

1. Überblick: Schwindendes Vertrauen auf kräftige Erholung

In den ersten Monaten des Jahres 2002 schwand die Zuversicht auf eine kräftige Erholung, die im vierten Quartal 2001 an den Finanzmärkten aufgekomen war. Grössere Zurückhaltung äusserte sich in sinkenden Aktienkursen und bröckelnden langfristigen US-Zinssätzen. Ende Februar und Anfang März führten unerwartet positive Daten zum Wirtschaftswachstum zu einem neuerlichen Anflug von Optimismus, aber als spätere Daten die geweckten Erwartungen nicht bestätigten, verflüchtigte sich diese Stimmung ebenfalls. In Europa beschworen die steigenden Ölpreise das Gespenst der Inflation herauf und führten zu einem Anstieg der langfristigen Euro-Sätze. An den Aktienmärkten zerschlugen sich die Hoffnungen der Anleger, als Anzeichen einer Erholung der Unternehmensgewinne im Gleichschritt mit der Gesamtwirtschaft ausblieben. Die Aktienkurse wurden zusätzlich gedrückt durch anhaltende Skepsis hinsichtlich der Offenlegungs- und Rechnungslegungspraxis der Unternehmen, durch neue Meldungen über die Neigung von Börsenanalysten, einseitige Empfehlungen abzugeben, sowie durch eine plötzliche Abneigung gegenüber Unternehmen, von denen angenommen wurde, dass sie sich in hohem Masse auf kurzfristige Kredite abstützten.

Die Märkte für Unternehmensanleihen waren den meisten Schuldnern gegenüber nach wie vor positiv eingestellt, während Nichtfinanzunternehmen zunehmend unter Druck gerieten, ihre Abhängigkeit von kurzfristigen Finanzierungen zu verringern. Die mangelnde Bereitschaft der Banken, Back-up-Fazilitäten bereitzustellen, führte dazu, dass einige Unternehmen vom Markt für Commercial Paper verdrängt wurden; andere Unternehmen versuchten Aktionäre und Rating-Agenturen günstig zu stimmen und bauten ihre kurzfristigen Schulden ab. Einige grosse europäische Unternehmen wandten sich bei ihrer Suche nach Alternativen zur traditionellen Bankkreditfinanzierung erstmals an den Anleihemarkt. Die Hinwendung von Nichtfinanzunternehmen zu längerfristigen Finanzierungen wurde vom Markt für Unternehmensanleihen bewältigt. Bei relativ geringem Nettoabsatz an diesem Markt blieben die Zinsaufschläge in den ersten Monaten des Jahres 2002 verhältnismässig niedrig.

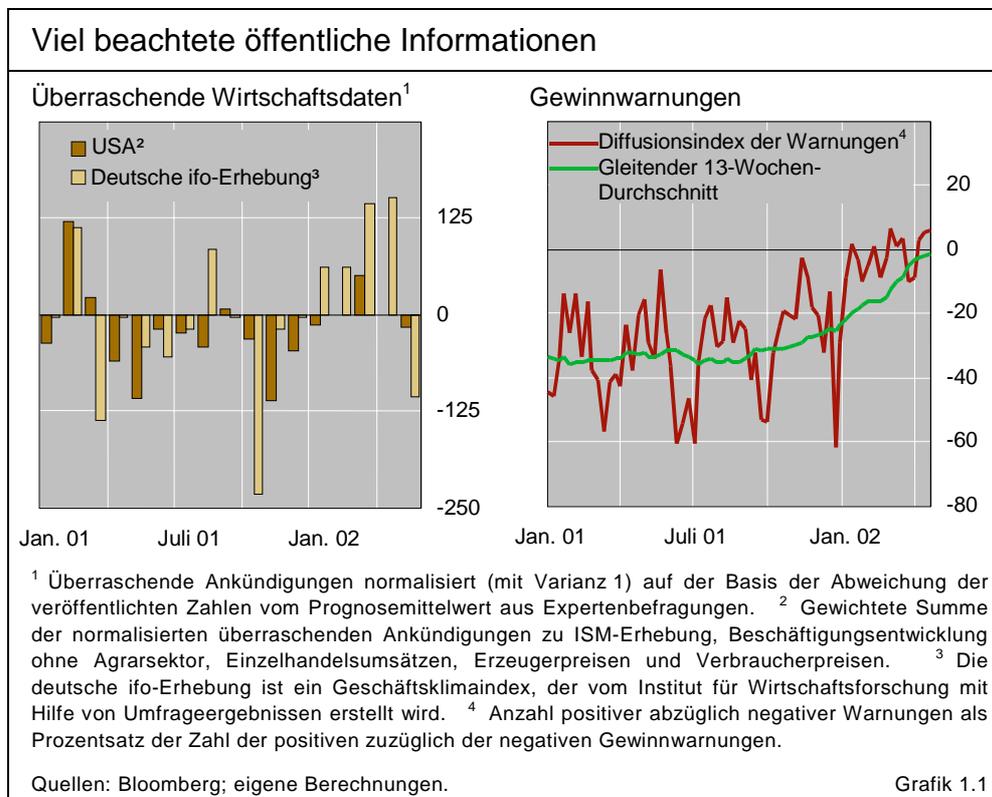
Aufstrebende Volkswirtschaften profitierten von der Erwartung einer Erholung in den Industrieländern. Trotz anhaltender wirtschaftlicher Probleme in Argentinien wurden die Zinsspannen auf Staatsanleihen in einem Umfeld

niedrigerer internationaler Zinssätze im Allgemeinen enger. Dennoch waren es nur wenige Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften, die die günstigeren Kreditbedingungen nutzten. Zu den Aktienmärkten mit der weltweit besten Entwicklung gehörten diejenigen von Mexiko, Korea und den südostasiatischen Ländern, die von einer wirtschaftlichen Erholung in den USA vermutlich am stärksten profitieren würden.

