

Frank Packer

+41 61 280 8449

[frank.packer@bis.org](mailto:frank.packer@bis.org)

Philip D. Wooldridge

+41 61 280 8819

[philip.wooldridge@bis.org](mailto:philip.wooldridge@bis.org)

---

## 1. Überblick: Verkaufswelle am globalen Anleihemarkt

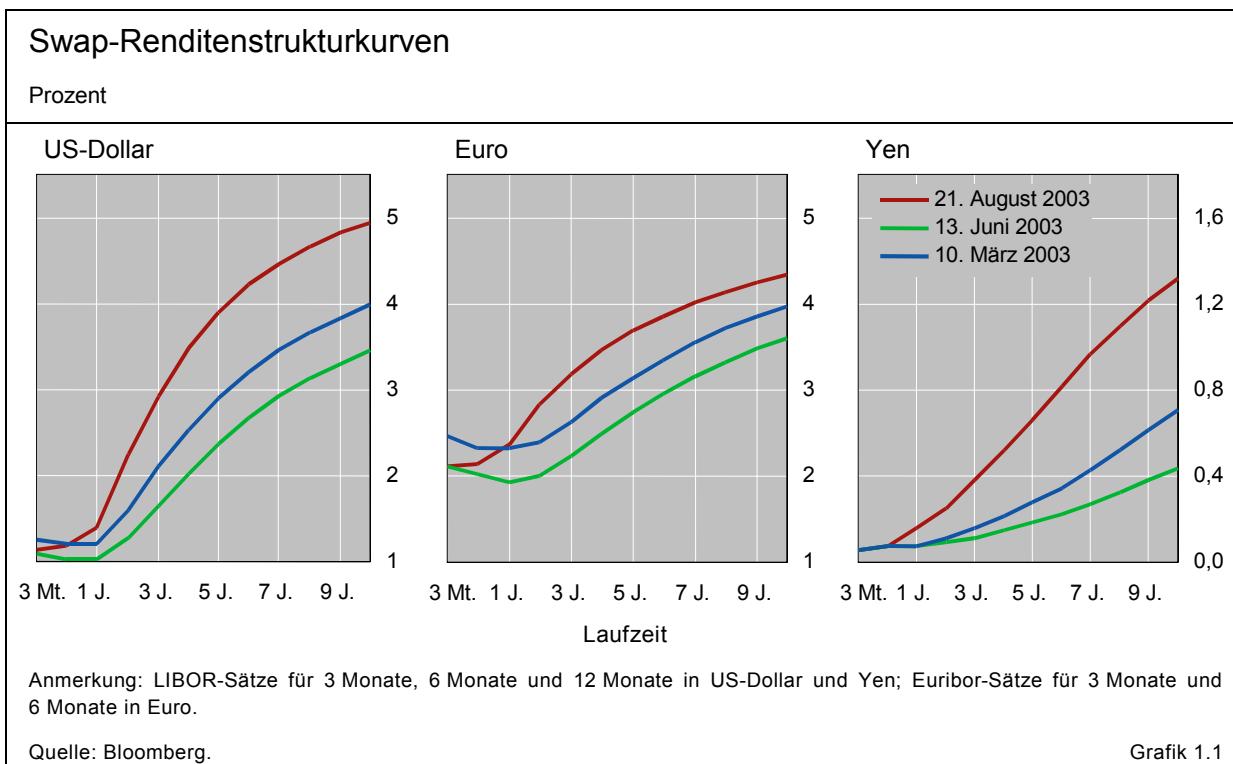
Ende Juni und im Juli bekam der globale Anleihemarkt die grösste Verkaufswelle seit 1994 zu spüren. Die Renditen in US-Dollar, Yen und Euro erhöhten sich kräftig – die Dollar-Renditen um volle 140 Basispunkte. Zum Teil kamen in diesem Anstieg die nach oben revidierten Erwartungen der Anleiheanleger hinsichtlich der Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft zum Ausdruck. Eine weitere Ursache war offenbar, dass die Anleiheinvestoren ihre Einschätzung der Wahrscheinlichkeit „unkonventioneller“ geldpolitischer Massnahmen der US-Notenbank änderten.

Am US-Dollar-Markt wurde der Renditenanstieg noch durch Absicherungsgeschäfte der Halter von mit Hypothekarkrediten besicherten Wertpapieren (Mortgage-Backed Securities, MBS) verstärkt. Als die Renditen anzogen, begannen die Hypothekenrefinanzierungen zu versiegen, und die Duration der MBS-Portfolios überschritt plötzlich die Zielvorgaben der Anleger. Um diese Zielmarken wieder zu erreichen, nutzten viele Anleger den Zinsswapmarkt, wo ihre Nachfrage nach der festverzinslichen Seite von Kontrakten zu einer Verdoppelung der Spreads beitrug.

Auf die Kredit- und die Aktienmärkte griff diese Entwicklung im Allgemeinen kaum über. Obwohl sich die Zinsaufschläge auf hoch rentierende Schulden und Schulden aufstrebender Volkswirtschaften ausweiteten, als die „Jagd nach Renditen“ nachliess, löste die Volatilität an den Staatsanleihe- und Swapmärkten keine allgemeine Verkaufswelle an den Kreditmärkten aus. An den Aktienmärkten zeigte sich ein ähnliches Bild. Der Aktienmarkt von Tokio erholte sich sogar, als die Anleiherenditen stiegen. Die Kurse der Bankaktien sowie der Aktien der meisten anderen Finanzinstitute hielten mit den Veränderungen in den allgemeinen Marktindizes Schritt, was darauf hindeutet, dass sich die Aktienanleger keine Sorgen über die Auswirkungen höherer Renditen auf die Bilanzen dieser Institute machten.

### Ungewöhnliche Ursachen des Renditenanstiegs

Beim jüngsten Renditenanstieg spielte zwar der zunehmende Wachstums-optimismus der Anleger eine wichtige Rolle, doch kamen immer wieder auch Sonderfaktoren zum Tragen, wie z.B. Ergebnisse von Anleiheauktionen,



