

Frank Packer

+41 61 280 8449

frank.packer@bis.org

Philip D. Wooldridge

+41 61 280 8819

philip.wooldridge@bis.org

1. Überblick: Wachstumssignale stärken Vertrauen

Vielerorts zu beobachtende Anzeichen einer Erholung der Weltwirtschaft trugen im Herbst zu einer besseren Anlegerstimmung bei. Insbesondere im Oktober stiegen die Renditen an, die Aktienkurse erholteten sich wieder, und die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen und Schuldtitle aufstrebender Volkswirtschaften nahmen ab. Die Devisenmärkte, die nach einer G7-Sitzung im September ungewöhnlich heftige Ausschläge verzeichneten, stabilisierten sich, als sich zeigte, dass die Volatilität nur begrenzte Auswirkungen auf andere Märkte hatte.

Die Stimmung gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften hellte sich zudem aufgrund einer Folge von Bonitätsheraufstufungen auf. Allein im Oktober wurden zehn Länder, hauptsächlich in Asien, heraufgestuft. Angelockt durch günstige Finanzierungskonditionen nahmen Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften im dritten Quartal 2003 \$ 19 Mrd. am internationalen Schuldtitlemarkt auf, den höchsten Betrag seit zwei Jahren.

An einigen Märkten gab es zwar Anzeichen für mögliche Probleme, doch handelte es sich anscheinend um Einzelfälle. Die Herabstufung von mehreren Automobilherstellern warf ein Schlaglicht auf Schwächen in diesem volatilen Sektor des Marktes für Unternehmensanleihen. Die Verhaftung eines bekannten russischen Unternehmensführers verstärkte in Anlegerkreisen Zweifel an der jüngsten Heraufstufung des Landes zum Schuldner mit Anlagequalität. Ferner drohten mutmassliche Betrügereien in der Investmentfondsbranche den Optimismus der Aktienanleger zu dämpfen.

Verstärkter Druck auf den Dollar

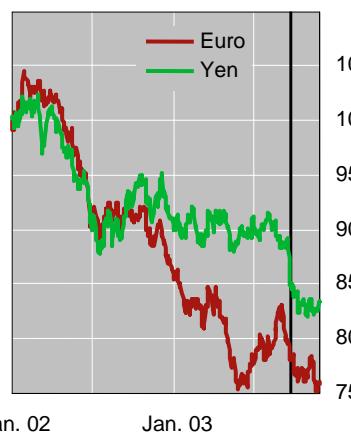
Abschwächung des
Dollars im
September ...

Im September veränderte sich die Stimmung an den Devisenmärkten erheblich. Der Dollar, der sich während der Verkaufswelle am Anleihemarkt im Sommer gegenüber dem Euro gefestigt und gegenüber dem Yen und anderen asiatischen Währungen gehalten hatte, erlitt starke Einbussen. Als in den USA unerwartet schwache Wirtschaftsdaten für August bekannt gegeben wurden, u.a. am 5. September der Verlust von 95 000 Stellen ausserhalb des Agrarsektors, geriet der Dollar zunächst unter Druck.

US-Dollar-Wechselkurse

1. Januar 2002 = 100

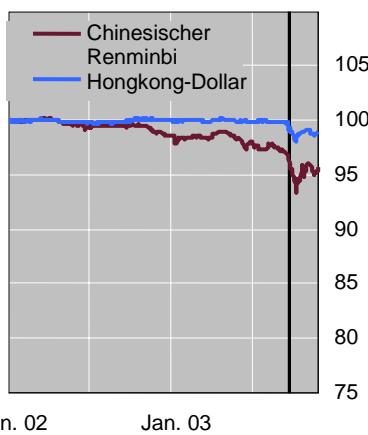
Kassakurse



Kassakurse



Terminkurse¹



Anmerkung: Die vertikale Linie zeigt jeweils den 22. September 2003 an.

¹ 12-Monats-Terminkurs; Renminbi: Termingeschäfte ohne Lieferung.

Quellen: Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder.

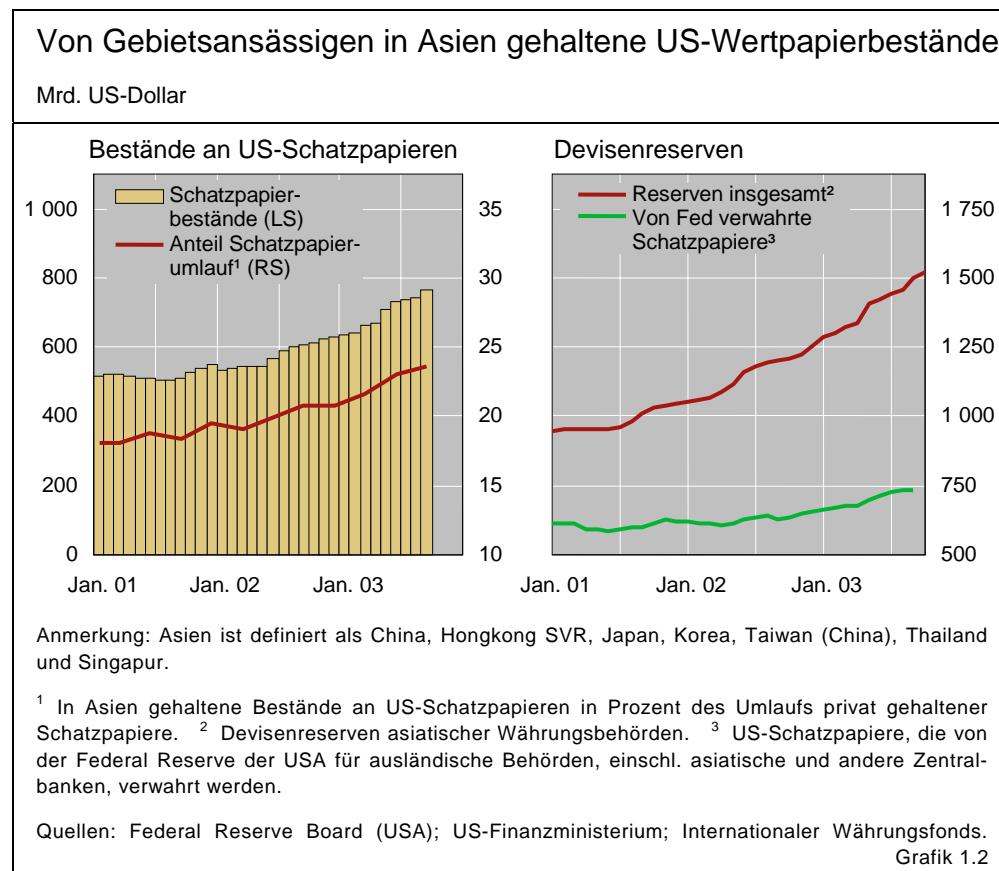
Grafik 1.1

Die Dollarschwäche wurde durch die Presseerklärung noch verstärkt, die am 20. September im Anschluss an die Sitzung der G7-Finanzminister und -Zentralbankpräsidenten in Dubai herausgegeben wurde; darin wurde die Erwünschtheit flexiblerer Wechselkurse hervorgehoben. In dieser Erklärung wurde zwar nicht versucht, die Märkte in eine bestimmte Richtung zu lenken, doch zahlreiche Marktteilnehmer fassten sie als Ruf nach einem schwächeren US-Dollar auf.

