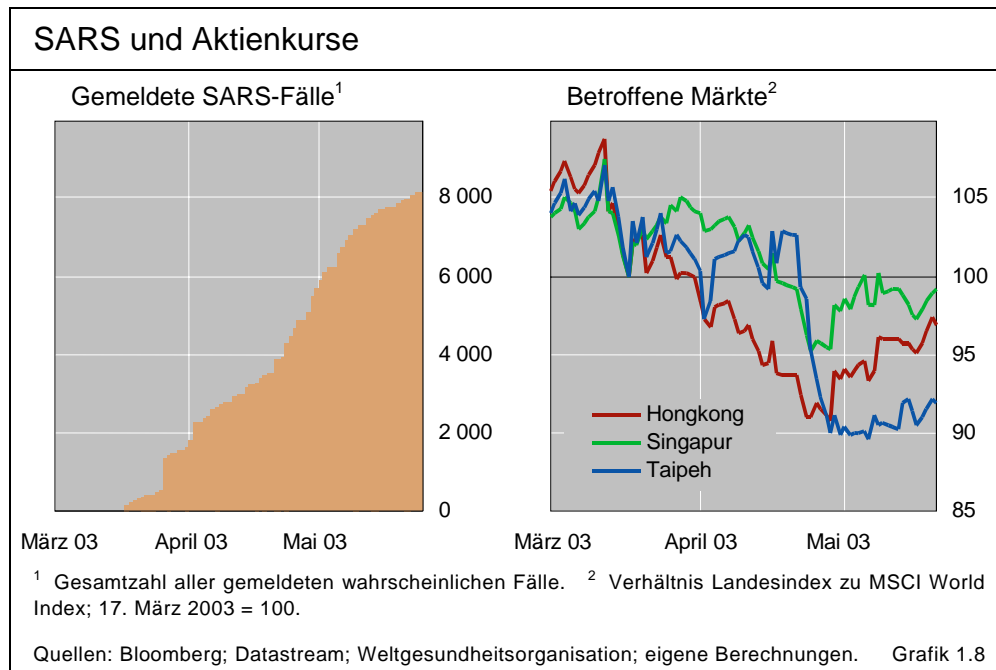


Koalition unterstützten Ende März und Anfang April eine Rally an den Aktienmärkten. Nach dem Fall von Bagdad wandten die Anleger ihre Aufmerksamkeit den Gewinnmeldungen von Unternehmen zu und sahen Grund zu Optimismus, obwohl gleichzeitig die Anleger an den Swap- und Staatsanleihenmärkten pessimistisch wurden.

Die Entwicklungen im Irak hatten im Dezember 2002 begonnen, die Anlegerstimmung einzutrüben, und als am 16. Januar die UNO-Inspektoren leere irakische Gefechtsköpfe fanden, belastete die Möglichkeit eines Krieges die Märkte noch stärker. Diese Unsicherheit erforderte offenkundig eine Risikoprämie. Die Indikatoren einer solchen Prämie, geschätzt aus den Preisen von Optionen auf Aktienindizes, zogen im Januar und Februar stark an (Grafik 1.7). Vom 16. Januar bis zum 12. März büsste der MSCI World Index 13% ein, der S&P 500 12% und der Dow Jones Euro Stoxx 20% (Grafik 1.1, links).

Der abrupte Umschwung nach acht Wochen der Besorgnis über einen Krieg zu einer 4-wöchigen Kriegs-Rally vermittelt interessante Einblicke in die Anlegerstimmung. Plötzlich, in der zweiten Märzwoche, als der Krieg praktisch unvermeidbar schien, gewannen die Anleger offenbar wieder Vertrauen. Möglicherweise blickten sie zurück auf Januar 1991, als die Aktienmärkte haussierten, kaum dass der Golf-Krieg begonnen hatte (Grafik 1.6, rechts). Weil sie vielleicht eine ähnliche Entwicklung antizipierten, begannen die Anleger zu kaufen, ohne den Beginn der Kampfhandlungen abzuwarten. Die Aktienkurse schnellten am 13. März 2003, sechs Tage vor Kriegsbeginn, hoch und stiegen in den ersten Kriegstagen weiter. Ende März wurde der Kursanstieg unterbrochen, als Rückschläge der Koalitionsstreitkräfte gemeldet wurden, in der ersten Aprilwoche setzte er sich jedoch nach der Nachricht über