Langfristige Renditen in Europa steigen angesichts von Inflationsbefürchtungen

Die grosse Hoffnung auf eine kräftige Erholung, die im vierten Quartal 2001 an den Märkten für festverzinsliche Instrumente herrschte, wich in den ersten Monaten 2002 bescheideneren Erwartungen. Obwohl nun die traditionell am meisten beachteten gesamtwirtschaftlichen Indikatoren tendenziell positiver waren als noch im vierten Quartal 2001 (Grafik 1.1), zeigten sich die Marktteilnehmer offenbar noch immer enttäuscht. Sie konzentrierten sich offenbar auf Indikatoren wie die Auftragseingänge für Investitionsgüter in den USA, die Zukunftserwartungen der Unternehmer und Verbraucher im Euro-Raum sowie das BIP-Wachstum in Deutschland, die meist unter den Markterwartungen lagen. Leichte konjunkturbelebende Massnahmen stoppten den Fall der langfristigen Zinssätze und kehrten die Zinsentwicklung in Europa sogar um. Unter dem Strich lagen die 5-Jahres-Swapsätze in US-Dollar Mitte Mai

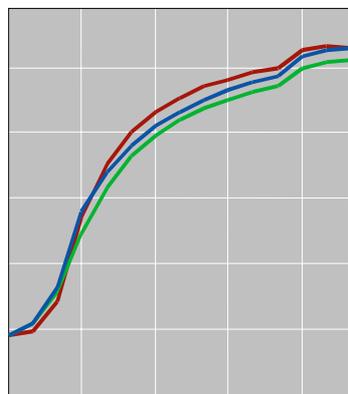
Sinken der langfristigen Zinssätze in den USA, Anstieg im Euro-Raum



Renditenstrukturkurven für Zinsswaps

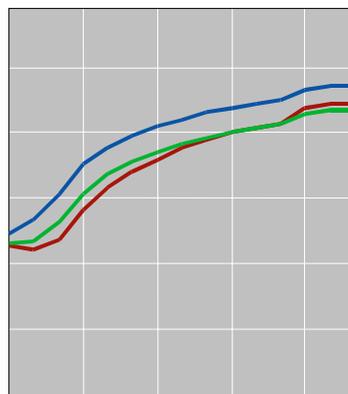
Prozent

US-Dollar



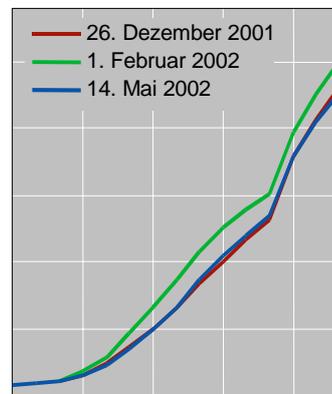
3 Mt. 2 J. 5 J. 8 J. 15 J.

Euro



3 Mt. 2 J. 5 J. 8 J. 15 J.

Yen



3 Mt. 2 J. 5 J. 8 J. 15 J.

Quelle: Bloomberg.

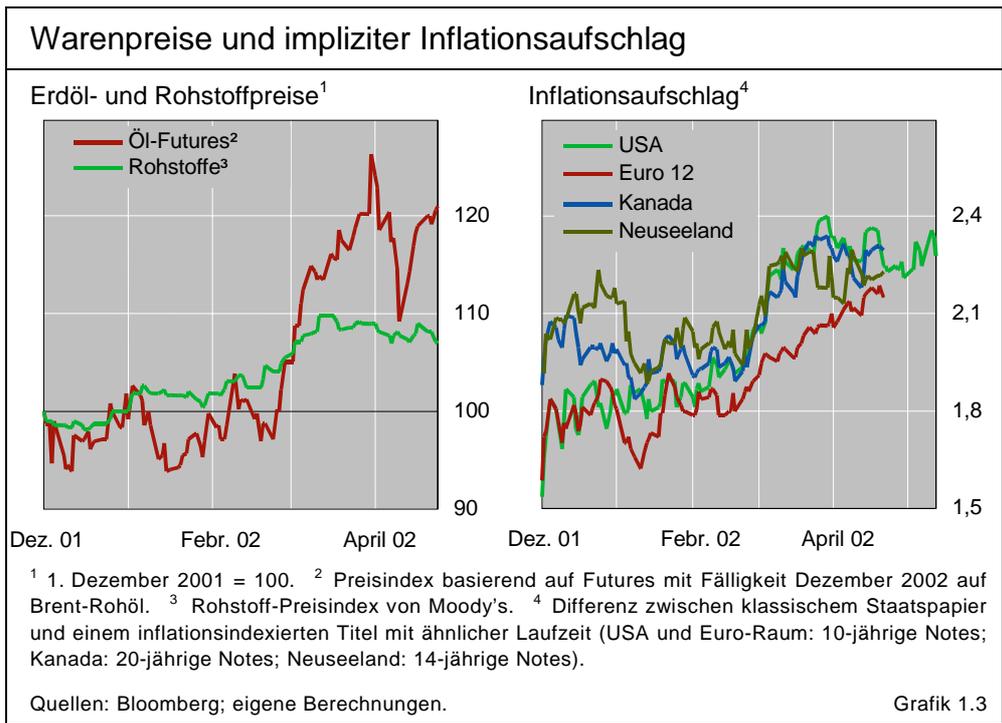
Grafik 1.2

15 Basispunkte unter ihrem Höchststand von Ende Dezember, während die Euro-Swapsätze für dieselbe Laufzeit nun um 25 Basispunkte höher lagen (Grafik 1.2).

Ende Februar und Anfang März führten überraschend positive gesamtwirtschaftliche Daten zu einem kurzen Aufflammen von Optimismus und vorübergehend deutlich höheren Zinssätzen. Die Marktteilnehmer schienen insbesondere davon überrascht, dass die Daten für das US-BIP im vierten Quartal, die am 28. Februar veröffentlicht wurden und ein jährliches Wachstum von 1,4% aufwiesen, so stark nach oben korrigiert worden waren. Die Rede von Alan Greenspan, dem Vorsitzenden der Federal Reserve, am 7. März vor dem Senat, in der er die Konjunkturaussichten der USA sehr viel positiver bewertete als nur eine Woche zuvor, hatte eine noch grössere Wirkung auf die langfristigen Zinssätze. Allein an jenem Tag wurden die Swap-Kurven in den wichtigsten Währungen deutlich steiler: der 5-Jahres-Satz in US-Dollar stieg um 20 Basispunkte, der Euro-Satz um 8 Basispunkte. Die Marktteilnehmer erwarteten sowohl höhere langfristige Wachstumsraten als auch kurzfristig einen strafferen geldpolitischen Kurs. Vom 27. Februar bis zum 25. März, als die in Zinsfutures enthaltenen Erwartungen für die Notenbankzinsen ein Maximum erreichten, wiesen die Swapkurven sowohl Abflachungen als auch Anstiege auf. Die veränderten Erwartungen der Anleger in Bezug auf die Notenbankzinsen trieben die 2-Jahres-Swapsätze für den US-Dollar um 82 Basispunkte und für den Euro um 43 Basispunkte in die Höhe, während die 10-Jahres-Swapsätze um 55 bzw. 27 Basispunkte anstiegen.