... noch verstärkt durch G7-Erklärung

Insbesondere schätzten die Marktteilnehmer nach der Erklärung von Dubai die Möglichkeit einer Anpassung von asiatischen Währungen gegenüber dem Dollar neu ein. Während der Euro im 12-Monats-Zeitraum bis zum 20. September gegenüber dem US-Dollar um 13% aufgewertet hatte, war die Aufwertung der meisten asiatischen Währungen deutlich geringer ausgefallen (Grafik 1.1), und zwar obwohl die Wirtschaftsdaten darauf hindeuteten, dass sich die asiatischen Länder schneller von der SARS-Epidemie zu Jahresbeginn erholten, als zunächst erwartet worden war. Diese mangelnde Flexibilität der Wechselkursanpassung wurde von einigen Marktteilnehmern und Politikern als ein Hindernis für eine geordnete Korrektur des US-Leistungsbilanzdefizits angesehen. Die Erklärung von Dubai wurde daher als ein Signal an die Länder Asiens interpretiert, dass sie die Last der Korrektur teilen sollten, indem sie eine Aufwertung ihrer Währungen zuließen. Die Händler drückten den Yen, den Baht und den koreanischen Won in den Tagen nach der G7-Sitzung nach oben. Auch die Erwartungen hinsichtlich des künftigen Wertes des chinesischen Renminbi und des Hongkong-Dollars gegenüber dem US-Dollar veränderten sich deutlich.

Deutliche Anpassung gegenüber asiatischen Währungen ...



... aber Druck
kurzlebig

Der Aufwärtsdruck auf die asiatischen Währungen liess wenige Wochen nach dem Treffen von Dubai wieder nach. Im Oktober kamen überraschend positive Wirtschaftsnachrichten aus den USA, was die Händler veranlasste, ihre Dollar-Leerpositionen zu decken. Der Beschäftigungsbericht vom Oktober war die erste von mehreren Meldungen, die das Erstarken der US-Wirtschaft bestätigten. Der Ende Oktober veröffentlichte BIP-Bericht zeigte sogar, dass die US-Wirtschaft im dritten Quartal um beachtliche 7,2% gewachsen war.

Anzeichen dafür, dass Währungsbehörden in Asien weiterhin an den Devisenmärkten intervenierten, um eine Aufwertung ihrer Währungen zu bremsen, trugen ebenfalls zu einer Milderung des Drucks bei. Das japanische Finanzministerium gab bekannt, dass es im September den Verkauf von über ¥ 4 Bio. gegen Devisen genehmigt habe, ein Rekordbetrag für Interventionen. Um Druck vom Baht zu nehmen, kündigte die thailändische Zentralbank am 14. Oktober an, dass kurzfristige Einlagen von Gebietsfremden im Inland betragsmäßig begrenzt und nicht mehr verzinst würden. Gleichzeitig kauften asiatische Gebietsansässige auch im September in grossem Umfang US-Schatzpapiere, während die Nettokäufe durch Ausländer insgesamt auf den tiefsten Stand seit der weltweiten Finanzmarktkrise von 1998 fielen. Ende September hielten Asiaten rund ein Viertel des Umlaufs von US-Schatztiteln; der grösste Teil der asiatischen Käufe entfiel auf Zentralbanken und andere staatliche Institutionen (Grafik 1.2).

Weitere
Devisenmarkt-
interventionen in
Asien

Euro erneut fester

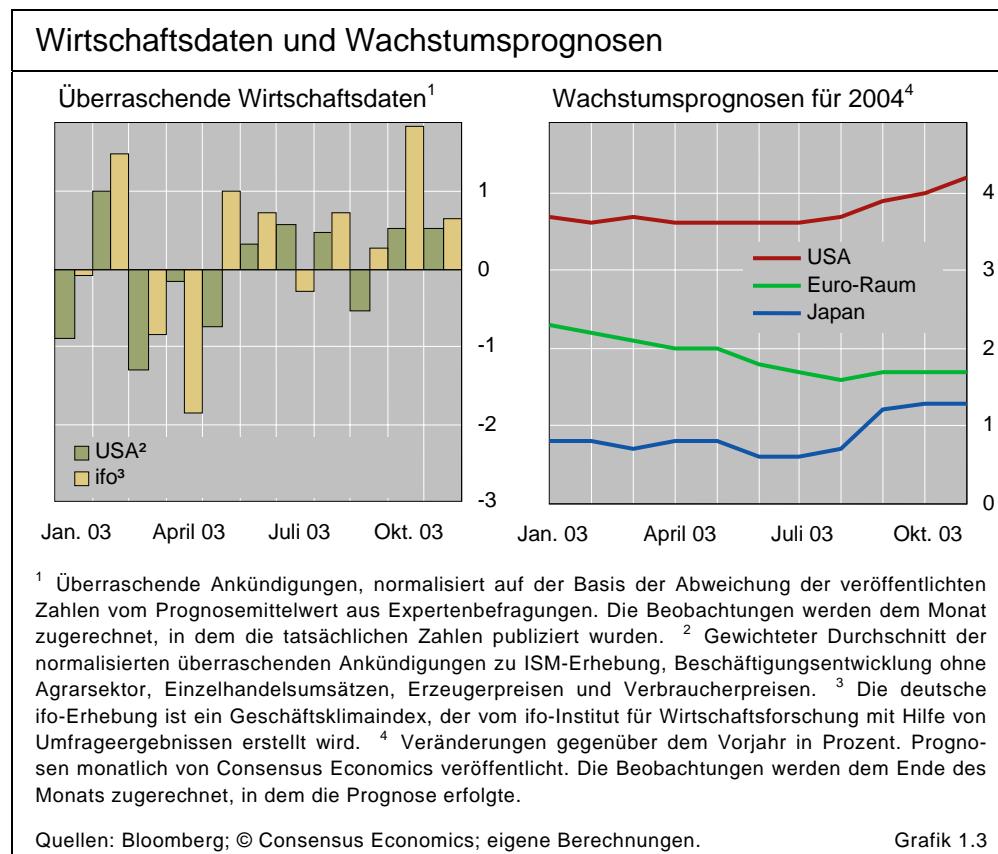
Der US-Dollar stabilisierte sich zwar kurz nach der G7-Sitzung von Dubai gegenüber den asiatischen Währungen, gegenüber dem Euro büsste er jedoch

weiter an Wert ein. In der Zeit vom 20. September bis 28. November legte der Euro gegenüber dem Dollar 6% zu und erreichte den Rekordkurs von \$ 1,20. Neben den zunehmend positiven Wirtschaftsmeldungen aus dem Euro-Raum interpretierten die Marktteilnehmer offenbar das US-Leistungsbilanzdefizit und anhaltende Handelsstreitigkeiten als wichtige Faktoren, die einen stärkeren Euro rechtfertigten.