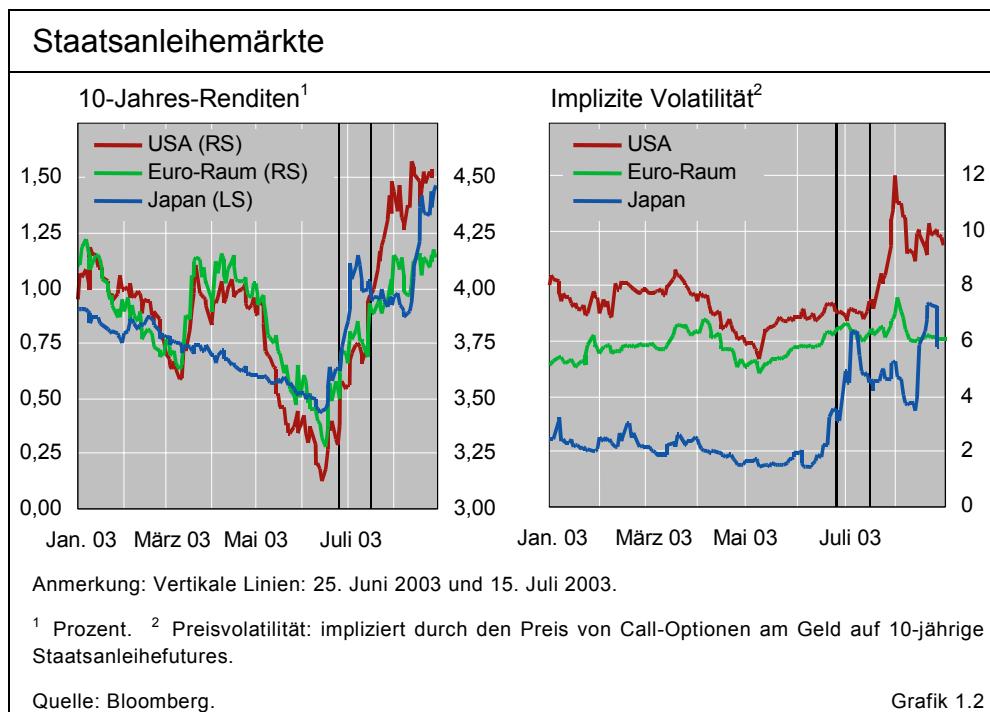
Risikomanagement-Mechanismen, die Absicherung von Hypothekenpositionen sowie die Erwartungen hinsichtlich „unkonventioneller Massnahmen“ der Geldpolitik. Infolgedessen schnellten die Renditen für 10-jährige US-Schatztitel von einem Tiefstand von 3,11% am 13. Juni auf über 4,40% Ende Juli hoch. Im selben Zeitraum stieg die Rendite 10-jähriger japanischer Staatsanleihen um 50 Basispunkte auf 0,93%, diejenige deutscher Bundesanleihen um 70 Basispunkte auf 4,19%. Am ausgeprägtesten war der Anstieg bei den längeren Laufzeiten, sodass die Renditenstrukturkurven erheblich steiler wurden (Grafik 1.1).

Seit 1994 waren die langfristigen Renditen nicht mehr in so kurzer Zeit so stark gestiegen. Damals schnellten in den acht Wochen ab Anfang Februar die Renditen für 10-jährige Staatspapiere in den USA um rund 130 Basispunkte hoch, in Deutschland um 80 Basispunkte und in Japan um 35 Basispunkte. Als Katalysator dieser Entwicklung wirkte ein Umschwung in der US-Geldpolitik: Nach einem langen Zeitraum niedriger oder sinkender Zinssätze erhöhte die Federal Reserve ihren Zielsatz um 25 Basispunkte. Obwohl sich das globale Finanzsystem 1994 weitgehend reibungslos an die höheren Renditen anpasste, traten doch einige Anspannungen auf. Im Dezember 1994 erlitt der kommunale Investmentpool von Orange County, der Anlagen im Wert von \$ 7 Mrd. hielt, Konkurs; kurz darauf brach die Mexiko-Krise aus. Der jüngste Renditenanstieg war dagegen nicht von einem Umschwenken zu einer restriktiveren Geldpolitik begleitet. Die Zentralbanken aller wichtigen Volkswirtschaften führten ihre akkommodierende Geldpolitik fort.

Der Renditenanstieg dieses Sommers erfolgte in mindestens vier Phasen. In der ersten Phase, vom 13. bis zum 24. Juni, war der japanische Markt am

Verkaufswelle am Anleihemarkt ...

... nicht durch straffere Geldpolitik ausgelöst



stärksten von der Verkaufswelle betroffen. In der zweiten Phase, vom 25. Juni bis zum 14. Juli, wurde an allen wichtigen Märkten massiv verkauft. In der dritten Phase, vom 15. Juli bis Anfang August, zogen die Dollar-Renditen weiter an. In der letzten Phase, von Anfang August bis zum Monatsende, kletterten die japanischen Renditen erneut.

In der ersten Phase löste eine Kombination von technischen Faktoren und neuen Wirtschaftsdaten ab Mitte Juni einen beträchtlichen Anstieg der Yen-Renditen aus. Eine wenig erfolgreiche Auktion von 20-jährigen japanischen Staatsanleihen am 17. Juni führte Meldungen zufolge zu Gewinnmitnahmen japanischer Banken und Verkäufen durch Hedge-Fonds. Die Verkaufswelle dieser ersten Phase gipfelte in einem Anstieg der Rendite für 10-jährige japanische Staatsanleihen um 16 Basispunkte auf 0,69% am 19. Juni (Grafik 1.2). Die dadurch entstandene höhere Volatilität veranlasste Anleger, die sich stark auf quantitative Risikomanagement-Techniken wie Value-at-Risk-Modelle stützten, Limits zu überschreiten und ihre Positionen aufzulösen, wodurch sich die Preisdynamik am japanischen Staatsanleihemarkt noch verstärkte. Es wurde mit einem Andauern dieser Volatilität gerechnet. Die implizite Volatilität der Futures auf japanische Staatsanleihen erhöhte sich in der ersten Phase auf das Anderthalbfache, während der Anstieg am Euro- und am Dollar-Markt viel verhaltener war.

Interessanterweise wurden die Renditen japanischer Staatsanleihen in dieser Phase offenbar stärker durch ausländische Wirtschaftsdaten als durch inländische beeinflusst. Unerwartet positive US-Wirtschaftsindikatoren in der Woche vom 16.-20. Juni, insbesondere der Empire State Manufacturing Survey und der Bericht über die Verbraucherpreisinflation, wurden als mitverantwortlich für den Anstieg der japanischen Renditen genannt. Auch die Dollar-Renditen erhielten in dieser Zeit durch die US-Daten Auftrieb.

In der zweiten Phase löste der Beschluss der US-Notenbank vom 25. Juni, den Leitzinssatz um nur 25 Basispunkte statt der erwarteten 50 Basispunkte zu senken, einen weiteren Renditeanstieg aus. Die Marktteilnehmer interpretierten den Beschluss als Signal, dass die Federal Reserve in naher Zukunft wohl kaum zu unkonventionellen geldpolitischen Massnahmen greifen würde. Insbesondere schätzten sie es als weniger wahrscheinlich ein, dass die Federal Reserve US-Schatzpapiere kaufen würde, um die langfristigen Sätze niedrig zu halten; diese Möglichkeit hatte dem US-Schatztitelmarkt nach der Federal-Reserve-Sitzung vom Mai Auftrieb gegeben. Die Renditen 10-jähriger Schatzpapiere erhöhten sich in den zwei Tagen nach der Zinssenkung um 30 Basispunkte. Mit einer Verzögerung von ein paar Tagen folgten die Euro- und die Yen-Renditen.

„Unkonventionelle Massnahmen“ weniger wahrscheinlich

Die Reaktion der Marktteilnehmer auf den Beschluss der Federal Reserve wurde durch die Entwicklung in Japan noch verstärkt. Die Verkäufe von US-Schatzpapieren und anderen ausländischen Wertpapieren durch japanische Banken überstiegen im Juli die Käufe um den ungewöhnlich grossen Betrag von \$ 25 Mrd. Darüber hinaus rechneten die Anleger angesichts eines so starken und plötzlichen Anstiegs der Renditen und der Volatilität am Yen-Markt wohl damit, dass es auch an anderen wichtigen Märkten zu einer solchen Entwicklung kommen könnte.

