

BIS: Finanzmärkte im Bann der Geldpolitik

Description

Die BIS (BIZ) [warnt in ihrem aktuellen Jahresbericht warnt vor sich auftürmenden Risiken an den Finanzmärkten](#). Die akkommodierende Geldpolitik veranlasst die Anleger, noch dazu ermuntert durch die geringe Volatilität, höhere Risiken einzugehen und ihre Fremdfinanzierungsquote zu erhöhen. Sie hat erhebliche Auswirkungen auf das gesamte Anlagespektrum.

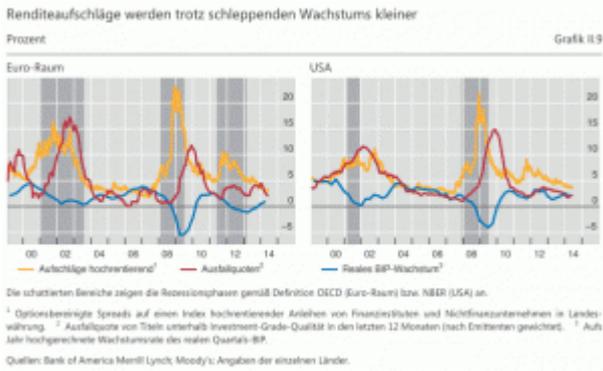
Im Kapitel II wird unter der Überschrift „[Finanzmärkte weltweit im Bann der Geldpolitik](#)“ darauf hingewiesen, dass Anleger in aller Welt außergewöhnlich große Volumina an neu emittierten Unternehmensschuldtiteln, insbesondere von Schuldern mit niedrigerem Rating übernommen haben. Unternehmen deckten ihren Finanzierungsbedarf zunehmend an den Kapitalmärkten, zugleich schränkten viele Banken die Kreditvergabe ein. Am Markt für hochrentierende Anleihen schnellte der Bruttoabsatz 2013 auf 90 Mrd. Dollar pro Quartal hoch, vor der Krise 2008 hatte der Quartalsdurchschnitt bei 30 Mrd. Dollar gelegen (Chart II.8 links). Die Renditeaufschläge sind dabei immer weiter gesunken.



Die institutionellen Anleger haben damit auf die international akkommodierenden Bedingungen reagiert und sind im Einklang mit dem Risikoübernahmekanal der Geldpolitik größere Risiken eingegangen, z.B. um Renditeziele zu erreichen oder Vorsorgeverpflichtungen zu erfüllen.

Auch in anderen Segmenten der Kreditmärkte wurden vermehrt Risiken eingegangen. So lagen etwa am Markt für Konsortialkredite (Gewährung eines einheitlichen Kredites durch mindestens zwei Kreditinstitute) die Kredite für Schuldner mit niedrigerem Rating und hoher Relation Fremdkapital/Eigenkapital („Leveraged Loans“) fast während des gesamten Jahres 2013 bei über 40% Anteil an der Neukreditvergabe (Chart II.8 rechts). Dieser Anteil war höher als im Vorkrisenzeitraum von 2005 bis Mitte 2007. Immer weniger der neuen Kredite wiesen einen Gläubigerschutz in Form von Kreditauflagen auf, warnt die BIS.

Das anhaltende Renditestreben hat möglicherweise auch das Verhältnis zwischen Renditeaufschlägen und Fundamentalfaktoren verändert, schreibt die BIS weiter. Ein schwaches BIP-Wachstum geht in der Regel mit hohen Ausfallquoten und größeren Renditeaufschlägen einher, so wie es in den Jahren vor 2011 auch der Fall war (Grafik II.9).