Kaum Übergreifen der Volatilität von Devisen- auf Anleihemärkte

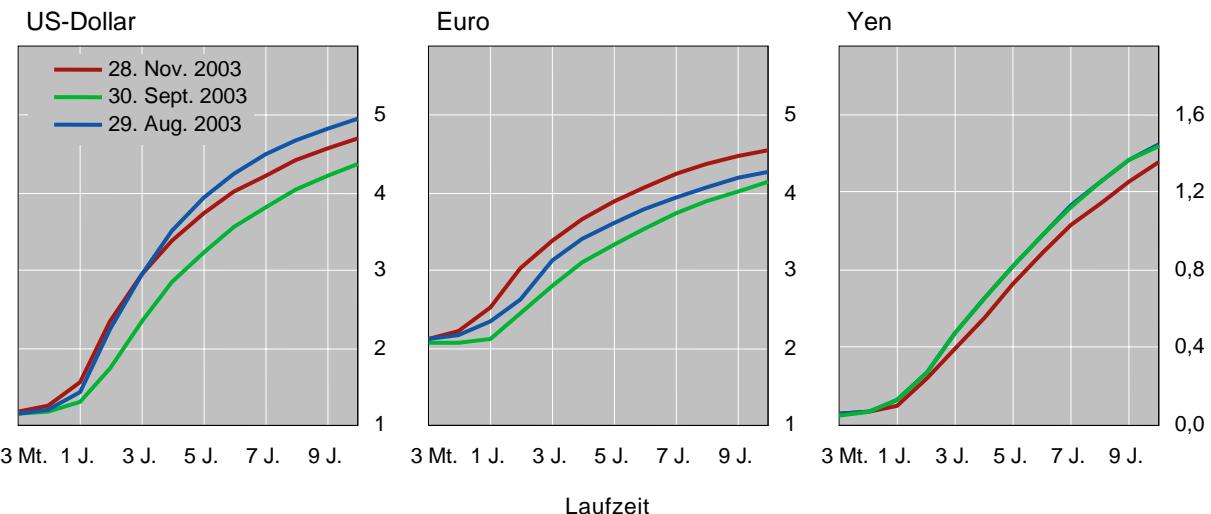
Die Volatilität an den Devisenmärkten griff nur in begrenztem Ausmass auf die Anleihemärkte über. Zwar trugen Bedenken hinsichtlich der Auslandsnachfrage nach US-Wertpapieren am ersten Handelstag nach der Erklärung von Dubai zu einem Anstieg der Dollar-Renditen um 5 Basispunkte bei, doch wurde die Renditenentwicklung eher von den sich wandelnden Aussichten für die US-Wirtschaft bestimmt. Da mehrmals hintereinander unerwartet schwache gesamtwirtschaftliche Daten bekannt wurden, standen die Renditen 10-jähriger Dollar-Swaps Ende September fast 60 Basispunkte tiefer als einen Monat zuvor (Grafiken 1.3 und 1.4). Im Oktober stiegen sie jedoch wieder um rund 30 Basispunkte, als sich die Anzeichen einer Erholung der US-Wirtschaft häuften.

Dollar-Renditen reagieren auf US-Wirtschafts-aussichten ...



Swap-Renditenstrukturkurven

Prozent



Anmerkung: LIBOR-Sätze für 3 Monate, 6 Monate und 12 Monate in US-Dollar und Yen; Euroeinlagsätze für 3 Monate und 6 Monate in Euro.

Quelle: Bloomberg.

Grafik 1.4

... und Euro-Renditen entwickeln sich praktisch parallel

Auch die Euro-Renditen waren von den Geschehnissen an den Devisenmärkten nicht betroffen; die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Raum hatte offenbar ebenfalls keinen Einfluss. Im September und Oktober entwickelten sich die Euro-Renditen durchweg praktisch im Gleichschritt mit den Dollar-Renditen. Im September folgten sie dem Abwärtstrend der Dollar-Renditen, und die Euro-Raum-Wirtschaftsdaten, die im Allgemeinen besser als erwartet waren, wurden offenbar ignoriert. Im Oktober stiegen sie parallel zu den Dollar-Renditen, obwohl die Ökonomen ihre Wachstumsprognosen für die Wirtschaft des Euro-Raums weniger stark revidierten als für die US-Wirtschaft.

Die Volatilität an den Devisenmärkten wirkte sich bisweilen auf die Märkte für Yen-Festzinsinstrumente aus, aber jede dadurch ausgelöste Veränderung kehrte sich rasch wieder um. Beispielsweise sanken die Renditen für 10-jährige Yen-Swaps unmittelbar nach der Erklärung von Dubai um 11 Basispunkte, da Besorgnis aufkam, dass ein stärkerer Yen die Erholung in Japan bremsen könnte. Nach wenigen Tagen kehrten sie jedoch auf ihren vorherigen Stand zurück. Obgleich der Yen von Mitte August bis Mitte Oktober gegenüber dem US-Dollar 8% zulegte, waren die Renditen 10-jähriger Yen-Swaps am Ende dieses Zeitraums wieder etwa gleich hoch wie am Anfang, nämlich 1,4%. Angesichts einer positiven *Tankan*-Erhebung, Zahlen über eine kräftige Industrieproduktion und weitere unerwartet günstige Indikatoren waren die Anleiheanleger offenbar der Ansicht, die Erholung in Japan sei stark genug verankert, um durch einen stärkeren Yen nicht beeinträchtigt zu werden.

Möglicherweise wurde ein weiterer Renditenanstieg dadurch vermieden, dass sich die Zentralbanken bemühten, Klarheit über ihren künftigen geldpolitischen Kurs zu schaffen. In den USA erklärte der Offenmarktausschuss der Federal Reserve nach seiner August-Sitzung, dass eine akkommadierende

Steigende Renditen in Japan trotz stärkerem Yen

Erläuterungen zur Zentralbankpolitik

Geldpolitik während einer beträchtlichen Zeitspanne beibehalten werden könnte, was viele Marktteilnehmer dahingehend interpretierten, dass die Federal Reserve die Zinssätze nicht erhöhen würde. Dies gelte selbst dann, wenn das Wirtschaftswachstum mehrere Quartale lang über dem Trend läge, solange die Inflation gedämpft bliebe. Am 10. Oktober gab die Bank of Japan eine Erklärung heraus, in der sie ihre Absicht erläuterte, die Politik der quantitativen Lockerung mindestens so lange fortzusetzen, bis sich für den Kernindex der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr Veränderungen von 0 oder mehr über einige Monate hinweg ergäben und bis eine Mehrheit des Policy Board positive Veränderungen dieses Index im Prognosezeitraum vorhersehe. Eine kräftige Nachfrage nach Dollar-Anleihen von asiatischen Währungsbehörden und anderen Anlegern am internationalen Markt für Schuldtitel halfen ebenfalls, den Einfluss von Währungsentwicklungen auf die Dollar-Renditen zu begrenzen (s. Kasten im Kapitel „Der internationale Markt für Schuldtitel“).