Im März und April schwanden auch die letzten Erwartungen eines Rückgangs bei den langfristigen Zinssätzen. Obwohl die Märkte offenbar Mühe hatten, das Ausmass der Konjunkturerholung abzuschätzen, schienen sie

Greenspans Rede signalisiert stärkeres Wachstum



überzeugt, dass die inflationshemmende Wirkung des Abschwungs verschwunden war. Auch die steigenden Ölpreise deuteten auf einen zunehmenden Preisauftrieb hin. Der sprunghafte Anstieg der 10-Jahres-Swapsätze im März fiel nicht nur mit den überraschend positiven Gesamtwirtschaftsindikatoren zusammen, sondern auch mit in die Höhe schnellenden Ölpreisen (Grafik 1.3, links). Zwar zogen die Rohstoffpreise in Erwartung einer stärkeren weltweiten Nachfrage nach Energieträgern an, der Anstieg der Rohölpreise und ihre Volatilität waren jedoch den vermehrten politischen Unruhen im Nahen Osten und in Venezuela zuzuschreiben.

Für die Marktteilnehmer war Europa besonders anfällig gegenüber Inflationsdruck, zum einen wegen der Abhängigkeit von Öl- und Rohstoffimporten, zum anderen wegen der Arbeitskosten. Anfang Mai rief Deutschlands mächtige Gewerkschaft IG Metall zum Streik auf, und Marktteilnehmer wie Politiker sorgten sich um den Ausgang der Lohnverhandlungen. Bezeichnenderweise sagte Wim Duisenberg, der Präsident der Europäischen Zentralbank, am 2. Mai an einer Pressekonferenz, dass er zwar nach wie vor erwarte, dass die Inflationsrate in Europa um 2% beträgt, dass er aber nicht mehr mit Überzeugung eine tiefere Rate prognostizieren könne.

Dass die Inflation bei den langfristigen Zinssätzen eine immer wichtigere Komponente darstellt, zeigt sich in der Entwicklung der Renditen von inflationsabhängigen Staatspapieren. Der implizite Inflationsaufschlag, definiert als Differenz zwischen der Rendite eines klassischen Staatspapiers und der Rendite eines inflationsabhängigen Titels mit ähnlicher Laufzeit, begann sich Ende Februar auszuweiten, als die Renditen von Titeln mit einem Nominalzins rascher wuchsen als die „realen“ Renditen inflationsneutraler Notes (Grafik 1.3, rechts). Auch wenn die Höhe der Renditen von inflationsindexierten Notes

Anleihen Anleger verfolgen Lohnverhandlungen in Deutschland ...

... und Inflationsaufschlag bei französischen Anleihen wächst

wegen unterschiedlicher steuerlicher Behandlung und engem Markt als Mass für die Realzinssätze eher wenig tauglich ist, geben deutliche *Veränderungen* dieser Renditen oft Aufschluss über die herrschenden Erwartungen. Im März verlief der Anstieg des Inflationsaufschlags weitgehend parallel zum Anstieg der Ölpreise. Die französische inflationsindexierte Anleihe ist mit der Inflation in den 12 Ländern des Euro-Raums gekoppelt. Der implizite Aufschlag auf diese Anleihe nahm im März um 15 Basispunkte zu. Interessanterweise ging der implizite Aufschlag übrigens weder in Kanada noch in Neuseeland zurück, nachdem die dortigen Zentralbanken die Notenbankzinsen im März und April vorsorglich erhöht hatten; in Kanada stieg der Inflationsaufschlag sogar weiter an.

In Japan sinken langfristige Zinssätze infolge nachlassender Besorgnis über das Haushaltsdefizit

In Japan waren die Zinssätze im ersten Jahresdrittel ebenfalls ungewöhnlich volatil und zeigten einen unterschiedlichen Verlauf zu anderen Industrieländern. Von Ende Dezember bis Anfang Februar stiegen die 10-Jahres-Swapsätze in Japan um mehr als 20 Basispunkte, während die US-Dollar- und die Euro-Sätze fielen. Entmutigende gesamtwirtschaftliche Daten und geringe Fortschritte bei der Liquidierung der notleidenden Aktiva japanischer Banken hatten offenbar bewirkt, dass mit einem höheren Finanzierungsbedarf seitens des Staates gerechnet wurde, was zu verstärktem Abgabedruck bei japanischen Staatsanleihen führte. Ende Februar und Anfang März allerdings begannen die Yen-Zinssätze zu fallen und erreichten Anfang April nahezu den Tiefstand von Dezember. Dieser Rückgang ging mit einer Erholung der japanischen Aktienkurse und einer Aufwertung des Yen einher. Ende Februar kündigte die Bank of Japan an, dass sie ihre Käufe japanischer Staatsanleihen um 25% erhöhen würde, und zwei Wochen später gab das Ministerium für Gesundheit, Arbeit und Wohlfahrt seine Absicht bekannt, mehr inländische Staatsschuldtitel zu kaufen.