Käufe der Anleger vor Beginn der Kampfhandlungen



die Einnahme des internationalen Flughafens von Bagdad wieder fort. In den vier Wochen vom 17. März bis zum 14. April legten der MSCI World Index und der S&P 500 10% und der Dow Jones Euro Stoxx 16% zu. Während der ganzen Zeit waren die Kursbewegungen am europäischen Markt stärker als am US-Markt. Zum Teil war dies darauf zurückzuführen, dass am europäischen Markt die Sektoren, die unter der jüngsten Volatilität am stärksten litten, nämlich Versicherung, Technologie und Finanz, grösseres Gewicht haben.

Für Aktienanleger bot der Irak-Krieg eine Ablenkung von den üblichen Fundamentaldaten. Unmittelbar vor dem Konflikt und während der Kampfhandlungen kümmerten sich diese Anleger offenbar nicht um wichtige Wirtschaftsnachrichten. Als z.B. am 4. April in den USA eine beunruhigend schwache Zahl für die Beschäftigungsentwicklung (ohne Agrarsektor) gemeldet wurde, berührte dies die Märkte kaum. Als der Krieg jedoch als beendet galt, nahmen die Marktteilnehmer wirtschaftliche Eckdaten wieder ernst, und offenbar gefiel ihnen, was sie hörten. Zwar waren die negativen Gewinnmeldungen von US-Unternehmen nach wie vor zahlreicher als die positiven (Grafik 1.7), doch waren die Ankündigungen führender Firmen meist erfreulich. Beispielsweise übertrafen AOL, AT&T und Microsoft in den USA sowie Nokia, Philips und Siemens in Europa die Gewinnerwartungen. Diese positiven Gewinnmeldungen verlängerten den weltweiten Kursanstieg um fünf weitere Wochen; der MSCI World Index stieg vom 14. April bis zum 16. Mai um 8%. Die wichtigste Ausnahme von diesem positiven Trend war eine Meldung vom 24. April über die ungünstige Gewinnlage von Sony, die einen Rückgang des TOPIX um 1,5% auslöste.

Mitten im Aufschwung an den Aktienmärkten der USA und Europas sahen sich die Anleger an den Märkten Asiens mit einer ungewöhnlichen Bedrohung konfrontiert. In der dritten Märzwoche wurden in Asien die ersten Fälle des „schweren akuten Atemwegsyndroms“ (SARS) gemeldet (Grafik 1.8). Die Meldungen lösten an den Aktienmärkten der SVR Hongkong, Singapurs und

Verspätete
Rückkehr zu
Fundamentaldaten

Taiwans (China) kräftige Kurseinbrüche aus. Die Schwäche dieser Märkte, die normalerweise dicht an den US-Markt aufschliessen, nach Ausbruch der Krankheit war auffallend. Von Mitte März bis Ende April lag die Börse von Hongkong 8% unter dem MSCI World Index, die von Singapur 3,4% und die von Taipeh 12%. Besonders starke Einbussen erlitten die Aktien von Fluggesellschaften und Hotels, z.B. Cathay Pacific 15%. Keine Kursreaktion war dagegen an der Börse von Toronto zu verzeichnen, als die Weltgesundheitsorganisation (WHO) die Stadt auf die Liste der Destinationen mit Reisewarnung setzte. Die Verluste an den Aktienmärkte begannen erst am 29. April nachzulassen, als die WHO zum Befund kam, die Zahl der SARS-Fälle habe in Hongkong, Singapur, Toronto und Vietnam den Höhepunkt überschritten. An den Börsen von Hongkong und Singapur zogen die Kurse an einem einzigen Tag um über 3,5% an. In China bleibt die Krankheit jedoch ein grosses Problem; die Börsen des Landes wurden Anfang Mai geschlossen.