Rückkopplung vom Yen-Markt

Obwohl ein unerwartet gutes Wirtschaftswachstum häufig als Grund für den globalen Renditenanstieg genannt wurde, waren die Wirtschaftsdaten weder für die USA noch für Europa eindeutig positiv. So wurden die Wachstumsprognosen der Ökonomen für 2003 im Juni und Juli nicht nach oben revised (Grafik 1.3). Die uneinheitlichen Wirtschaftsdaten deuten darauf hin, dass die Märkte für festverzinsliche Instrumente in den USA asymmetrisch auf Meldungen aus der US-Wirtschaft reagierten, d.h. negative Meldungen ignorierten. Beispielsweise stiegen die Renditen am 29. Juli trotz eines unerwartet schwachen Index der Verbraucherstimmung. Auf jeden Fall beeinflussten Wirtschaftsindikatoren die Renditen offenbar weniger als Besorgnis über Massnahmen der Federal Reserve sowie Hypothekenabsicherungen (s. unten).

Wirtschaftsdaten keine grosse Überraschung ...

Nur in Japan wiesen die Wirtschaftsindikatoren klar nach oben. Der Anstieg der Yen-Renditen gewann erheblich an Dynamik, als am 1. Juli eine unerwartet positive *Tankan*-Erhebung veröffentlicht wurde. Er setzte sich nach einer wenig erfolgreichen Auktion von 10-jährigen Anleihen am 3. Juli fort. Die stärksten Schwankungen innerhalb eines Tages verzeichnete der Markt für japanische Staatsanleihen am 4. Juli, als die 10-Jahres-Rendite vorübergehend 1,4% erreichte und dann auf 1,05% schloss.

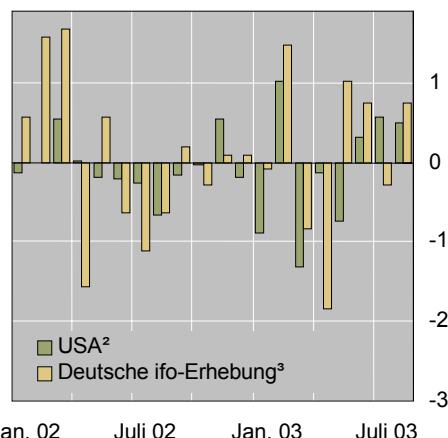
... ausser in Japan

Eine Änderung der japanischen Politik trug offenbar viel zur Wiederherstellung der Stabilität des Yen-Marktes in der zweiten Phase bei. In den Tagen nach dem 4. Juli gab das Finanzministerium eine Reihe von Massnahmen bekannt, die die Volatilität am japanischen Staatsanleiemarkt verringern sollten, u.a. Einführung des Handels vor Auktionen sowie Rückkäufe von 5-jährigen Staatsanleihen. Beobachter riefen ferner den Beschluss der Bank of Japan vom Mai in Erinnerung, ihre eigenen Bestände japanischer

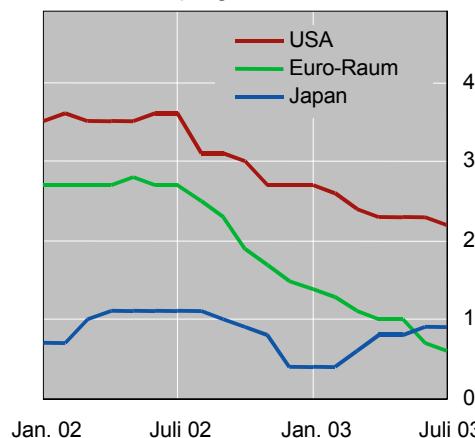
Yen-Markt vorübergehend stabilisiert

## Wirtschaftsdaten und Wachstumsprognosen

### Überraschende Wirtschaftsdaten<sup>1</sup>



### Wachstumsprognosen für 2003<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Überraschende Ankündigungen, normalisiert auf der Basis der Abweichung der veröffentlichten Zahlen vom Prognosemittelwert aus Expertenbefragungen. Die Beobachtungen werden dem Monat zugerechnet, in dem die tatsächlichen Zahlen publiziert wurden. <sup>2</sup> Gewichteter Durchschnitt der normalisierten überraschenden Ankündigungen zu ISM-Erhebung, Beschäftigungsentwicklung ohne Agrarsektor, Einzelhandelsumsätze, Erzeugerpreisen und Verbraucherpreisen. <sup>3</sup> Die deutsche ifo-Erhebung ist ein Geschäftsklimaindex, der vom ifo-Institut für Wirtschaftsforschung mit Hilfe von Umfrageergebnissen erstellt wird. <sup>4</sup> Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Prognosen monatlich von Consensus Economics veröffentlicht. Die Beobachtungen werden dem Ende des Monats zugerechnet, in dem die Prognose erfolgte.

Quellen: Bloomberg; © Consensus Economics; eigene Berechnungen.

Grafik 1.3

Staatsanleihen nicht mehr zum Marktwert, sondern zum amortisierten Einstandswert zu bilanzieren; dies wurde als Signal für die Bereitschaft der Bank angesehen, wenn nötig vermehrt Staatsanleihen am offenen Markt zu erwerben. Dies trug zur Stabilisierung des Yen-Marktes bei, und die Korrelation zwischen der täglichen prozentualen Veränderung der Renditen japanischer Staatsanleihen und derjenigen der deutschen und der US-Staatspapiere schwächte sich nach dem 15. Juli erheblich ab.

Zu einer dritten Abgabephase an den Anleihemarkt kam es nach dem halbjährlichen geldpolitischen Bericht des Vorsitzenden der Federal Reserve an den Kongress am 15. Juli. Der Bericht und die darauf folgenden Aussagen wurden von den Marktteilnehmern als Bestätigung interpretiert, dass „unkonventionelle“ geldpolitische Massnahmen der Federal Reserve weniger wahrscheinlich waren als zuvor erwartet. Gemäss dem Bericht war es unwahrscheinlich, dass es zu Situationen kommen werde, in denen unkonventionelle Massnahmen erforderlich wären; die Geldpolitik könne wenn nötig mit konventionellen Instrumenten weiter gelockert werden, und zudem gebe es Anzeichen für eine Konjunkturerholung. Unmittelbar danach stiegen die Dollar-Renditen; die Renditen 10-jähriger US-Schatzpapiere erhöhten sich am 15. Juli um 20 Basispunkte und bis Monatsende um weitere 55 Basispunkte. Darüber hinaus schnellte die implizite Volatilität der Schatzpapier-Futures in den letzten beiden Juliwochen hoch. Eigenheiten des US-Marktes, insbesondere Hypothekenabsicherungsgeschäfte, trugen erheblich zu dieser Abgabewelle bei (s. unten).

Die Euro-Renditen folgten auch in dieser dritten Phase den US-Renditen nach, wenn auch nicht so dicht wie in der zweiten Phase. Die Bund-Renditen

erneute Abgaben von US-Schatzpapieren Mitte Juli ...

stiegen in den letzten beiden Juli-Wochen um 30 Basispunkte auf 3,97%. Auch die implizite Volatilität der Bund-Futures nahm zu, wenn auch deutlich weniger stark als die der US-Schatztitel-Futures.