Unternehmen sollen sich langfristig verschulden

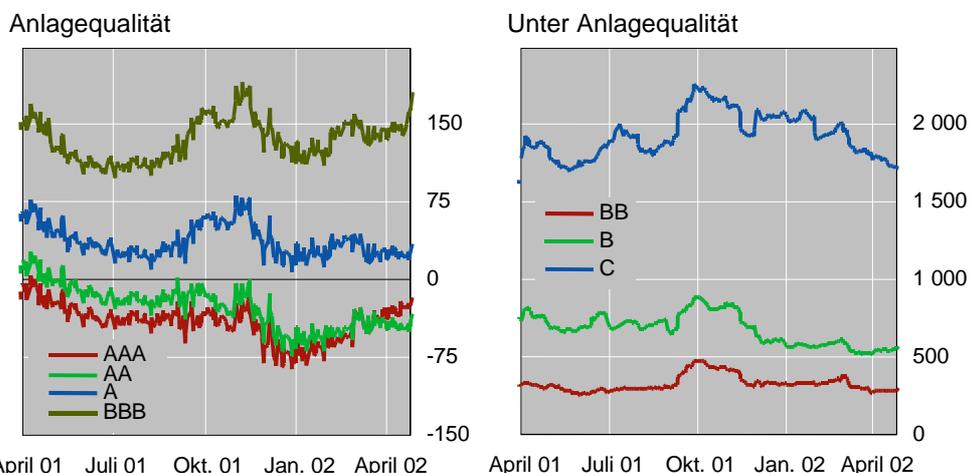
Anleger, Banken und Rating-Agenturen üben Druck aus

Mittelsuchende Nichtfinanzunternehmen sahen sich zunehmend gezwungen, von kurzfristigen auf langfristige Finanzierungen umzusteigen, da Aktionäre von Grossunternehmen, Anleger am Markt für Commercial Paper, Banken, die Back-up-Fazilitäten für Commercial Paper bereitstellten, und Rating-Agenturen entsprechend Druck ausübten. Sogar Schuldner, denen es gelungen war, ihre hohe Bonitätseinstufung zu wahren, spürten den Druck, sich Mittel auf längere Sicht zu beschaffen. Einige, die aus dem Markt für Commercial Paper verdrängt wurden, wandten sich dem Markt für Unternehmensanleihen zu, wo die langfristigen Finanzierungskosten immer noch relativ günstig waren (Grafik 1.4). Auch in Europa wandten sich verschiedene Grossunternehmen, die sich traditionell auf kurzfristige Bankkredite abgestützt hatten, an den Markt für Unternehmensanleihen.

Die Aktionäre von Grossunternehmen übten auf ihre Weise Druck aus. Als Reaktion auf Schlagzeilen über Liquiditätsprobleme mehrerer namhafter Unternehmen mieden die Anleger die Aktien anderer Grossunternehmen, von denen

Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen mit Anlagequalität/unter Anlagequalität¹

Basispunkte



¹ Indexrendite 10-jähriger Anleihen im Vergleich zu Swaprenditen.

Quellen: Bloomberg; Merrill Lynch; eigene Berechnungen.

Grafik 1.4

sie annahmen, dass sie sich übermässig auf kurzfristige Kredite abstützten. Sogar Unternehmen mit AAA-Rating waren nicht dagegen gefeit. Ende März brach der Aktienkurs einer so hoch bewerteten Firma wie General Electric ein, nachdem der Leiter eines grossen, auf festverzinsliche Instrumente spezialisierten US-Fonds kritisiert hatte, dass sich das Unternehmen bei der Mittelaufnahme auf Commercial Paper abstützte, jedoch keine Kreditlinien zur vollständigen Absicherung bestanden.

Unternehmen hoher Bonität sind nicht gefeit

Der Druck, auf eine kurzfristige Mittelaufnahme zu verzichten, war besonders für die niedrig bewerteten Schuldner am Markt für Commercial Paper gross. Wie schon fast das ganze Jahr 2001 hindurch zeigten sich die Anleger an diesem Markt allen Schuldnern unterhalb der höchsten Bonitätsstufe gegenüber abweisend. In den ersten Monaten des Jahres 2002 bekamen noch mehr Schuldner diese abweisende Haltung zu spüren, nachdem die Rating-Agenturen weitere Bonitätsrückstufungen vorgenommen hatten. Geldmarktfonds sind die grössten Käufer von Commercial Paper, und für sie ist es entscheidend, das investierte Kapital ihrer Anleger zu bewahren. Zu diesem Zweck begrenzt eine Vorschrift der US-Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde aus dem Jahre 1991 den Anteil von Commercial Paper mit einem Rating unterhalb der Anlagequalität auf 5% des gesamten Fonds-Portfolios. Möglicherweise haben die jüngsten Ausfälle am Markt für Commercial Paper dazu geführt, dass Fonds sogar einen geringeren Anteil halten, als zulässig wäre.

Noch bedeutender ist die Tatsache, dass die Banken ihre frühere Drohung zusehends wahr machten, für die Mittelaufnahme am Commercial-Paper-Markt keine Back-up-Fazilitäten mehr bereitzustellen, wenn nicht die Gebühren wesentlich erhöht würden. Am 29. April gab J.P. Morgan Chase, die Bank, die

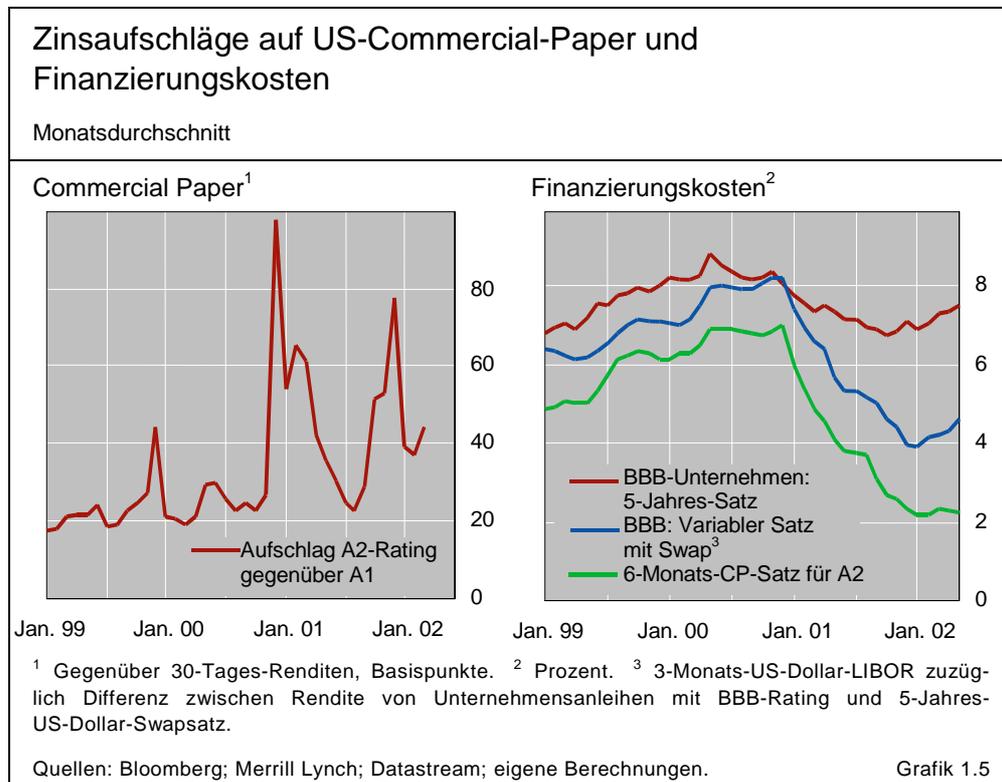
Banken ziehen Back-up-Fazilitäten zurück