Die weltweite Markterholung vom März und April liess die Aktienbewertungen weiter über die historische Norm steigen. Das auf einem gleitenden 5-Jahres-Durchschnitt beruhende Kurs/Gewinn-Verhältnis des S&P 500 betrug im April beinahe 23 und lag damit deutlich über dem Durchschnitt von 17 im Zeitraum 1961-95. Die derzeitigen Bewertungen scheinen vertretbarer, wenn nicht angenommen wird, dass die Gewinne zu ihrem 5-Jahres-Durchschnitt zurückkehren, sondern vielmehr, dass sie in einer Wirtschaft, die sich von einer Rezession erholt, stärker steigen. Die Analysten sagen denn auch ein kräftiges Gewinnwachstum voraus, und eine auf dieser Prognose basierende Berechnung würde das Kurs/Gewinn-Verhältnis auf 17 drücken. Allerdings haben sich solche Prognosen bisher noch immer als allzu optimistisch erwiesen.

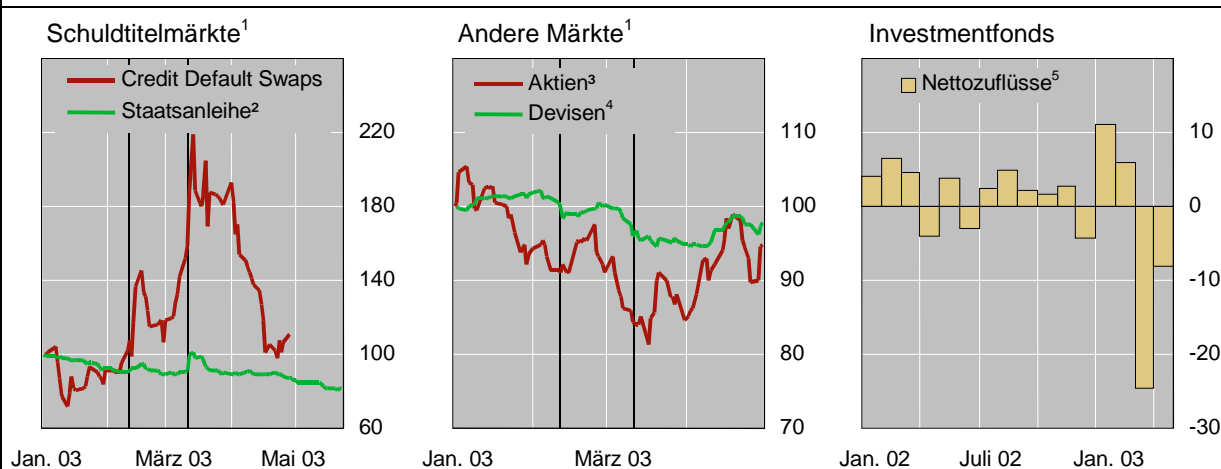
Ein Run auf die Wertpapiermärkte: Beispiel Korea

Oft werden die Unterschiede zwischen Finanzsystemen, in denen die Banken dominieren, und Systemen mit Wertpapiermärkten im Zentrum hervorgehoben; weniger Beachtung finden dagegen die Ähnlichkeiten. Was im März 2003 in Korea geschah, warf ein Schlaglicht auf eine dieser Ähnlichkeiten: die Risiken für die Stabilität des Finanzsystems, die sich aus einem Run der Einleger ergeben. Die Zentralbanken kennen das Problem möglicher systemweiter Folgen eines plötzlichen Abzugs von Bankeinlagen seit langem und haben für solche Fälle Instrumente wie Einlagensicherung und „Lender-of-last-resort“-Fazilitäten geschaffen. Der Fall Korea hat gezeigt, dass es zu Runs ähnlicher Art auch an Wertpapiermärkten kommen kann, in der Form eines massiven Rückzugs aus Investmentfonds. Die Instrumente, die bei einem Run dieser Art zur Verfügung stehen, sind jedoch viel weniger entwickelt.