Der Yen-Markt blieb in der dritten Phase von den Ereignissen am Dollar-Markt anscheinend unberührt. Mitte August setzte in Japan jedoch wieder eine Verkaufswelle ein. In dieser vierten Phase stiegen die Renditen 10-jähriger japanischer Staatsanleihen in den drei Wochen bis Ende August um über 55 Basispunkte auf 1,47%. Zuvor waren unerwartet positive Wirtschaftsdaten veröffentlicht worden, insbesondere ein kräftiges BIP-Wachstum im zweiten Quartal und eine gute Auftragslage bei Ausrüstungsgütern. Hinzu kam eine allgemein zu beobachtende Mittelumschichtung ausländischer Hedge-Fonds und anderer Anleger aus Anleihen in Aktien, nachdem die japanischen Aktien erneut zugelegt hatten. Die Entscheidungsträger schienen sich mit dem Zinsanstieg, der sich aus den besseren Wirtschaftsaussichten ergab, abzufinden.

... und kräftiger Renditenanstieg in Japan Mitte August

## Hypothekarabsicherungen destabilisieren den Swapmarkt

Die US-Märkte für festverzinsliche Instrumente unterscheiden sich von anderen durch die Grösse und die Struktur des Marktes für Hypothekenpapiere. Nach dem ersten Hochschnellen der Renditen blieb die Volatilität an den US-Festzinsmärkten zwar praktisch unverändert, doch nach dem erneuten Anstieg vom 15. Juli trugen Hypothekarabsicherungen zu einer Veränderung der Marktdynamik bei. Durch den rasanten Anstieg der langfristigen Renditen verlängerte sich abrupt die Duration von mit Hypothekarkrediten besicherten US-Wertpapieren (Mortgage-Backed Securities, MBS), was wiederum die Halter solcher Papiere veranlasste, verstärkt ihre Zinsabsicherungen anzupassen (s. Kasten). Die Duration des MBS-Indexes von Lehman Brothers verlängerte sich von 0,5 Jahren Mitte Juni auf 1,8 Jahre Mitte Juli und auf über 3 Jahre Anfang August. Allein am 15. Juli nahm sie um 0,4 Jahre zu. Die Bemühungen, diese Durationsverlängerung abzusichern, hatten offenbar verbreitetere und stärkere Rückkopplungseffekte auf die US-Finanzmärkte als bei früheren Renditenanstiegen. Dies dürfte wohl auf den wachsenden Umfang – sowohl absolut als auch relativ gesehen – des MBS-Marktes zurückzuführen sein.

Rückkopplungseffekte von Hypothekarabsicherungen ...

### Auswirkungen der Absicherung von Hypothekenpapieren auf die US-Finanzmärkte

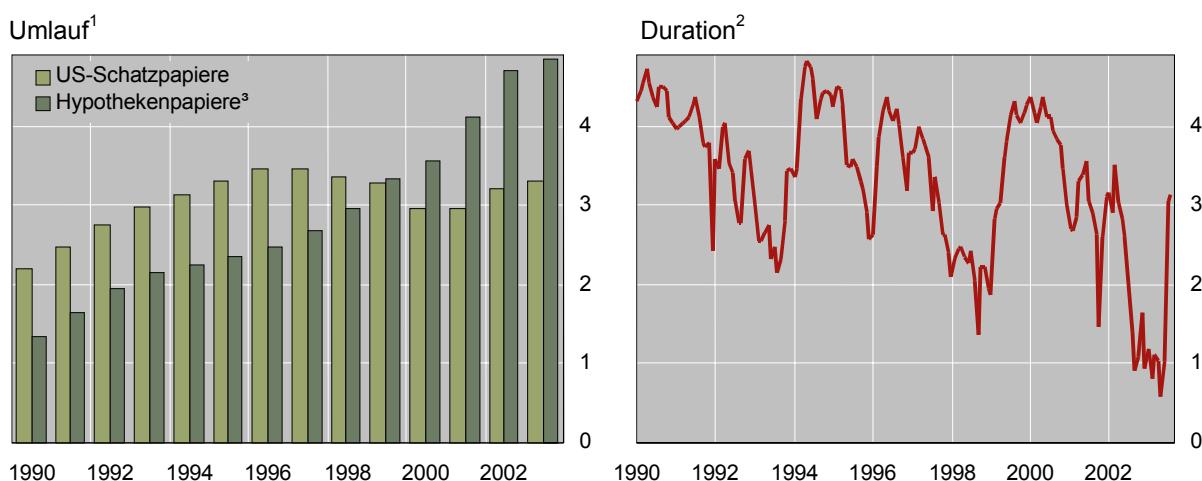
Ein Merkmal der heutigen Finanzmärkte ist, dass Risikomanagement-Systeme, mit denen die Volatilität der Erträge oder des Eigenkapitals der einzelnen Institute verringert werden soll, bisweilen die Volatilität der Finanzmärkte insgesamt erhöhen können. Ein anschauliches Beispiel während der jüngsten Verkaufswelle an den Festzinsmärkten waren Absicherungsgeschäfte für mit Hypothekarkrediten unterlegte Wertpapiere (Mortgage-Backed Securities, MBS). Solche Absicherungsgeschäfte spielten zwar schon bei der Verkaufswelle 1994 eine Rolle,<sup>①</sup> doch hatten sie 2003 offenbar tiefer greifende und allgemeinere Auswirkungen als in früheren Fällen.

Wie können die Märkte für verbrieftete Hypotheken die Marktvolatilität verstärken? Wegen des Risikos vorzeitiger Tilgung, das US-MBS tragen (d.h. das Risiko, dass die Wohneigentümer ihre Hypothek vor der vereinbarten Fälligkeit refinanzieren), führen Zinsänderungen oft zu erheblichen Änderungen der durchschnittlichen Laufzeit – genauer: der optionsbereinigten Duration – eines MBS. Wenn z.B. die Zinssätze steigen, entscheiden sich weniger Wohneigentümer für eine Refinanzierung ihrer Hypothek, sodass die Duration der MBS zunimmt. MBS-Anleger steuern in der Regel ihr Zinsänderungsrisiko, indem sie ihre Bestände mit Schatzpapieren, Swaps oder entsprechenden Derivaten absichern. Im vorher genannten Beispiel könnten sich die Anleger gegen einen Zinsanstieg mit Short-Verkäufen von Schatzpapieren am Kassamarkt, dem Verkauf von Schatzanleihe-Futures, dem Abschluss eines Swapkontrakts mit Festzinszahlung oder mit dem Kauf einer Option auf Festzinszahlung in einem Swap absichern. Veränderungen der Duration von MBS können daher Preisausschläge an diesen anderen Märkten verstärken.