mit Abstand am meisten solche Fazilitäten bereitstellt, potenziellen Kreditnehmern bekannt, dass sie sich aus diesem Geschäft zurückziehe. Die Ironie dieser Situation liegt darin, dass die Standby-Fazilitäten in den siebziger Jahren geschaffen worden waren, um Liquiditätsproblemen am Markt für Commercial Paper zu begegnen, der zu Blockierungen neigte. Im Jahr 2002, als diese Back-up-Fazilitäten praktische Bedingung für die Ausgabe von Commercial Paper geworden waren, verstärkte ihr Rückzug durch Grossbanken noch die Schwierigkeiten an diesem Markt.

Anleger wenden sich Unternehmensanleihen zu ...

Wer vom Markt für Commercial Paper verdrängt worden war, fand andere Finanzierungsmöglichkeiten. Einige wandten sich an den Markt für Unternehmensanleihen, wo sogar Schuldner, die mit A2/P2-Ratings für kurzfristige Schulden nun vom Markt für Commercial Paper ausgeschlossen waren, mit ihrem BBB-Rating für langfristige Schulden auf das Interesse der Anleiheanleger stiessen. An diesem Markt war der Nettoabsatz relativ gering (s. „Die internationalen Märkte für Schuldtitel“ auf S. 26), und die Aufschläge für 10-jährige Unternehmensanleihen mit BBB-Rating betragen im ersten Jahresdrittel 2002 durchschnittlich nur 136 Basispunkte, verglichen mit 152 Basispunkten im vierten Quartal 2001. Andere Unternehmen wandten sich vermutlich an den Markt für forderungsunterlegtes Commercial Paper, wo die Verwendung von Forderungen als Sicherheit ein hohes Rating für die Emission garantiert. Im April 2002 war dieser Markt auf ein Umlaufvolumen von \$ 723 Mrd. angewachsen, verglichen mit \$ 658 Mrd. am Markt für unbesichertes Commercial Paper.

Trotz den attraktiven Aufschlägen auf Unternehmensanleihen wies eine relativ steil verlaufende Renditenstrukturkurve darauf hin, dass Unternehmen



eine hohe Prämie zahlten, um von kurzfristigen Schuldtiteln auf langfristige zu wechseln. Ende März 2002 beispielsweise hätte ein US-Dollar-Schuldner mit BBB-Rating für eine 5-jährige Unternehmensanleihe einen Festzins von rund 7,5% zahlen müssen. Ohne Zugang zum Markt für Commercial Paper hätte sich derselbe Schuldner durch Abschluss eines Swapkontraktes dennoch einen kurzfristigen Zins sichern können, indem er Festzinszahlung gegen variable Zinszahlung tauschte. Mit Swapkontrakt hätte der kurzfristige Zins rund 4,4% betragen, 3,1% weniger als der Festzins (Grafik 1.5). Eine Reihe von Gross-emittenten am US-Markt für Unternehmensanleihen haben Berichten zufolge tatsächlich die Zahlungen in variablen Zins getauscht. Die Zinsaufschläge von 5-Jahres-Swaps gegenüber US-Schatzanleihen verringerten sich in den ersten vier Monaten des Jahres 2002 um 22 Basispunkte, teilweise infolge solcher Zinsarbitragegeschäfte.

... aber einige tauschen die Zahlungen wieder in variablen Zins

Dass Schuldner Festzins in variablen Zins tauschen können, ist ein Hinweis auf die Schwierigkeiten am Markt für Commercial Paper. Die Differenz zwischen einem notierten A2/P2-Zins für Commercial Paper und dem entsprechenden getauschten variablen Zins ist ein ungefähres Mass für die Kosten des eingeschränkten Zugangs zum Markt für Commercial Paper. Die Gebühren für Back-up-Kreditlinien würden zwischen 10 und 20 Basispunkten betragen und damit nur einen Bruchteil dieser Differenz ausmachen. Nachdem die Zinsdifferenz Anfang 2002 noch bei 1,3% gelegen hatte, war sie Ende April auf 2,3% angestiegen, was darauf hindeutet, dass sich die Probleme am Markt für Commercial Paper verschärft hatten.

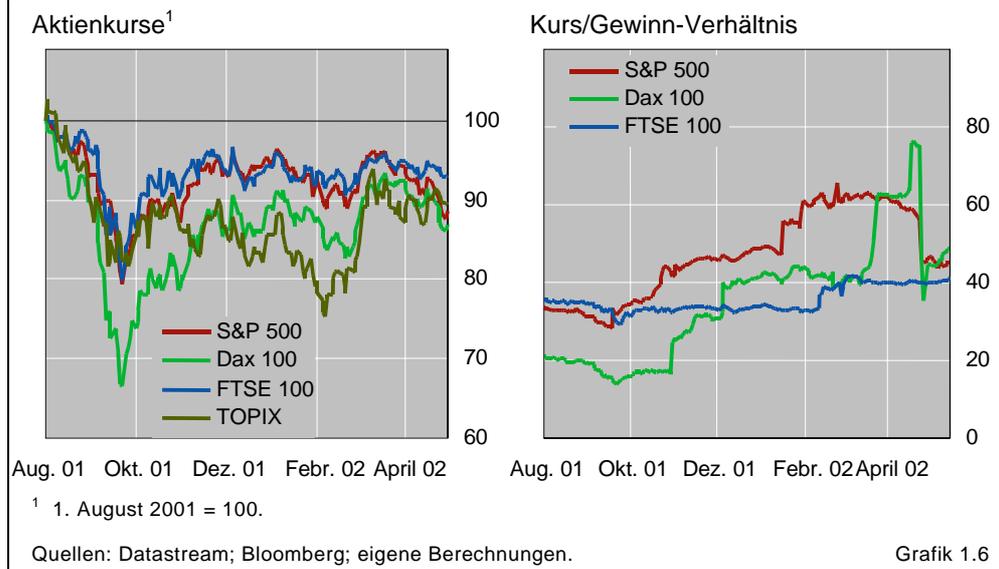
Gewinnwarnungen und Fragen der Rechnungslegung stoppen Börsenboom