Der Renditenrückgang Anfang September trug offenbar dazu bei, dass der Abwicklungsprozess am US-Repo-Markt wieder geordnet verlief, nachdem die Zahl der „gescheiterten“ (d.h. nicht abgewickelten) Geschäfte im Juli und August hochgeschnellt war. Angesichts einer Verkaufswelle an den Staatsanleihemärkten hatten einige Marktteilnehmer Meldungen zufolge versucht, Leerpositionen einzugehen, indem sie sich die aktuelle Emission der 10-jährigen US-Schatzanweisung am Repo-Markt ausgeliehen und sie gleichzeitig am Kassamarkt verkauft hatten. In vielen Fällen hatten diese Spekulanten jedoch das Wertpapier zum Lieferzeitpunkt nicht auftreiben können, da nur wenige Anleger zu einer Leihenbereit gewesen waren. Dies hatte natürlich zum Scheitern zahlreicher Transaktionen geführt. Als die Renditen dann Anfang September sanken, verloren solche spekulativen Geschäfte offenbar an Bedeutung, und die Zahl gescheiterter Transaktionen ging stark zurück.

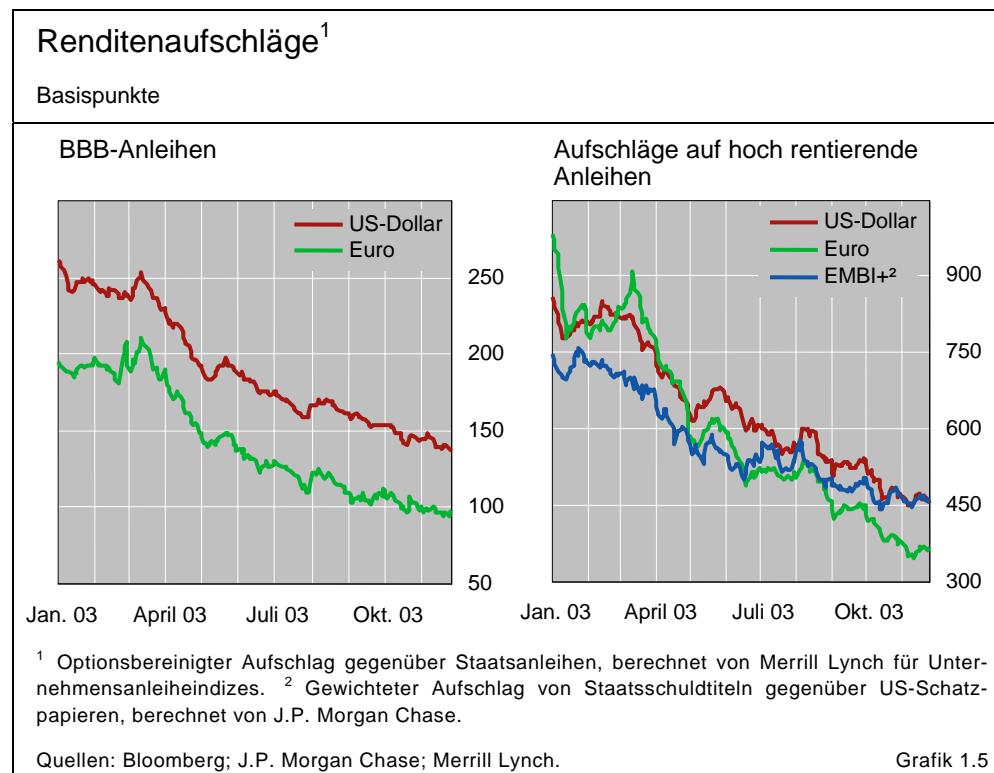
Trotz der beruhigenden Erklärungen der Zentralbanken löste die Flut von Veröffentlichungen günstiger Wirtschaftsdaten im Oktober eine Änderung der Markterwartungen hinsichtlich des Zeitpunkts zukünftiger Erhöhungen der Dollar- und Euro-Leitzinssätze aus. Ende Oktober hatten die Futures-Märkte schon Zinserhöhungen der Federal Reserve und der EZB um volle 50 Basispunkte bis Mitte 2004 einberechnet. Hingegen hielten die meisten Volkswirte eine Zinserhöhung vor Ende 2004 nach wie vor für wenig wahrscheinlich. Die Reserve Bank of Australia war die erste bedeutende Zentralbank, die die Geldpolitik straffte und ihren Leitzinssatz am 5. November um 25 Basispunkte anhob; einen Tag später folgte die Bank of England.

Futures-Märkte
rechnen mit
Zinserhöhung bis
Mitte 2004

Aufstrebende Volkswirtschaften profitieren von Rating-Heraufstufungen

Der schon ein Jahr andauernde Rückgang der Renditenaufschläge, der im Sommer während der Volatilität an den Anleihemärkten zum Stillstand gekommen war, setzte sich im Herbst fort. Wahrscheinlich spielte die Liquidität eine Rolle, da die Anleger Ende September und im Oktober erhebliche Beträge in

Renditenaufschläge
rückläufig



hoch rentierende US-Investmentfonds investierten, nachdem sie Anfang August noch Mittel abgezogen hatten. Die Spannen zwischen US-Unternehmensschuldtiteln mit BBB-Rating und US-Schatzpapieren verengten sich in der Zeit vom 1. Oktober bis 21. November um rund 14 Basispunkte, die Aufschläge auf hoch rentierende Dollar-Schuldtitel fielen um rund 70 Basispunkte und diejenigen für Schuldtitle aufstrebender Volkswirtschaften um 42 Basispunkte (Grafik 1.5).

Im Berichtszeitraum verzeichneten die Länder-Ratings, insbesondere in Asien, eine ausserordentlich positive Entwicklung (Grafik 1.6). Allein im Oktober erhielten zehn Volkswirtschaften – China, Griechenland, Hongkong SVR, Indonesien, Macau SVR, Malaysia, Pakistan, Russland, Thailand und die Türkei – eine Bonitätsheraufstufung von mindestens einer der drei grossen internationalen Rating-Agenturen. Die Hauptgründe dafür waren meist bessere Eckdaten des Staatshaushalts und höhere Reserven. Die Heraufstufung Russlands durch Moody's um zwei Bonitätsgrade auf Anlagequalität bildete den Höhepunkt der spektakulären Rating-Verbesserung eines Landes, das noch 1998 zahlungsunfähig gewesen war.