Die potenziellen Auswirkungen von Absicherungsgeschäften von MBS-Haltern auf andere Segmente der Märkte für festverzinsliche Instrumente haben in den letzten Jahren wegen Strukturänderungen an den Hypotheken- und verwandten Märkten zugenommen. Erstens sind die Hypothekenmärkte durch ihre schiere Größe zu einer Quelle von Störungen geworden. Der US-MBS-Markt ist seit 1995 auf die doppelte Größe gewachsen und ist jetzt der grösste Festzinsmarkt der Welt: Ende März 2003 betrug der gesamte MBS-Umlauf \$ 4,9 Bio., verglichen mit einem Schatzpapierumlauf von \$ 3,3 Bio. (s. Grafik). Plötzliche Anpassungen durch MBS-Halter können die Marktmacherkapazitäten der Händler stark strapazieren.

Zweitens hat die grosse Zahl der Refinanzierungen seit 2000 zu einer Konzentration der MBS-Bestände auf ähnliche Kupons geführt. 70% der MBS, die im US-Festzins-MBS-Index von Lehman Brothers eingeschlossen sind, haben Kupons von 5,5% bis 6,5%. Diese Konzentration hat zur Folge, dass eine grosse Zahl von MBS-Portfolios ähnlich auf Änderungen der Marktzinssätze reagiert, wodurch sich die Wahrscheinlichkeit einer abrupten und allgemeinen Anpassung nach einer Zinsänderung erhöht.

Drittens konzentriert sich an einigen verbundenen Märkten, z.B. dem Swapmarkt, das ausserbörsliche Absicherungsgeschäft auf einige wenige Händler, was diese Märkte anscheinend anfälliger für einen Liquiditätsverlust macht. In Zeiten hoher Volatilität genügt es, dass ein oder zwei Händler ihre Risikolimits übersteigen und ihre Aktivitäten als Marktmacher reduzieren, damit der gesamte Markt an Liquidität einbüsst. Genau dies geschah offenbar am 1. August, als der Liquiditätsmangel die US-Dollar-Swapspreads hochschnellen liess.



<sup>1</sup> Bio. US-Dollar. <sup>2</sup> Modifizierte bereinigte Duration des US-Festzins-MBS-Index von Lehman Brothers; Monatsende.  
<sup>3</sup> MBS von staatsnahen und privaten Emittenten zuzüglich besicherte Hypothekenschuldverschreibungen.

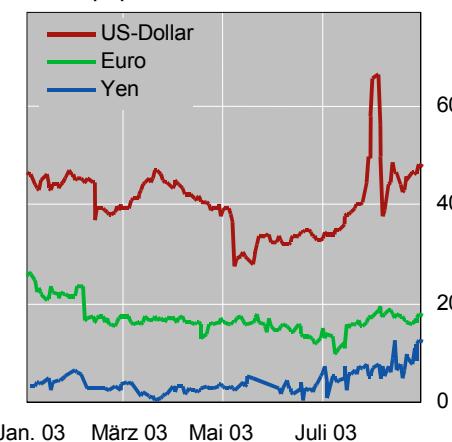
Quellen: Bond Market Association; Lehman Brothers.

<sup>④</sup> S. z.B. J. Fernald, F. Keane und P. Mosser, „Mortgage security hedging and the yield curve“, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer-Fall 1994.

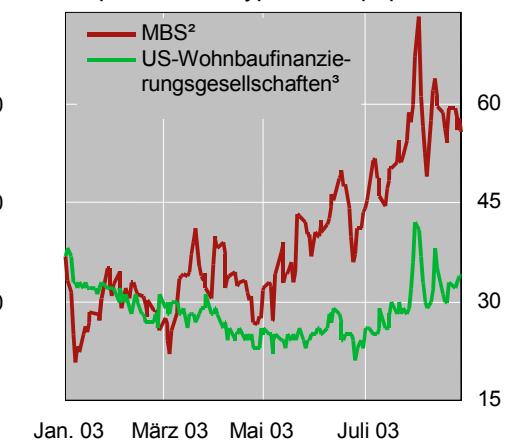
## Swap- und Hypothekenmarkt

### Basispunkte

#### Swapspreads<sup>1</sup>



#### Spreads auf Hypothekenpapieren



<sup>1</sup> 5-Jahres-Swapspreads. <sup>2</sup> Optionsbereinigte Spreads für MBS gemäss Berechnung von Lehman Brothers. <sup>3</sup> Optionsbereinigte Spreads für „Agency“-Papiere mit AAA-Rating gemäss Berechnung von Merrill Lynch.

Quellen: Bloomberg; Lehman Brothers; Merrill Lynch.

Grafik 1.4

Infolge dieser Absicherungsgeschäfte weiteten sich die Spreads aus, und die Volatilität nahm zu. Die Rendite 10-jähriger US-Schatzpiere schnellte von 3,72% Mitte Juli auf 4,41% Ende Juli hoch, was zum Teil Short-Verkäufen von Schatztiteln durch MBS-Halter zuzuschreiben war, die die Duration ihrer Portfolios verkürzen wollten. Wegen ähnlicher Geschäfte verdoppelten sich die Dollar-Swapspreads in der zweiten Julihälfte auf 65 Basispunkte (Grafik 1.4). Die Swapmärkte wurden zunehmend einseitig: Verkaufsaufträge führten zu fallenden Preisen, und fallende Preise lösten weitere Verkaufsaufträge aus. Der Abgabedruck liess ferner die MBS-Spreads im Juli um 30 Basispunkte ansteigen, und am 4. August erreichten sie einen Spitzenwert von 74 Basispunkten.

... tragen zu einem Ausschlagen der Dollar-Swapspreads bei

Die mit Hypothekenfinanzierung im Zusammenhang stehenden Märkte waren Ende Juli und Anfang August besonders volatil. Die Ausweitung der Swapspreads hatte bei einer Reihe von Swaphändlern zu einer Überschreitung der Marktrisikolimits geführt, und sie reduzierten in der Folge ihre Geschäfte. Da der Swapmarkt von einigen wenigen Händlern dominiert wird, verschlechterte sich dadurch rasch die Liquidität. Der Liquiditätsverlust am Swapmarkt erschwerte die Absicherung von MBS, sodass die Halter verkauften; infolgedessen weiteten sich die MBS-Spreads noch mehr aus.

Ungewöhnlich war, dass Anfang August auch Auktionen von US-Schatzpielen die Volatilität verstärkten. Normalerweise reagieren die Renditen am Schatzpapiermarkt kaum auf Tenderankündigungen. Am 5. August jedoch erhöhten sich die Renditen 10-jähriger Schatzpapiere nach einem wenig erfolgreichen Tender für 3-jährige Schatzanweisungen um 10 Basispunkte. Spätere Auktionen fanden mehr Anklang, sodass die Renditen wieder sanken.

