

1. Überblick: Erwartungsvolle Märkte proben den Aufschwung

Nach sechs Monaten eines wachsenden Pessimismus erwachte an den Finanzmärkten wieder die Zuversicht. In der Zeit von Mai bis September 2002 hatte das Vertrauen der Anleger eine Reihe von Schlägen hinnehmen müssen. Infolgedessen waren die Aktienkurse eingebrochen und die langfristigen Zinssätze stetig abgebröckelt. Im Oktober genügten einige wenige positive Ertragsmeldungen von Unternehmen offenbar, um bei den Anlegern einen Stimmungsumschwung auszulösen. Im Laufe von sieben Wochen im Oktober und November erholten sich die Aktienkurse allmählich, und die langfristigen Zinssätze zogen an. Nach wie vor waren die negativen Gewinnwarnungen jedoch zahlreicher als die positiven und die gesamtwirtschaftlichen Daten noch recht schwach. Ob die Markterholung von Dauer ist, bleibt abzuwarten.

Auch an den Märkten für Unternehmensanleihen war der neue Optimismus teilweise spürbar. Die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen wurden im Oktober und November deutlich kleiner, sodass die Ausweitung während des Kurseinbruchs an den Aktienmärkten zum Teil wieder rückgängig gemacht wurde. Die Kreditrisiken wurden in einigen Branchen jedoch weiterhin als hoch eingeschätzt. Insbesondere im Automobilsektor und in der Luftfahrt wurde die Bonität einiger Gesellschaften, darunter auch die der Finanztöchter von US-Automobilherstellern, wegen Deckungslücken bei den Betriebsrentenplänen herabgestuft. Im dritten Quartal, als die Renditenaufschläge bei den Unternehmensanleihen besonders gross waren, fiel der Nettoabsatz festverzinslicher Wertpapiere um zwei Fünftel, so stark wie zuletzt unmittelbar nach der Russland-Krise 1998.

Das Geschehen in den aufstrebenden Volkswirtschaften wurde von politischen Entwicklungen geprägt. In Brasilien wurde im Oktober klar, dass ein Kandidat, der zuvor mit seinen Ansichten bei den Anlegern Besorgnis geweckt hatte, zum Präsidenten gewählt würde. Seine Zusicherungen, eine solide Wirtschaftspolitik verfolgen zu wollen, vermochten jedoch das Vertrauen am Markt für Staatsschuldtitel offenbar bis zu einem gewissen Grad wiederherzustellen. In Asien belastete der Terroranschlag in Bali im Oktober den Aktienmarkt von Jakarta und kurzfristig auch die Märkte von Bangkok und Kuala Lumpur. Andernorts war keine Wirkung erkennbar. Für die aufstrebenden Volkswirtschaften als Gruppe blieb der Zustrom von Finanzmitteln

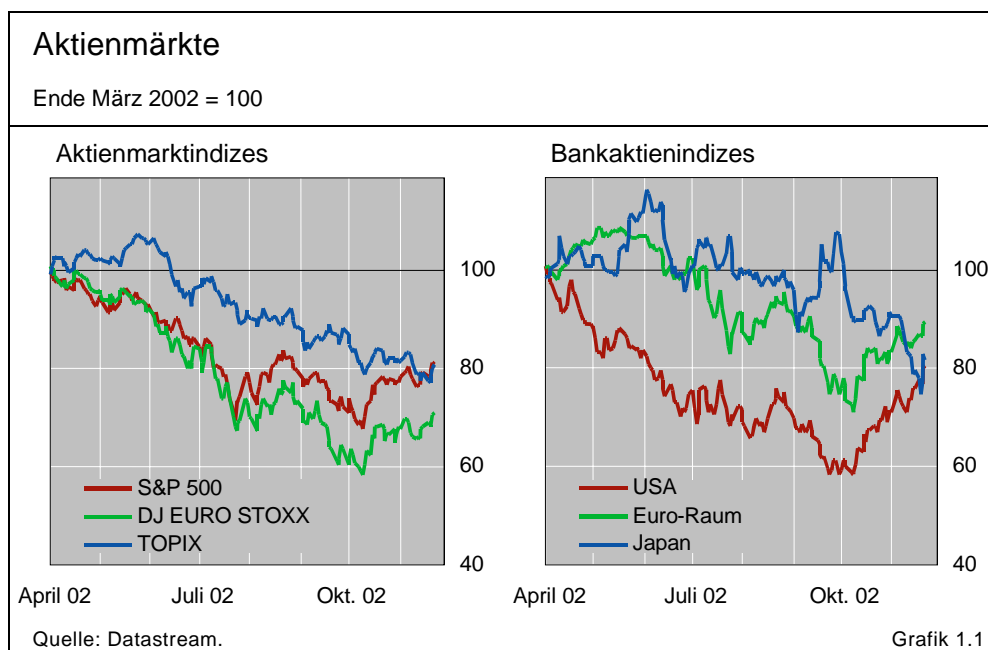
schwach; allerdings behielten diejenigen mit höherer Bonitätseinstufung Zugang zu den Kapitalmärkten.