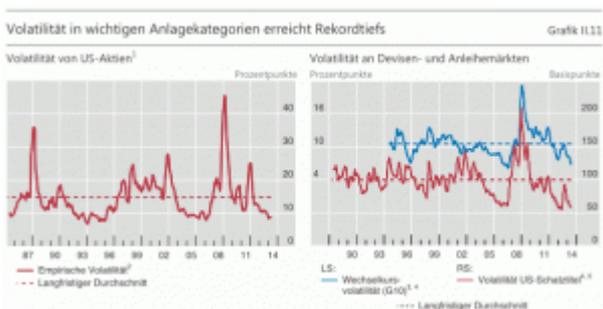


In den USA sind die Aufschläge danach parallel zu den sinkenden Ausfallquoten weiter zurückgegangen. In der Eurozone stiegen die Ausfallquoten ab Mitte 2011 zunächst wieder an – zeitgleich mit der zwei Jahre andauernden Rezession hier, die Renditeaufschläge nahmen jedoch weiterhin ab. Dies entspricht nicht der normalen Entwicklung.

Niedrige Renditen von Unternehmensanleihen spiegeln nicht nur eine geringe Wahrscheinlichkeit von Ausfällen und niedrige Risikoprämien wider, sondern tragen auch dazu bei, die tatsächlichen Ausfallquoten niedrig zu halten. Die Verfügbarkeit billiger Kredite macht es angeschlagenen Schuldern leichter, Anschlussfinanzierungen zu erhalten. Ob dies letztlich tragfähig ist, wird sich herausstellen, wenn die Zinssätze sich wieder normalisieren. Üblicherweise leiten steigende Zinsen mit mehrmonatiger Verzögerung eine Zunahme der Unternehmenspleiten ein, die die Anleihe-Spreads steigen lässt. (Siehe zum Thema „Spread“ auch "[Aktien: Bull-Markt bis 2016?](#)").

Als die Suche nach rentierenden Anlagen die Aktienmärkte erreichte, schwächte sich die Verknüpfung von Fundamentalfaktoren und Preisen bei langfristig geringer Volatilität und niedrigen Risikoprämien ab, stellt die BIS fest. Angetrieben vom Niedrigzinsumfeld und unterstützt von besseren Wirtschaftsaussichten, verzeichneten die Aktienkurse an den wichtigsten Börsen das ganze Jahr 2013 über einen spektakulären Anstieg. An zahlreichen Aktienmärkten überstiegen allein die erwarteten Dividendenzahlungen die realen Renditen von länger laufenden erstklassigen Anleihen. Das ermunterte die Marktteilnehmer, sich auch außerhalb der Anleihemärkte nach rentierlichen Anlagen umzusehen. Aktien, auf die hohe und stabile Dividenden ausgeschüttet wurden, wurden bevorzugt und verzeichneten hohe Gewinne.

Die implizite und die empirische Volatilität ist aber nicht nur an den Aktienmärkten gering (Grafik II.11).



Einerseits sorgte die anhaltende Erholung für abnehmende Schwankungen der wirtschaftlichen und unternehmensspezifischen Fundamentaldaten. Andererseits haben die Zentralbanken zu der niedrigen Volatilität dadurch beigetragen, dass Anleihekäufe und Forward Guidance die Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Anleiherenditen verringerten, was die Preisausschläge bei Anleihen begrenzte. So nahm die Volatilität am US-Anleihemarkt weiter ab und erreichte den tiefsten Stand seit 2007, abgesehen vom kurzzeitigen Ausschlag während der Verkaufswelle Mitte 2013 (Grafik II.11 rechts). Auch



die implizite Volatilität an den Devisenmärkten sank auf Niveaus, wie sie zuletzt 2006/2007 verzeichnet worden waren. Die aus Optionen auf wichtige CDSIndizes abgeleitete Volatilität an den Kreditmärkten fiel auf den tiefsten Stand seit der Krise.

Die BIS fasst zusammen: Die Geldpolitik hatte durch ihren Einfluss auf Bewertungen und Risikoeinschätzungen erhebliche Auswirkungen auf das gesamte Anlagespektrum. Akkommodierende geldpolitische Rahmenbedingungen und niedrige Leitzinsen veranlassten die Anleger, noch dazu ermuntert durch die geringe Volatilität, bei ihrem Streben nach Rendite mehr Risiken einzugehen und ihre Fremdfinanzierungsquote zu erhöhen.

Anmerkung:

Zur Auswertung des VIX, dem Maß für die implizite Volatilität im S&P 500, siehe "[Der VIX – was will er uns sagen?](#)"!