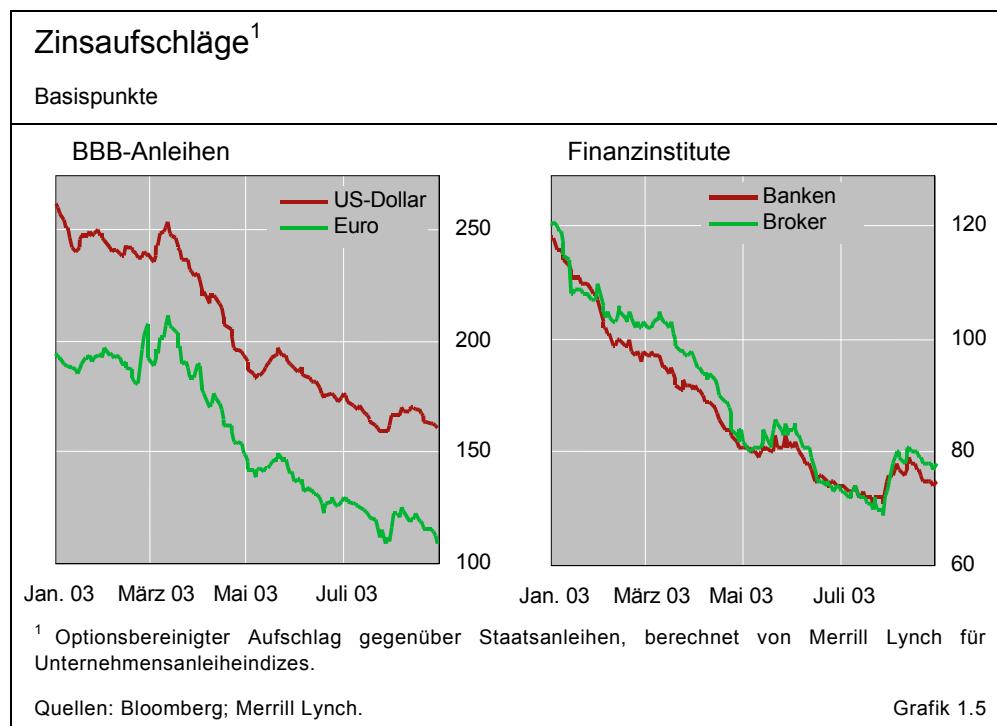
Bemerkenswert war überdies, dass sich die Entwicklungen am Swap- und am Hypothekenmarkt nur wenig auf die Kreditzinsspannen auswirkten. In

Geringe Auswirkungen auf Kreditzinsspannen

manchen früheren Phasen extremer Marktvoltilität, insbesondere während der LTCM-Krise 1998, hatten sich die Kreditzinsspannen gegenüber Schatztiteln meist mindestens so stark ausgeweitet wie die Swapspreads. Gegen Ende Juli wurde der Renditenabstand zwischen Unternehmensanleihen und Schatztiteln zwar grösser, was eine gewisse Anpassung der Unternehmens- an die Swapspreads anzeigt, aber die Bewegung hielt sich in Grenzen (Grafik 1.5). Gemessen an den Swaps wurden die Kreditzinsspannen sogar enger. Die Prämien für Credit Default Swaps blieben mehr oder weniger unverändert.

Die Zinsaufschläge für Papiere mit Anlagequalität wurden durch Anzeichen einer Bonitätsverbesserung gestützt. Im zweiten Quartal 2003 erholten sich die Unternehmensgewinne weiter, die Ausfälle gingen zurück, und das Verhältnis zwischen Rating-Heraufstufungen und -Herabstufungen erreichte den höchsten Stand seit 1999. Die lange Aufschwungphase an den Kreditmärkten, die im Oktober 2002 begonnen hatte, setzte sich daher bis Ende Juli fort. Der Zinsabstand zwischen BBB-US-Unternehmensschuldtiteln und US-Schatzpapieren, der schon von Mitte Oktober bis Anfang Mai um 110 Basispunkte zurückgegangen war, verringerte sich von Anfang Mai bis Ende Juli um weitere 25 Basispunkte auf 160 Basispunkte.

Die relative Stabilität der Kreditmärkte zeigt, dass die Ausweitung der Swapspreads gegen Ende Juli technischer Natur war. Die Anleger in Unternehmensanleihen erkannten offenbar, dass die Entwicklung weitgehend auf Hypothekarabsicherungen zurückzuführen war und nicht auf eine Zunahme des allgemeinen Kreditrisikos. Während in früheren Fällen wachsender Swapspreads, wie z.B. in der LTCM-Krise, sich auch die Wahrnehmung von Risiken änderte, blieben dieses Mal die Spreads auf Default Swaps für grosse Finanzinstitute praktisch unverändert.



Eine Ausnahme bildeten die US-Hypothekeninstitute Fannie Mae und Freddie Mac: Ihre Finanzierungskosten erhöhten sich im Juni und Juli stark. Diese beiden Institute sind am US-Markt für Hypothekenpapiere mit Abstand die wichtigsten Akteure. Die Enthüllung von Unregelmässigkeiten in der Rechnungslegung und vermutete Schwächen in der Corporate Governance von Freddie Mac hatten schon vorher Anleger und Händler für mögliche Mängel im Risikomanagement der beiden „Agencies“ sensibilisiert. Das unvermittelte Auftreten und das Ausmass der Durationsverlängerung verstärkten diese Bedenken noch. Ende Juli hatte sich der Zinsaufschlag von AAA-Agency-Papieren und US-Schatzpapieren um 10 Basispunkte auf 40 Basispunkte erhöht.

Die relative Ruhe an den Kreditmärkten trug dazu bei, dass sich die Swap- und Hypothekenmärkte Anfang August stabilisierten. Insbesondere die Kreditderivathändler nutzten die Arbitragemöglichkeiten, die sich durch die Ausweitung der Spreads auf Zinsswaps ergaben. Eine beliebte Strategie am Markt für Kreditderivate besteht darin, eine Anleihe und gleichzeitig Kreditschutz für denselben Emittenten zu kaufen, wobei die Differenz zwischen dem Zinsaufschlag der Anleihe und dem Spread des Default Swap (der oftmals kleiner ist) als Gewinn anfällt. Einige Marktteilnehmer sichern das Zinsänderungsrisiko der gekauften Anleihe ab, indem sie Festzins auf einen Zinsswap zahlen. Als sich der Spread zwischen Unternehmensanleihen und Zinsswaps Ende Juli verkleinerte, nahmen die Händler, die diese Strategie verfolgten, Gewinne mit, indem sie Anleihen verkauften und Swaps glattstellten. Das trug dazu bei, dass wieder ein zweiseitiger Zinsswapmarkt entstand. Anfang August gingen die Swap-, MBS- und Agency-Spreads alle gegenüber ihren Höchstständen zurück; sie waren jedoch immer noch höher als einen Monat zuvor. Auch die implizite Volatilität von US-Schatzpapieren sank.

Stabilisierung der Swap- und Hypothekenmärkte im August

### Nachlassen der „Jagd nach Renditen“

Obwohl es an den Kreditmärkten nicht zu einer Verkaufswelle kam, liess das vorherige Renditestreben der Anleger nach. Nach neun Monaten mit Zuflüssen zogen die Anleger Ende Juli und Anfang August Mittel aus hoch rentierenden US-Anlagefonds ab. Nach Angaben von AMG Data Services kam es in der ersten Augustwoche sogar zu den stärksten je verzeichneten Abflüssen aus solchen Fonds.