Die Probleme in Korea begannen am 11. März, als die Staatsanwaltschaft gegen Führungskräfte von SK Global, einer Tochtergesellschaft von Koreas drittgrößtem Konglomerat SK Group, Anklage wegen Bilanzfälschung erhob. SK Global wurde vorgeworfen, den Gewinn um Won 1,6 Bio. aufgebläht und Schulden von insgesamt Won 1,1 Bio. verschleiert zu haben. Der Aktien-, der Schuldtitel- und der Devisenmarkt brachen unmittelbar nach der Anklageerhebung ein; die Märkte reagierten damit ähnlich wie einen Monat zuvor, am 11. Februar, als Besorgnis über das Atomwaffenprogramm Nordkoreas Moody's veranlasst hatte, den Rating-Ausblick für Südkorea von positiv auf negativ zu ändern. Während sich die Märkte im Februar jedoch rasch wieder beruhigt hatten, lösten im März Liquiditätsprobleme von Nichtbank-Finanzinstituten einen Teufelskreis von Marktstörungen aus.

In den Tagen und Wochen nach der Anklageerhebung zogen koreanische Anleger aus Furcht vor Verlusten ihre Beteiligungen an Investmentfonds, insbesondere Geldmarktfonds, ab. Im März mussten die Fonds für insgesamt Won 24,7 Bio. Anteile zurücknehmen, was 14% ihres Vermögens Ende Februar entsprach. Angesichts ihrer begrenzten liquiden Mittel und Einschränkungen der Kreditaufnahme waren die Investmentfonds gezwungen, für die Rücknahmen Aktiva zu veräußern. Infolgedessen sackten die Kurse von Unternehmens- und selbst von Staatsanleihen ab. Die Spreads von Credit-Default-Swaps (CDS) auf koreanische Staatsanleihen schnellten hoch, als die Liquidität in anderen Segmenten des Schuldtitelmarktes völlig versiegt und die Anleger sich für die Absicherung ihrer Positionen dem CDS-Markt zuwandten.

Angesichts dieser Notverkäufe verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen am koreanischen Markt für Unternehmensanleihen derart, dass die Solvenz einiger Finanzinstitute gefährdet war. Am schlimmsten traf es die Kreditkartengesellschaften, da sie sich für ihre Refinanzierung stark auf Investmentfonds stützen. Steigende Ausfallquoten hatten schon begonnen, die Finanzierungskosten der Kartengesellschaften hochzutreiben, und als die Investmentfonds ihre Vermögenswerte liquidierten, standen die Kartengesellschaften vor der Aussicht, fällig werdende Verbindlichkeiten nicht erneuern zu können.



¹ 1. Januar 2003 = 100; vertikale Linien: 11. Februar 2003 und 11. März 2003. ² Rendite 5-jähriger Won-Anleihen. ³ KOSPI. ⁴ US-Dollar/Won-Wechselkurs; ein Rückgang zeigt eine Abwertung des Won an. ⁵ Veränderung der Einlagen bei koreanischen Investmentfonds, in Bio. Won.

Quellen: Bank of Korea; Bloomberg; CreditTrade; Datastream; eigene Berechnungen.

Schliesslich intervenierten die Behörden, um das weitere Funktionieren der Märkte sicherzustellen. Mitte März trug die Zentralbank mit einem Tender für Won 2 Bio. zur Stabilisierung des Staatsanleihemarktes bei, und die Regierung verschob geplante Staatsanleiheauctionen. Um die möglicherweise systemweiten Folgen der Zahlungsunfähigkeit einer Kreditkartengesellschaft abzuwenden, brachten die koreanischen Behörden eine Anzahl wichtiger Marktteilnehmer zusammen mit dem Ziel, eine geordnete Anschlussfinanzierung für fällig werdende Schulden solcher Gesellschaften zu arrangieren. Anfang April erklärten sich die Geschäftsbanken bereit, eine Kreditlinie bereitzustellen; im Gegenzug verpflichteten sich die Kartengesellschaften, Aktienkapital in Höhe von Won 4,6 Bio. aufzunehmen.