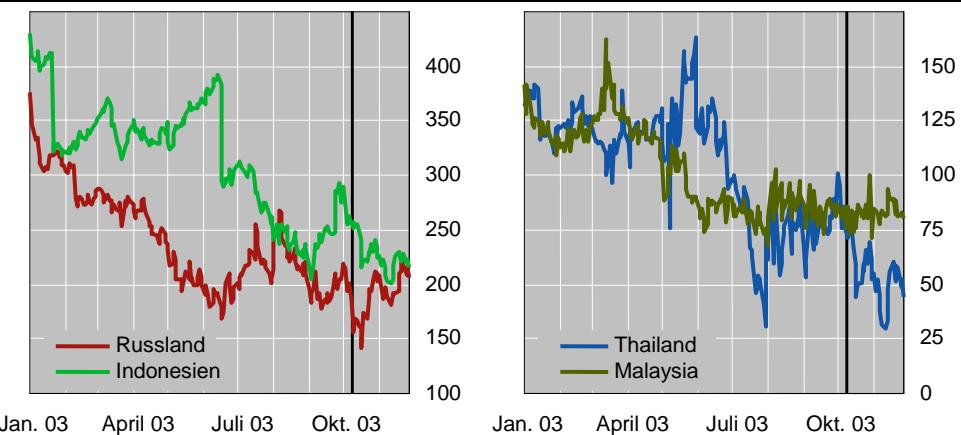
Die Rating-Heraufstufungen für Staaten wurden anscheinend durch einen Rückgang der Renditenaufschläge vorweggenommen, wobei ein Ankündigungseffekt nur im Falle Russlands offensichtlich war. Die Aufschläge für asiatische Länder mit Anlagequalität sanken im Berichtszeitraum auf im historischen Vergleich tiefe Niveaus, deutlich unter den jeweiligen Stand vor der Asien-Krise von 1997/98. Meldungen über verstärkte Untersuchungen bei Russlands grösstem Ölkonzern Yukos, die in der Verhaftung des Firmenchefs

Heraufstufung
zahlreicher Länder
im Oktober

Deutlicher
Rückgang der
Aufschläge für
erstklassige
asiatische
Papiere ...

Renditenaufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften¹ und Bonitätsheraufstufungen im Oktober

Basispunkte



Anmerkung: Die vertikale Linie zeigt eine Heraufstufung des Länderratings durch Standard & Poor's oder Moody's an. Am 8. Oktober 2003 wurde Russland durch Moody's von Ba2 auf Baa3 heraufgestuft, Indonesien durch Standard & Poor's von B- auf B, Thailand durch Standard & Poor's von BBB- auf BBB und Malaysia ebenfalls durch Standard & Poor's von BBB+ auf A-.

¹ Aufschlag auf US-Schatzpapiere.

Quellen: Bloomberg; Datastream; J.P. Morgan Chase; Moody's; Standard & Poor's. Grafik 1.6

gipfelten, lösten ab Mitte Oktober an den russischen Anleihe- und Aktienmärkten massive Verkäufe aus. In der Folge stabilisierten sich diese Märkte jedoch auf dem Stand, den sie kurz vor der Rating-Heraufstufung innegehabt hatten. Darüber hinaus wirkten sich die Ereignisse in Russland nicht auf andere aufstrebende Märkte aus.

Die Renditenaufschläge gingen nicht für alle Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften zurück. Philippinische Anleihen wurden wegen anhaltender politischer Unsicherheit tiefer gehandelt, ebenso Anleihen Kolumbiens, das nach wie vor mit Haushaltsproblemen kämpfte. Im Allgemeinen stand jedoch infolge eines nicht nachlassenden Renditestrebens dem stetig wachsenden Angebot internationaler Anleihen eine mehr als ausreichende Nachfrage nach Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften gegenüber (s. „Der internationale Markt für Schuldtitle“). Die aggressive Konditionengestaltung für eine chinesische Staatsanleihe über \$ 1,5 Mrd., die im Oktober aufgelegt wurde, lieferte ein viel sagendes Beispiel für die starke Nachfrage insbesondere nach asiatischen Titeln. Etwa die Hälfte der Emission soll in Asien platziert worden sein.

... und starke Nachfrage nach asiatischen Papieren

Auch in den USA und im Euro-Raum profitierten im Berichtszeitraum sowohl Anleihen mit Anlagequalität als auch hoch rentierende Anleihen von Anzeichen einer Verbesserung der Kreditqualität. Nicht nur häuften sich positive Gewinnmeldungen von Unternehmen, auch die Ausfallquoten gingen weiter zurück; am Ende des dritten Quartals lag der gleitende 12-Monats-Durchschnitt der Ausfälle in Prozent der spekulativen Emissionen bei 5,7%, so tief wie seit fast drei Jahren nicht mehr.

Verstärkte
Volatilität durch
Herabstufungen im
Automobilsektor

Die Bankkreditmärkte waren allerdings nicht gänzlich frei von Volatilität. In den letzten Oktoberwochen weiteten sich die Zinsaufschläge des Automobilsektors und seiner zugehörigen Finanzgesellschaften drastisch aus, nachdem Standard & Poor's unerwartet das Rating von DaimlerChrysler herabgestuft und Ford und deren Finanztochter auf die Beobachtungsliste gesetzt hatte. In manchen Kreisen kam sogar Besorgnis über potenzielle Effekte auf die Finanzmärkte ganz allgemein auf, falls Ford unter „investment grade“ herabgestuft würde. Ford Motor Credit, mit unbesicherten Schulden in Höhe von \$ 130 Mrd., gehört zu den weltweit grössten Finanzgesellschaften, und ihre Anleihen bilden einen erheblichen Anteil des Portfolios zahlreicher Anleger (s. Kasten). Als jedoch Standard & Poor's am 12. November bekannt gab, die

Kreditratings grosser Finanzgesellschaften

Eli Remolona und Dimitrios Karmpatos

Finanzgesellschaften gehören zu den grössten Emittenten von Unternehmensanleihen. Eine von ihnen ist Ford Motor Credit. Ihre jüngste Herabstufung wirft die Frage auf, wie wichtig die Kreditratings für grosse Finanzgesellschaften sind. Ford Motor Credit ist darüber hinaus die 100%ige Tochter eines grossen Industriekonzerns, und es ist interessant herauszufinden, welche Rolle die Mutter beim Rating einer Finanztochter spielt.

Die Finanzgesellschaften in den USA sind eine heterogene Gruppe von Finanzintermediären. Wie die Geschäftsbanken gewähren sie sowohl privaten Haushalten als auch Unternehmen Kredit. Hingegen nehmen sie keine Einlagen entgegen und unterliegen daher nicht der Regulierung und Aufsicht, die für Institute mit Einlagengeschäft gilt. Gemäss der jüngsten Erhebung der Federal Reserve hielten die US-Finanzgesellschaften Mitte 2000 insgesamt Finanzaktiva im Wert von \$ 1 Bio., was einem Fünftel der US-Geschäftsbankbranche entspricht.^① Der Sektor der Finanzgesellschaften ist stark konzentriert: Es gibt in den USA rund 1 000 Finanzgesellschaften, aber nur gerade 20 von ihnen halten fast 70% der gesamten Aktiva des Sektors.