An den Börsen war ebenso ein Auf und Ab des Vertrauens zu beobachten wie an den Märkten für festverzinsliche Instrumente, insgesamt schwand es aber in den meisten Industrieländern. Die Aktienmärkte wurden besonders dadurch beeinträchtigt, dass Anzeichen einer Erholung der Unternehmensgewinne im Gleichschritt mit der Gesamtwirtschaft ausblieben. Nach wie vor gab es mehr negative als positive Gewinnnachrichten, obwohl der Unterschied deutlich kleiner war als noch 2001 (Grafik 1.1, rechts). Besorgnis über die Verlässlichkeit von Offenlegungs- und Rechnungslegungsverfahren der Unternehmen sowie neue Skandale über Interessenkonflikte von Wertpapierhändlern führten während der ersten Monate 2002 zu vermehrter Vorsicht bei den Aktienanlegern und wirkten sich negativ auf die Aktienkurse aus. Die Anleger mieden vor allem die Aktien jener Unternehmen, deren Finanzausweise relativ kompliziert oder undurchsichtig waren und von denen angenommen wurde, dass sie sich übermässig an den Geldmärkten finanzierten.

Besorgnis der Anleger über schwache Unternehmensgewinne ...

Der Börsenboom, der im Oktober 2001 begonnen hatte, endete im Januar 2002, als sich die Bedenken über die Verlässlichkeit von Unternehmensabschlüssen im Zuge des Konkurses von Enron mehrten. Auf die Veröffentlichung positiver gesamtwirtschaftlicher Daten hin begannen die Aktienkurse

Aktienmärkte: Kurse und Gewinne

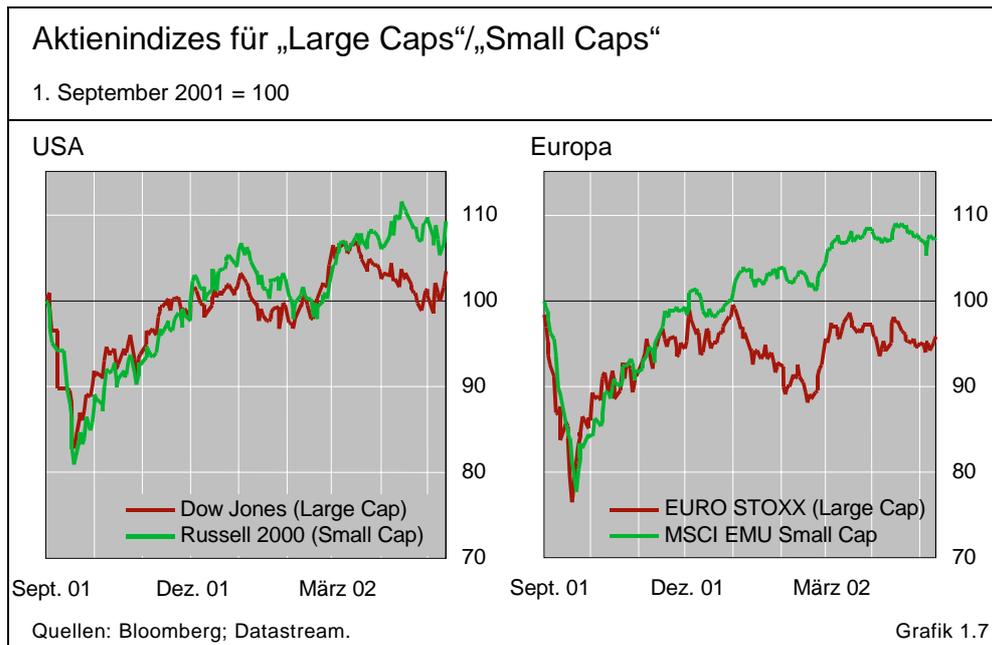


Ende Februar und Anfang März erneut zu steigen (Grafik 1.6). Am stärksten wirkte sich auf die Aktienmärkte die bereits erwähnte Korrektur des US-BIP für das vierte Quartal aus: der S&P 500 stieg am Tag der Bekanntgabe um 2,3%. Die Kursgewinne waren jedoch von kurzer Dauer. Bis zur zweiten Märzwoche hatten Gewinnwarnungen führender Technologieunternehmen wie Lucent und Nokia die Börsenkurse wieder auf Talfahrt geschickt. Die Gewinnwarnungen warfen auch wieder Fragen auf über die Nachhaltigkeit und das Ausmass einer konjunkturellen Erholung ohne Unternehmensgewinne und ohne Wiederbelebung der Anlageinvestitionen.

Nachrichten, dass die Rechnungslegungsverfahren mehrerer namhafter Technologieunternehmen von der US-Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde untersucht würden, verstärkten Ende März den Abwärtstrend der Aktienkurse, da erneut Besorgnis über die Offenlegungspraxis von Unternehmen aufkam. Als gleichzeitig bekannt wurde, dass das Geschäftsgebaren einiger prominenter Wall-Street-Börsenanalysten untersucht würde, vergrösserte sich das Unbehagen der Aktienanleger. Infolgedessen verzeichneten die weit gefassten Aktienindizes vom 19. März bis Ende April einen besonders starken Rückgang: der S&P 500 fiel um 8%, der FTSE 100 um 4% und der Dax um 7%.