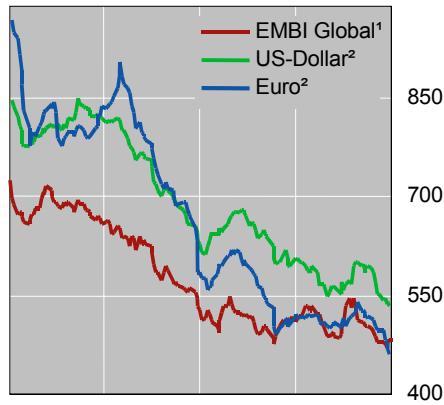
Gleichzeitig dämpfte ein Emissionsboom die Erwartungen eines weiteren Verschuldungsabbaus durch Unternehmen, die in den Vormonaten die Kreditszinsaufschläge hatten enger werden lassen. Unternehmen niedrigerer Bonität steigerten ihren Absatz, da sie die tiefen Finanzierungssätze nutzen wollten. Dies hatte zur Folge, dass sich die Zinsaufschläge für Hochzinsanleihen ausweiteten (Grafik 1.6). Im gleichen Zeitraum nahmen auch die angekündigten Emissionen in Anlagequalität deutlich zu. Beispielsweise legten General Motors und ihre Finanztöchter Ende Juni ein grosses Emissionspaket auf, Meldungen zufolge zur Deckung einer Lücke im betrieblichen Pensionsplan (s. „Der internationale Markt für Schuldtitel“).

Grössere Zinsaufschläge auf Hochzinsanleihen ...

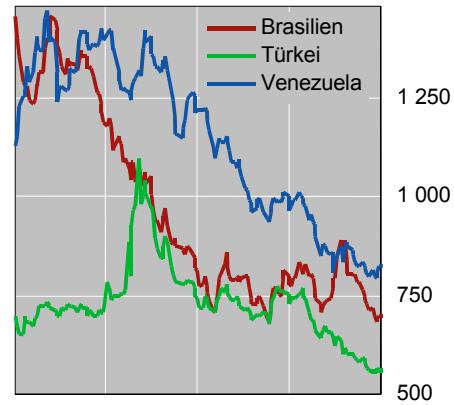
## Das Streben nach Rendite

### Basispunkte

#### Aufschläge auf hochrentierende Anleihen



#### Aufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften<sup>1</sup>



<sup>1</sup> Bereinigte Zinsaufschläge gegenüber US-Schatzpapieren von Indizes aufstrebender Volkswirtschaften, berechnet von J.P. Morgan Chase. <sup>2</sup> Optionsbereinigter Aufschlag für hochrentierende Unternehmensanleihen, berechnet von Merrill Lynch.

Quellen: J.P. Morgan Chase; Merrill Lynch.

Grafik 1.6

... ebenso auf Schulden aufstrebender Volkswirtschaften ...

Die Anleger zogen sich ferner auch aus Schulden aufstrebender Volkswirtschaften zurück. Die Finanzierungsbedingungen für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften begannen sich Mitte Juni zu verschlechtern, über einen Monat vor denjenigen am Markt für hoch rentierende Unternehmensanleihen. Der EMBI Global Index sank am 17. Juni auf einen Tiefstand von 476 Basispunkten; in der Folge kam es zu einer Verkaufswelle, als die Renditen auf US-Schatzpapiere stiegen. Am stärksten betroffen war Brasilien. Im Zeitraum von Mitte Juni bis Anfang August erhöhte sich der Zinsaufschlag auf brasilianische Staatsschulden um rund 200 Basispunkte, und der Real wertete gegenüber dem US-Dollar um 6% auf BRL 3,07 ab. Selbst aufstrebende Volkswirtschaften mit Anlagequalität, wie Mexiko und Südafrika, verzeichneten höhere Aufschläge.

Positive wirtschaftliche und politische Nachrichten trugen dazu bei, dass sich die Aufschläge Anfang August wieder etwas verengten. Gegen Ende Juli hatte Standard & Poor's das Rating der Türkei und Venezuelas um einen Grad auf B bzw. B- hinaufgestuft. Die brasilianische Regierung sicherte sich Anfang August die Zustimmung der Legislative für Reformen des Pensionssystems der Angestellten des öffentlichen Sektors. Auf den Philippinen waren die Aufschläge Ende Juli nach einer Revolte einiger Mitglieder der Streitkräfte um 50 Basispunkte hochgeschnellt; sie erholteten sich wieder, als die Regierung rasch für Ordnung sorgte.

Der Anstieg der Kreditkosten – durch höhere Zinsaufschläge und durch höhere Renditen – dürfte kaum zu ernstlichen Problemen für die aufstrebenden Volkswirtschaften führen. Viele Schuldner hatten ihre Mittelaufnahme vorgezogen, da sie mit einem Renditenanstieg rechneten. Der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel von Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften war

... aber ernstliche Finanzierungsprobleme unwahrscheinlich

im ersten Halbjahr 2003 fast 30% höher als in der entsprechenden Vorjahresperiode (s. „Der internationale Markt für Schuldtitel“). Darüber hinaus decken diese Schuldner ihren Mittelbedarf vermehrt an den inländischen Anleihammärkten (s. das Feature „Neue Muster in der Verflechtung zwischen entwickelten und aufstrebenden Märkten“).

In einigen Ländern dürfte das Nachlassen der „Jagd nach Renditen“ sogar durchaus willkommen sein. Die Zuflüsse kurzfristigen Kapitals hatten zu Aufwertungsdruck auf eine Reihe von Währungen aufstrebender Volkswirtschaften geführt, was wiederum das Exportwachstum gefährdete. Einige Länder reagierten mit verstärkten Kapitalverkehrskontrollen bei Zuflüssen oder deren Abschaffung bei Abflüssen. So erliess Argentinien im Mai Kontrollen auf kurzfristige Kapitalzuflüsse; China lockerte im Juni die Kontrollen auf Abflüsse, gefolgt von Thailand im Juli.

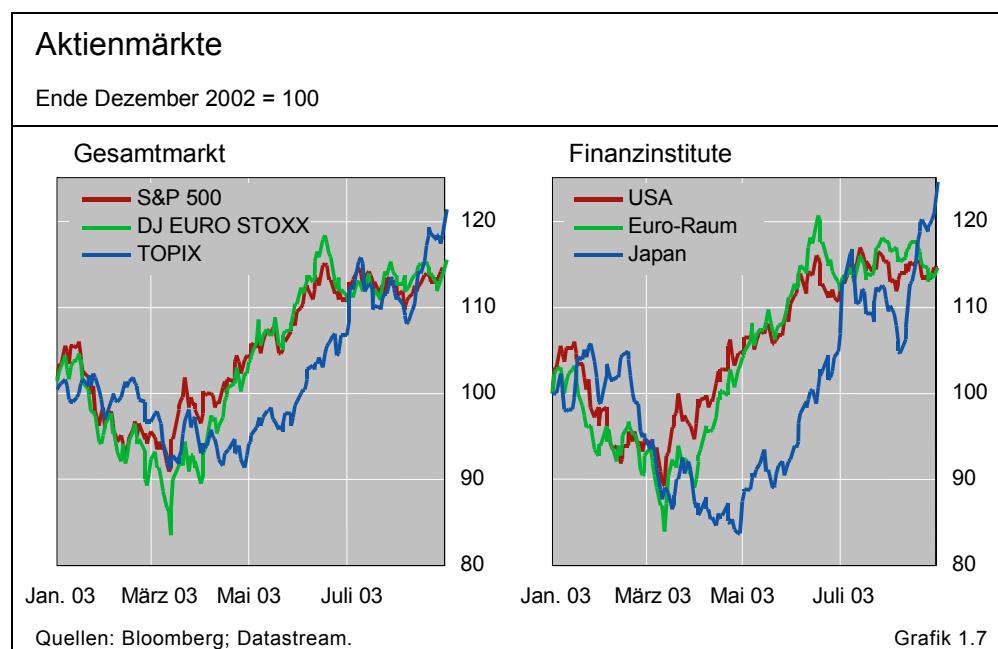
### Bankaktien halten mit Aktienmärkten Schritt

Die Verkaufswelle an den Anleihenmärkten hatte keine unmittelbaren Auswirkungen auf die Aktienmärkte. Die Aktienmärkte der USA und Europas boomten im April und Mai, als eine Erholung des Wirtschaftswachstums erwartet wurde. Soweit im Renditenanstieg ähnliche Erwartungen zum Ausdruck kamen, schlossen sich die Anleihenreger offenbar lediglich dem Optimismus der Aktienanleger an.