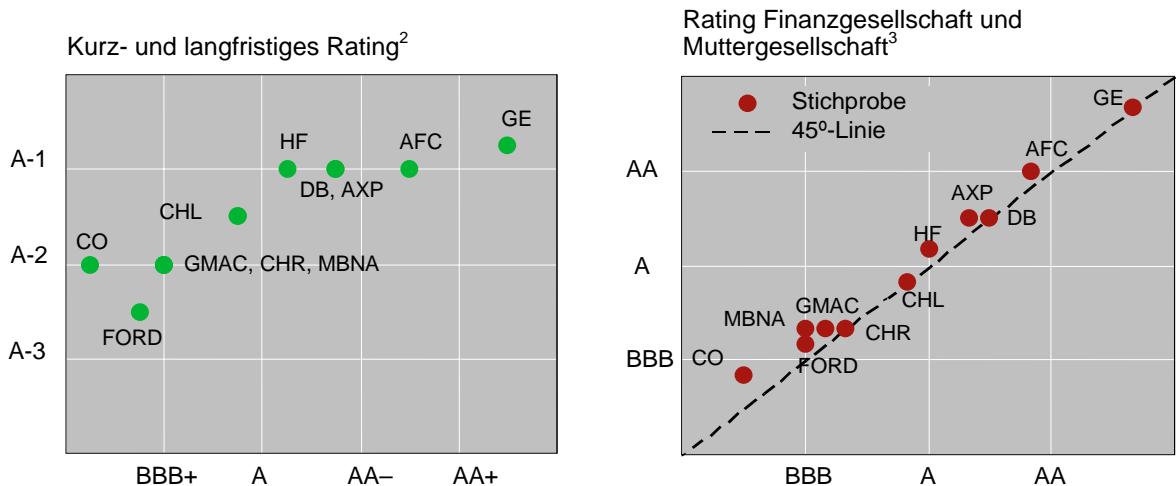
Da Einlagen als Mittelquelle entfallen, nehmen die grossen Finanzgesellschaften vor allem die Märkte für Schuldtitle in Anspruch, während die kleineren sich auf Bankkredite stützen. Der Markt für Unternehmensanleihen ist die wichtigste Finanzierungsquelle für den Sektor insgesamt; mindestens ein Drittel der Finanzierungen stammt von dort. Die zweitwichtigste Mittelquelle ist mit rund 18% der Markt für Commercial Paper (CP).

Die Abhängigkeit von den Wertpapiermärkten führt dazu, dass die Kreditratings für die grossen US-Finanzgesellschaften eminent wichtig sind. Die Ratings bestimmen ihre Finanzierungskosten und damit die Konditionen, zu denen sie mit anderen Finanzintermediären in Wettbewerb treten können.^② Die Ratings setzen sich aus kurzfristigen Ratings für den CP-Markt und langfristigen Ratings für den Markt für Unternehmensanleihen zusammen.

Für eine regelmässige Mittelbeschaffung am CP-Markt ist ein hohes kurzfristiges Rating, z.B. P-1 von Moody's oder A-1 von Standard & Poor's, praktisch unerlässlich. Ein niedrigeres Rating ist ein gravierendes Handicap, da die Geldmarkt-Investmentfonds, die wichtigste Anlegergruppe am CP-Markt, erheblichen gesetzlichen Einschränkungen bezüglich ihrer Bestände an Papieren mit niedrigerem Rating unterliegen.^③ Das kurz- und das langfristige Rating entsprechen einander mehr oder weniger. Wie aus dem linken Feld der Grafik ersichtlich, bildet ein langfristiges Rating von A meist die Schwelle zwischen einem hohen und einem niedrigen kurzfristigen Rating. Als Anfang 2002 die grössten Automobilfinanzgesellschaften infolge Bonitätsrückstufungen unter diese

^① Eine umfassende Erörterung der Erhebung findet sich in K.E. Dynan, K.W. Johnson und S.M. Slowinski, „Survey of finance companies, 2000“, *Federal Reserve Bulletin*, Januar 2002, S. 1-14. ^② Eine Analyse des Wettbewerbs zwischen Finanzgesellschaften und Banken findet sich in E.M. Remolona und K.C. Wulfkuhler, „Finance companies, bank competition and niche markets“, *FRBNY Quarterly Review*, Sommer, 1992, S. 25-38. ^③ Gemäss einer Vorschrift der Securities and Exchange Commission der USA aus dem Jahr 1991 dürfen Geldmarkt-Investmentfonds in ihren Portfolios höchstens 5% CP mit niedrigerem Rating halten.

Ratings grosser, firmeneigener US-Finanzgesellschaften¹



¹ Rating-Durchschnitt von Standard & Poor's und Moody's Ende November 2003. AFC: Associates First Capital; AXP: American Express; CHL: Countrywide Home Loans; CHR: DaimlerChrysler Financial Services; CO: Capital One Bank; DB: Discover Bank; FORD: Ford Motor Credit; GE: General Electric Capital; GMAC: General Motors Acceptance Corporation; HF: Household Finance; MBNA: MBNA America Bank. ² Kurzfristiges Rating auf vertikaler Achse, langfristiges Rating auf horizontaler Achse. ³ Langfristiges Rating der Finanzgesellschaft auf vertikaler Achse, langfristiges Rating der Muttergesellschaft auf horizontaler Achse.

Quelle: Bloomberg.

Schwelle fielen, verloren sie den Zugang zum CP-Markt (allerdings konnten sie nach wie vor Forderungen verbrieften undforderungsunterlegtes CP begeben) und mussten vermehrt den Markt für Unternehmensanleihen in Anspruch nehmen.

Die grössten Finanzgesellschaften sind häufig Töchter anderer Unternehmen, und für sie ist das Rating der Mutter der wichtigste Bestimmungsfaktor ihres langfristigen Ratings.⁴ Die drei grossen Automobilfinanzgesellschaften sind denn auch „firmeneigen“ in dem Sinne, dass sie hauptsächlich Kredite für die Finanzierung der Produkte ihrer Mutter vergeben. Als Standard & Poor's im November 2003 die Herabstufung von Ford Motor Credit bekannt gab, lautete die Begründung dafür schlicht, dass die Ratings der Ford Motor Credit den Ratings der Muttergesellschaft Ford Motor Co. entsprächen. Wie im rechten Feld der Grafik gezeigt, erhalten in einer Stichprobe von 11 grossen Finanzgesellschaften in der Mehrheit der Fälle die Mutter und die Tochter dasselbe Rating. Sind die Ratings unterschiedlich und gehört die Mutter nicht selbst dem Finanzsektor an, hat meist die Tochter das höhere Rating. Ist nämlich nur die Tochter ein Finanzinstitut, so ist sie stärker auf ein hohes Rating angewiesen als die Mutter, und oft werden die finanziellen Verbindungen zwischen den beiden so gestaltet, dass sie günstiger für das Rating der Tochter sind.⁵

Auf lange Sicht sind die Kreditratings für das Überleben einer grossen Finanzgesellschaft von zentraler Bedeutung. Da die Ratings die Finanzierungskosten bestimmen, kann eine Finanzgesellschaft mit niedrigeren Ratings als ihre Konkurrenten nicht auf unbegrenzte Zeit im Geschäft bleiben (ausser sie hat eine Mutter, die über ausreichend Mittel verfügt und zu Zuschüssen bereit ist). Beispielsweise war 1990 Chrysler Financial, gemessen an ihren Forderungen, die viertgrösste Finanzgesellschaft, etwa halb so gross wie Ford Motor Credit. Chrysler Financial war jedoch gerade auf BBB- herabgestuft worden, während zwei ihrer Konkurrenten – GMAC und Ford Motor Credit – immer noch Ratings von AA- hatten. Grosse Geschäftsbanken, die in der Automobilfinanzierung tätig waren, wiesen meist ebenfalls ein AA-Rating auf. Infolgedessen verlor Chrysler Financial stetig an Boden, bis ihre Mutter 1998 mit Daimler-Benz fusionierte; zu dem Zeitpunkt hatte sie noch weniger als ein Fünftel der Grösse von Ford Motor Credit.