Das Misstrauen gegenüber der Offenlegungspraxis der Unternehmen trug zu einer unterschiedlichen Performanceentwicklung von Aktien mit hoher und geringer Börsenkapitalisierung bei. Im obigen Zeitraum fiel der Dow Jones Industrial Average, der die grössten US-Unternehmen umfasst, um 6%, während der Russell-2000-Index mit Aktien geringer und mittlerer Börsenkapitalisierung um 5% anstieg (Grafik 1.7). Kleinere Unternehmen profitierten dem Vernehmen nach von der Einfachheit bzw. Unkompliziertheit ihrer Geschäftstätigkeit, Buchhaltung und Finanztransaktionen. Viele Marktteilnehmer hatten überdies den Eindruck, dass kleinere Unternehmen durch

... sowie über mangelhafte Rechnungslegung und voreingenommene Analysten



einen Wirtschaftsaufschwung stärker begünstigt würden als die grösseren Firmen, weil sie sich zur Finanzierung von Investitionen eher auf den internen Cashflow abstützten.

Der Aktienmarkt in Japan entwickelte sich scheinbar im Einklang mit den Preisen von Yen-Vermögenswerten insgesamt, häufig im Widerspruch zu den Einschätzungen der zugrunde liegenden Konjunkturaussichten für Japan. Die im TOPIX notierten Aktien erholten sich ebenso wie die japanischen Schuldtitel und stiegen Ende Februar und Anfang März steil an. Die Reflation der Preise von japanischen Vermögenswerten und die gleichzeitige Aufwertung des Yen vor dem 31. März verleitete einige Marktteilnehmer zur Annahme, dass die Kursentwicklung auf die Bilanzkosmetik der Unternehmen zum Ende des japanischen Fiskaljahres zurückzuführen war. Andere schrieben die Erholung am Aktienmarkt der Tatsache zu, dass der Konkurs einer grossen Baufirma zugelassen worden war; dies wurde als positives Signal dafür gewertet, dass sich die Haltung des Staates in Bezug auf die Sanierung im Unternehmensbereich verändert hatte. Wieder andere hielten die Einführung der sog. „Uptick“-Vorschrift für massgeblicher. Diese Vorschrift untersagt Leerverkäufe von Aktien ohne vorherigen Kursanstieg. Angaben zufolge sollen zahlreiche Marktteilnehmer Leerpositionen japanischer Aktien gehalten haben, als die Vorschrift eingeführt wurde, und im Vorfeld hatte es einige Verwirrung gegeben, inwiefern das Verbot die Leerverkäufer „bestrafen“ würde. Die Deckungskäufe einiger nervöser Marktteilnehmer trieben offenbar die Kurse so weit in die Höhe, dass andere ihre Leerpositionen liquidieren mussten, und diese Effekte verstärkten sich gegenseitig.

„Uptick“-Vorschrift
in Japan stützt
Aktienmarkt

Erholung auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften

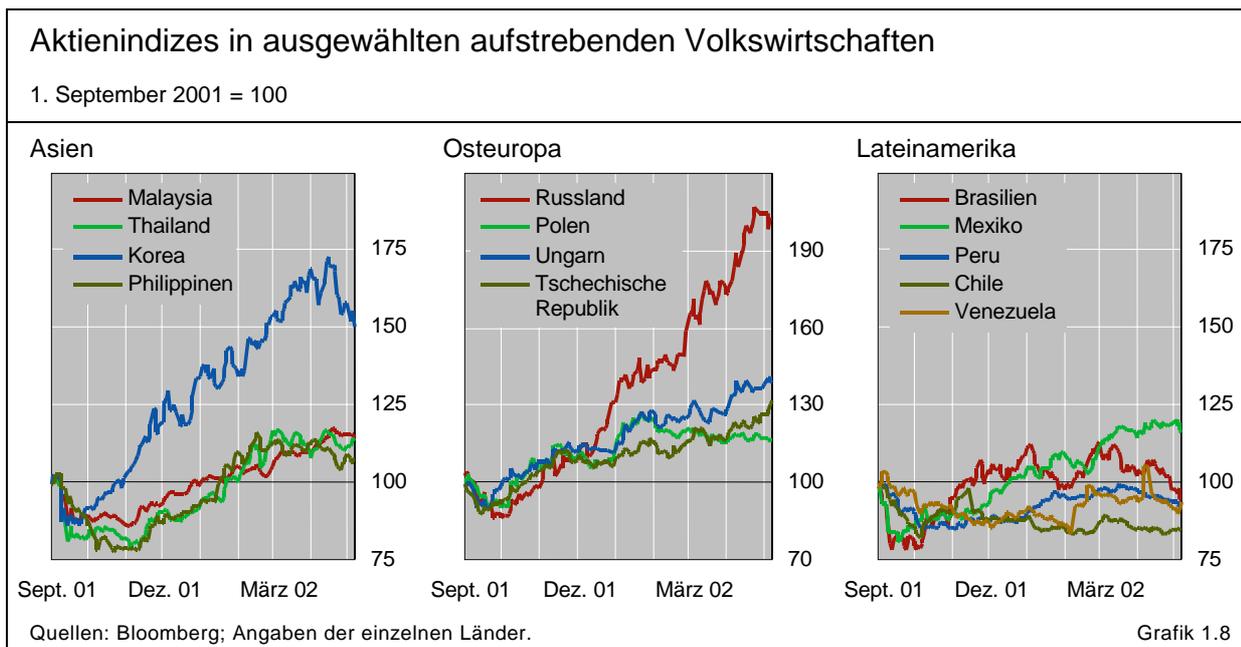
Die aufstrebenden Volkswirtschaften profitierten wesentlich von der Anfang 2002 herrschenden Erwartung einer Erholung der Weltwirtschaft. Trotz anhaltender wirtschaftlicher Probleme in Argentinien verengten sich allgemein die Zinsspannen auf Staatsanleihen in einem Umfeld niedriger Zinssätze in den Industrieländern. Zu den Aktienmärkten mit der besten Entwicklung gehörten diejenigen von Korea, Mexiko und den südostasiatischen Ländern, die vermutlich am meisten von einer wirtschaftlichen Erholung in den USA profitieren würden (Grafik 1.8). Der Aktienmarkt Russlands boomte nach wie vor, und der jüngste Ölpreisanstieg beeinflusste das immer günstigere Geschäftsklima ebenfalls positiv.