Bemerkenswerterweise hielten die Finanztitel mit dem Gesamtaktienmarkt Schritt, obwohl die langfristigen Zinssätze anzogen. Zwar sanken die Kurse von Fannie Mae und Freddie Mac Anfang Juni, als Unregelmäßigkeiten in der Corporate Governance bekannt wurden, und nochmals in der zweiten Julihälfte infolge der Volatilität der Hypothekenmärkte. Die Aktienkurse der meisten anderen Finanzinstitute der USA und Europas blieben jedoch weitgehend unverändert. Dies deutet darauf hin, dass sich die Marktteilnehmer über negative Auswirkungen auf die Bilanzen dieser Institute keine Sorgen machten.

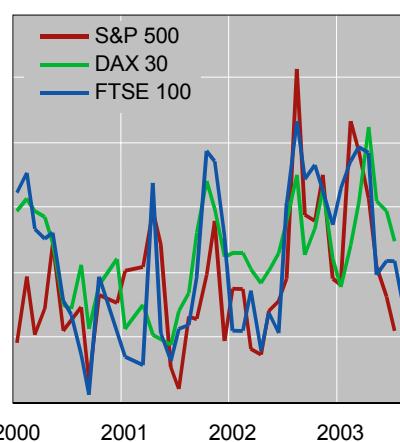
Aktienmärkte halten  
frühere Gewinne ...

... da Finanzwerte  
unberührt von Zins-  
anstieg

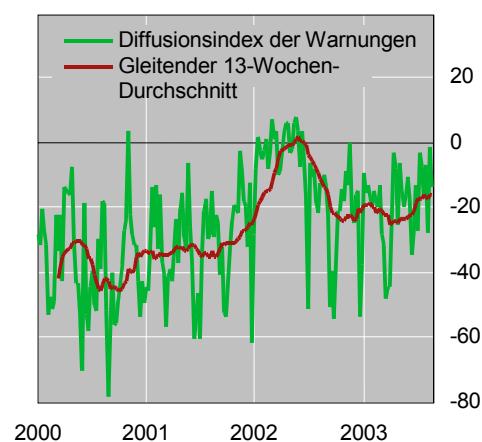


## Risikoaversion und Gewinnwarnungen

Risikoaversion<sup>1</sup>



Gewinnwarnungen von Unternehmen<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Abgeleitet durch Vergleich der impliziten Wahrscheinlichkeiten aus Optionspreisen mit Wahrscheinlichkeiten, die anhand realisierter Erträge geschätzt werden, auf Grundlage des Ansatzes von Tarashev et al. in „Optionen und ihre Aussagekraft über die Risikoneigung der Anleger“, *BIZ-Quartalsbericht*, Juni 2003. <sup>2</sup> Differenz zwischen positiven und negativen Ankündigungen von Unternehmen zu erwarteten Gewinnen, in Prozent aller Ankündigungen.

Quellen: Bloomberg; eigene Berechnungen.

Grafik 1.8

Die Rally an den US- und europäischen Aktienmärkten kam im Juli ins Stocken, obwohl die Schätzungen der effektiven Risikoaversion der Anleger weiter sanken (Grafik 1.7). Die Risikoaversion schien den wichtigen Marktentwicklungen eher nachzuhinken als vorauszugehen. Auch die Gewinne, die allgemein besser als erwartet ausfielen, vermochten den Boom nicht zu stützen. Die Anleger ignorierten offenbar vermehrt die Prognosen der Analysten über ein beschleunigtes Gewinnwachstum im zweiten Halbjahr und schenkten stattdessen den Warnungen der Unternehmen hinsichtlich der zukünftigen Gewinne zunehmend Beachtung (Grafik 1.8). Unter anderem kündigte die US-Handelskette Costco am 5. August einen voraussichtlichen Gewinneinbruch an, was den Markt nach unten drückte.

Die meisten asiatischen Märkte entwickelten sich von Mai bis August besser als die Märkte der USA und Europas. In Japan trugen überraschend gute Wirtschaftsnachrichten dazu bei, dass der TOPIX von Ende Mai bis Ende August fast 20% zulegte. Ein kräftiger Anstieg folgte jeweils auf die Veröffentlichung des *Tankan*-Berichts am 4. Juli und des BIP-Berichts für das zweite Quartal am 12. August. Anlagen am japanischen Aktienmarkt wurden als globale Ankurbelungsstrategie angesehen und lockten daher erhebliche ausländische Zuflüsse an. Deutliche Abwärtsbewegungen japanischer Indizes in diesem Zeitraum standen meist mit der Bekanntgabe schwacher Gewinne durch US-Technologiefirmen in Zusammenhang – ein Zeugnis dafür, dass der japanische Markt letztlich von der Stärke der künftigen Erholung der US-Wirtschaft abhängig blieb.

Die japanischen Banken übertrafen in dieser Zeit den Markt. Die Anleger waren offenbar der Ansicht, etwaige Verluste auf den Anleihebeständen der Banken wegen des Renditenanstiegs würden durch Gewinne auf die Aktien-

Überdurchschnittliche Entwicklung der asiatischen Märkte ...

... und der japanischen Banken

bestände und einen Rückgang der Kreditausfälle mehr als wettgemacht. Auch Unternehmen in finanziellen Schwierigkeiten entwickelten sich überdurchschnittlich. Die im Mai bekannt gegebene Rekapitalisierung des fünftgrössten Bankkonzerns Japans, Resona, mit öffentlichen Mitteln und zu relativ milden Bedingungen für die bestehenden Aktionäre wurde als Hinweis darauf angesehen, dass schwächere Schuldner durch die staatliche Unterstützung für das Bankensystem vor dem Konkurs bewahrt würden.

Andere asiatische Märkte, die zuvor erheblich hinter den Märkten der USA und Europas zurückgelegen hatten, begannen ab Mai aufzuholen. Die Börsen Thailands, Indiens und Taiwans legten, in Landeswährung gerechnet, von Anfang Mai bis Ende August über 30% zu. Die Furcht vor SARS, die die Stimmung zu Jahresbeginn stark gedrückt hatte, liess nach, als die Zahl der gemeldeten Fälle sank. Die Märkte wurden überdies durch die anhaltend kräftigen Exporte der Region gestützt.