⁴ Dies wurde von Remolona und Wulfkuhler (1992) empirisch belegt. ⁵ Zu diesen finanziellen Verbindungen können Patronatserklärungen und Schuldenauflagen gehören, die die Mutter daran hindern, Kapital aus der Finanzgesellschaft abzuziehen.

Aussichten für das Rating von Ford seien nach der Herabstufung auf BBB-stabil, legten sich die Befürchtungen einer unmittelbar bevorstehenden Herabstufung auf „Junk“-Status. Die Renditenaufschläge auf Schulden von Ford sanken sogar auf den Stand, den sie gehabt hatten, bevor das Unternehmen auf die Beobachtungsliste kam.

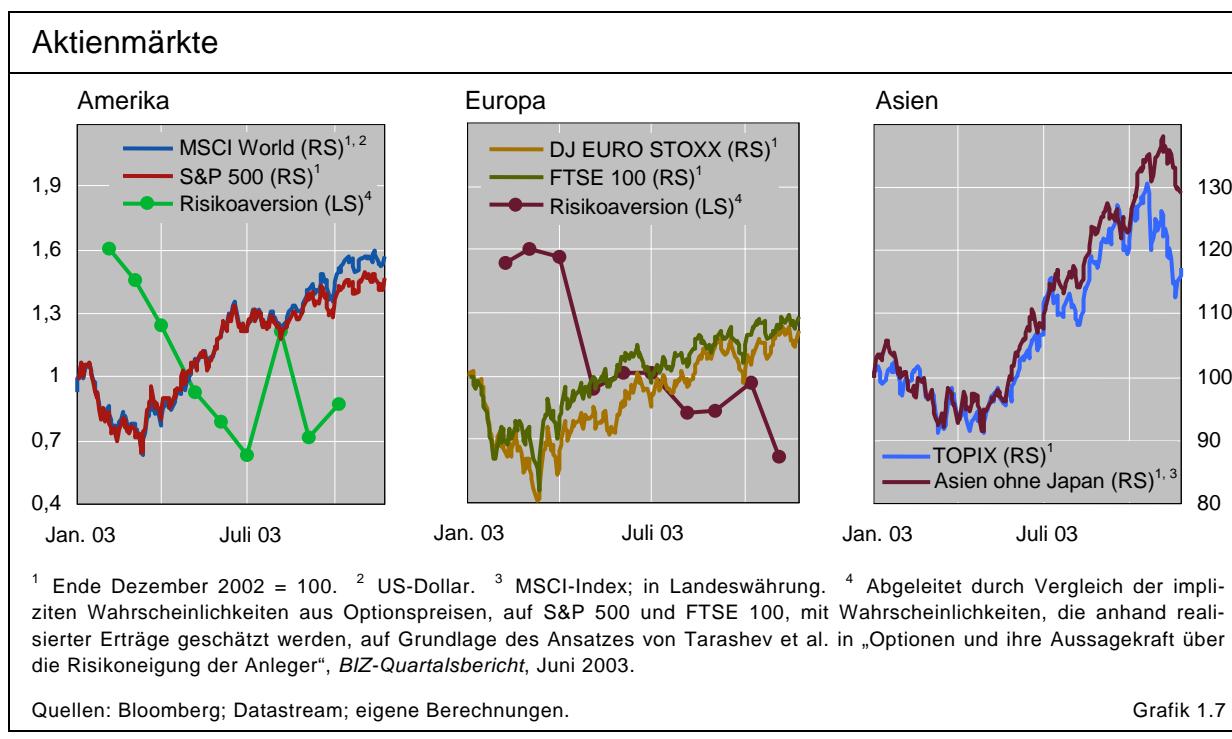
Kursanstieg bei Aktien dank Gewinnerholung

Erneuter weltweiter Kursanstieg an den Aktienmärkten ...

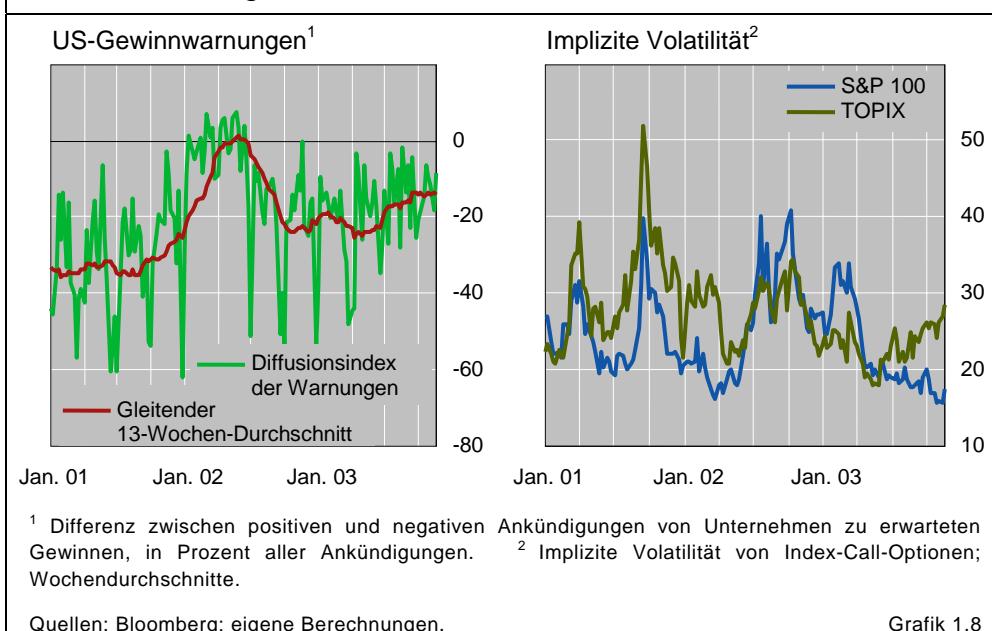
Die besseren Aussichten für die Wirtschaft gaben ab Anfang September den Aktienmärkten weltweit erneut Auftrieb. Der MSCI World Index, der von Mitte Juni bis Ende August in einer engen Bandbreite verharrt hatte, legte in der Zeit vom 29. August bis 28. November 8% zu (Grafik 1.7). Zahlreiche aufstrebende Volkswirtschaften verzeichneten zweistellige Kursgewinne, Argentinien, Brasilien und die Türkei über 30%. Damit stieg der MSCI World Index seit seinem Tiefstand vom 12. März um insgesamt 37%.