Die jungen Industrieländer Asiens profitierten von der Erwartung, dass die – vorerst noch verhaltene – Erholung in den USA die Exportnachfrage beleben würde. Ende April hatten die Aktienkurse in Seoul gegenüber dem Jahresanfang um 22% zugelegt und sich im Vergleich zu den Tiefstwerten vom September 2001 wertmässig verdoppelt. Dass Koreas Wirtschaft das höchste Wachstum in der Region erzielte, war u.a. dem überraschend deutlichen Anziehen der weltweiten Konsumnachfrage nach Elektronikzeugnissen und der wachsenden Inlandsnachfrage zuzuschreiben. Die Staatstitel des Landes wurden Ende März von Moody's um zwei Grade heraufgestuft, was bisher noch kein anderes Land geschafft hatte und was zu einem leichten Anstieg der Aktienkurse und der Auslandsverschuldung führte. In anderen asiatischen Ländern waren die Aktienrenditen im Berichtszeitraum ebenfalls hoch, wenn auch nicht ganz so hoch wie in Korea.

In Mexiko entwickelten sich die Finanzanlagen nach wie vor anders als in den übrigen Ländern Lateinamerikas. Obwohl die Wirtschaftsentwicklung in Mexiko analog zu seinem wichtigsten Handelspartner seit mehreren Quartalen

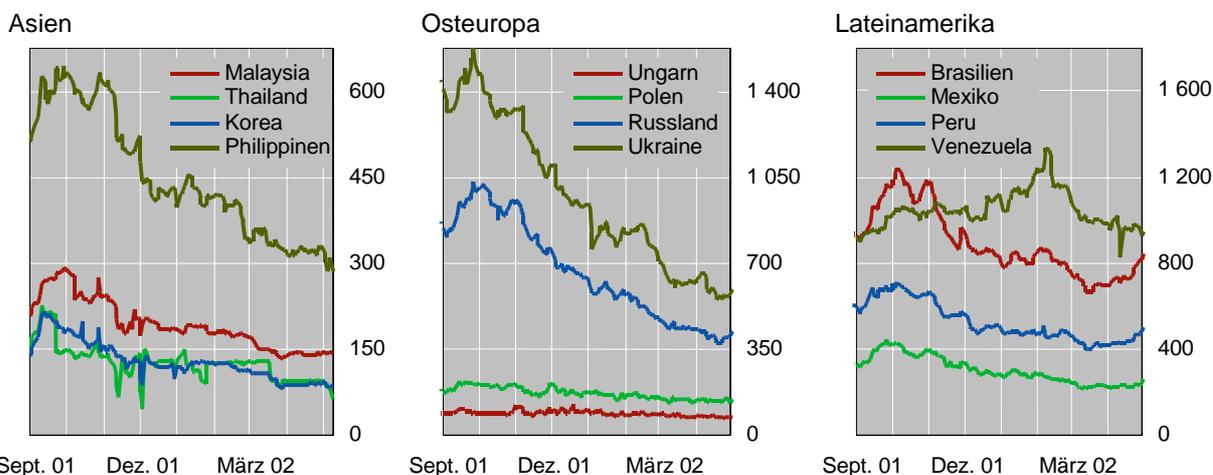
Höhenflug
koreanischer,
mexikanischer und
russischer Aktien

Bonitätsherauf-
stufung Koreas
durch Moody's



Zinsaufschläge von US-Dollar-Staatsanleihen gegenüber US-Schatzpapieren für ausgewählte aufstrebende Volkswirtschaften

Basispunkte



Quelle: J.P. Morgan, *Emerging Market Research*.

Grafik 1.9

rückläufig war, profitierte das Land weiterhin von der Erwartung einer Erholung des US-Wachstums. Auch die Bonität mexikanischer Staatsschuldtitel wurde von den Rating-Agenturen heraufgestuft. Anfang Mai 2002 hatte der Aktienmarkt in Mexiko gegenüber dem Jahresbeginn um 14% zugelegt, und die Zinsaufschläge auf mexikanische Staatsanleihen waren um fast 50 Basispunkte gefallen (Grafik 1.9). In anderen lateinamerikanischen Ländern stagnierte die Wirtschaft nach einer kurzen Erholung im Anschluss an die Zahlungsunfähigkeit und Währungsabwertung Argentinien. In Brasilien stieg die Besorgnis bei den Anlegern, als sich die Wirtschaft weiter verlangsamte und in den Umfragen zu den Präsidentschaftswahlen ein Populist mit marktkritischem Programm seinen Vorsprung ausbaute. Von Januar bis Mai fiel der brasilianische Aktienindex Bovespa netto um fast 11%, nachdem er im Anschluss an die Zahlungsunfähigkeit Argentinien erst kräftig angestiegen war. Auch die Zinsspanne für brasilianische Staatstitel weitete sich um 200 Basispunkte auf nahezu 900 Basispunkte aus.

Besorgnis der Anleger über die Wahlen in Brasilien

Russland, wo die Finanzmärkte im Gesamtjahr 2001 trotz der rückläufigen Weltkonjunktur und den sinkenden Ölpreisen nicht erschüttert wurden, boomte auch im ersten Quartal 2002. Die am russischen Aktienmarkt notierten Werte sind in diesem Jahr um fast 60% gestiegen, und die Zinsaufschläge auf Staatspapiere Russlands sind unter 500 Basispunkte gefallen, und dies nicht einmal vier Jahre nach der Zahlungsunfähigkeit des Landes.

Die aufstrebenden Volkswirtschaften profitierten sowohl vom niedrigen Zinsniveau in den Industrieländern als auch von den engen Zinsspannen bei Staatsanleihen (Grafik 1.9). Dank den tiefen Zinsen in den Industrieländern konnten die Zentralbanken in den aufstrebenden Volkswirtschaften ihre Geldpolitik ohne Druck auf die Wechselkurse lockern. Sowohl in Mexiko als auch in Korea konnten die Notenbankzinsen herabgesetzt werden, währenddem die

Landeswährung aufwertete. Überdies haben die tiefen Zinssätze vermutlich die geschätzten Risiken von Anlagen in Vermögenswerte aufstrebender Volkswirtschaften verringert. Der internationale Absatz von Schuldtiteln aufstrebender Länder hielt sich auf dem tiefen Niveau der vergangenen Jahre. Wie im Kapitel „Das internationale Bankgeschäft“ und im Kasten über Konsortialkredite nachzulesen ist, begannen die asiatischen Länder jedoch im vierten Quartal 2001 und im ersten Quartal 2002, ausländische Bankkredite aufzunehmen.