... bei
beschleunigtem
Wachstum der
Gewinne

An den grossen Märkten wurde der Optimismus der Anleger durch ein beschleunigtes Wachstum der Gewinne genährt. Die im S&P 500 eingeschlossenen Unternehmen meldeten im dritten Quartal einen im Jahresvergleich um 20% höheren Gewinn je Aktie, was deutlich über den ursprünglichen Prognosen der Analysten und über den 11% des Vorquartals lag. Die Gewinnmargen stiegen dank weiterer Kostensenkungen; im US-Unternehmenssektor (ohne Landwirtschaft) verbesserte sich die Produktivität im dritten Quartal um erstaunliche 8%. In zahlreichen Branchen erhöhten sich ferner die Umsätze, insbesondere in technologienahen Bereichen. Trotz der jüngsten Volatilität an den Anleihemärkten meldeten die Investmentbanken überraschend hohe Erträge.



Gewinnwarnungen und Volatilität der Aktienmärkte



Noch während sie im dritten Quartal unerwartet gute Umsätze und wachsende Gewinne meldeten, warnten zahlreiche Unternehmen wie Cisco, Amazon und andere führende Firmen vor ungewissen Aussichten für 2004. US-Unternehmen, die negative Aussichten für die künftigen Gewinne meldeten, waren erneut zahlreicher als diejenigen mit positiven Meldungen (Grafik 1.8).

Die Anleger in den USA schenkten diesen Warnungen jedoch offenbar kaum Beachtung, sondern zeigten grössere Zuversicht hinsichtlich der Wirtschaftsaussichten als die Unternehmen selbst. Zwar drückten gegen Ende September unerwartet schwache gesamtwirtschaftliche Daten auf die US-Aktienmärkte, doch milderten die Datenveröffentlichungen vom Oktober die Verunsicherung. Die implizite Volatilität in den Aktienindexoptionen, in der sich sowohl die vermutete künftige Volatilität der Markttrenditen als auch die Risikoaversion der Anleger niederschlagen, sank Ende Oktober und Anfang November auf ungewöhnlich tiefe Niveaus: 16% für den S&P 100, verglichen mit durchschnittlich 23% in den ersten neun Monaten von 2003 (Grafik 1.8). Die Schätzungen der effektiven Risikoaversion, die sich auf diese Optionen stützen, blieben denn auch tief (Grafik 1.7). Der eindrückliche Kursanstieg an den Aktienmärkten im bisherigen Jahresverlauf scheint für eine wachsende Risikobereitschaft zu sprechen.

US-Anleger zuversichtlicher als Unternehmen

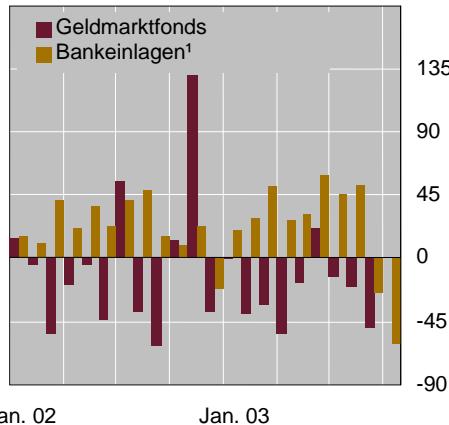
Anders als an den US-Märkten schienen die Anleger am japanischen Aktienmarkt immer unsicherer in die Zukunft zu blicken. Japanische Aktien zeichneten teilweise aussergewöhnlich starke tägliche Kursauschläge, selbst wenn es keine wichtigen Meldungen gab. Beispielsweise büsste der TOPIX am 23. Oktober ohne erkennbaren Grund 5% ein. Im Verlauf der folgenden Woche erholte er sich wieder, sank dann aber Anfang November erneut. Diese Volatilität war offenbar wachsenden Zweifeln an den geltenden Bewertungen

Japanische Anleger zweifeln allmählich an Bewertungen

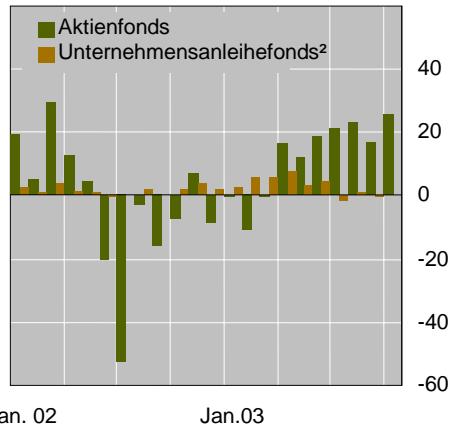
Portfolioströme von US-Anlegern

Mrd. US-Dollar

Bargeldäquivalente



Langfristige Investmentfonds



¹ Monatliche Veränderung des saisonbereinigten Bestands an Einlagen bei Geschäftsbanken in den USA. ² Einschliesslich Fonds mit hoch rentierenden Anleihen.

Quellen: US Federal Reserve Board; Investment Company Institute.

Grafik 1.9

zuzuschreiben; insbesondere schien fraglich, ob sich die Fundamentaldaten in Japan wirklich ausreichend verbessert hatten, um den Anstieg des TOPIX um 25% seit Ende April zu rechtfertigen.

Bemerkenswerterweise litt die Anlegerstimmung nicht unter den Untersuchungen gegen einige grosse Institutionen, die für das Funktionieren der modernen Finanzmärkte wichtig sind. Unruhe in Investmentfondsbranche nach Betrugsanklage Mitte 2002 hatten Enthüllungen über Bilanz- und Führungsunregelmässigkeiten in mehreren prominenten Unternehmen die Aktienmärkte erschüttert. Dagegen wurde die Stimmung offenbar kaum gedämpft, als im September 2003 Fragen über Führungsmängel bei der New Yorker Börse – dem grössten und liquidesten Aktienmarkt der Welt – laut wurden und deren Vorsitzender zurücktrat. Ebenfalls ab September sorgten Anschuldigungen wegen betrügerischer Machenschaften für Unruhe in der Investmentfondsbranche und weckten Besorgnis, dass mit Klagen konfrontierte Fonds zur Deckung von Anteilsrücknahmen Aktiva liquidieren könnten. In den USA halten die meisten Privatanleger Fondsanteile; die Branche verwaltet Aktiva im Wert von über \$ 7 Bio. Zusammen mit der Securities and Exchange Commission beschuldigten Aufsichtsinstanzen von US-Einzelstaaten mehrere Fonds unzulässiger Handelspraktiken, u.a. des Abschlusses von Geschäften nach Kurschluss für den betreffenden Tag. Die angeschuldigten Fonds verzeichneten zwar umfangreiche Abzüge von Anlegern, bisher gibt es jedoch keine Anzeichen eines allgemeineren Rückzugs. Im Gegenteil: Der Kursanstieg an den Aktienmärkten veranlasste US-Anleger offenbar, im September und Oktober von Bankeinlagen und anderen Bargeldäquivalenten zu Aktien, einschliesslich Anteilen von Aktienfonds, zu wechseln (Grafik 1.9).

Unruhe in Investmentfondsbranche nach Betrugsanklage