Ertragszahlen geben Aktienanlegern Hoffnung

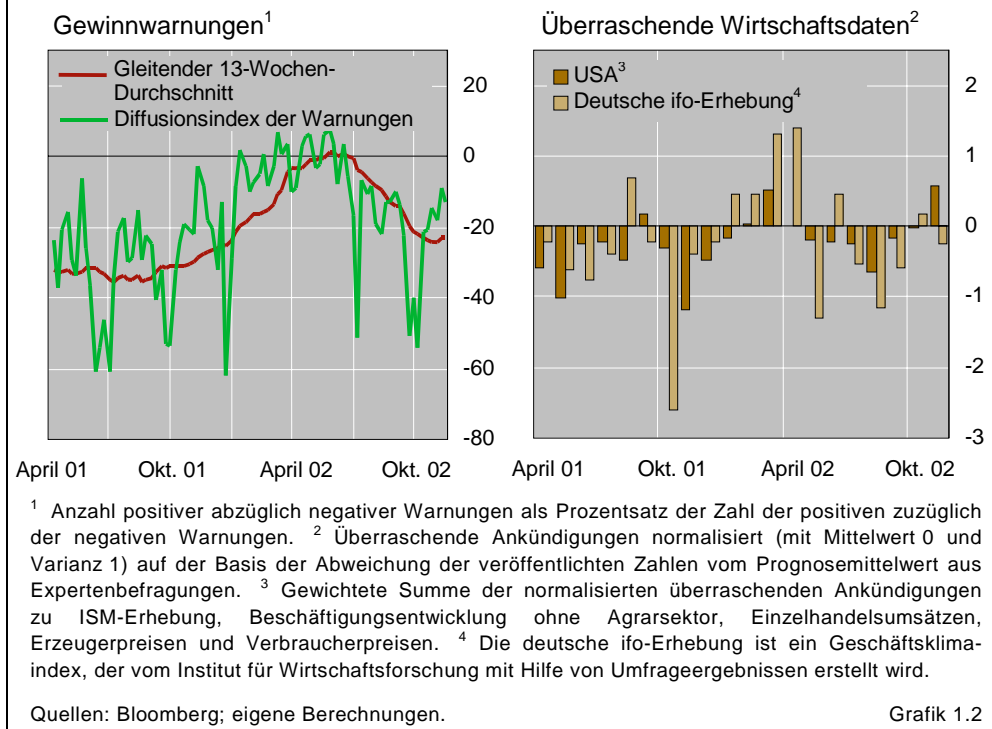
Der Oktober stellte offenbar einen Wendepunkt an den Aktienmärkten der USA und Europas dar. Die Aktienkurse hatten sich seit Mai auf einer Talfahrt befunden, die nur durch eine fünfwöchige Erholung Ende Juli und im August unterbrochen worden war. Der Kursverfall war durch eine Reihe von Ereignissen ausgelöst worden, die das Vertrauen der Anleger zunehmend untergraben hatten, u.a. weltweite politische Spannungen, die Finanzausweiskorrektur von WorldCom sowie immer schlechtere Ertragsausweise von Unternehmen. Der September war für diese Märkte der schlimmste Monat des Jahres; der S&P 500 büsste im Monatsverlauf 11% ein, der DJ Euro Stoxx 18% (Grafik 1.1). In der zweiten Oktoberwoche änderte sich die Stimmung jedoch offenbar, und die Märkte zogen in den folgenden sieben Wochen wieder an. Vom 10. Oktober bis zum 22. November stieg der S&P 500 um 16%, der DJ Euro Stoxx um 18%. Der Markt hatte sich zwar auch Ende Juli und in den ersten drei Augustwochen erholt, doch war jene Erholung offenbar der momentanen Erleichterung zuzuschreiben gewesen, dass ernsthafte „Corporate Governance“-Probleme weniger verbreitet waren als befürchtet. Der jüngste Kursanstieg war gegenüber dem von Juli/August breiter gestreut und offensichtlich die Folge von Erwartungen bezüglich des Wachstums von Unternehmensgewinnen.

Stimmungs-
umschwung im
Oktober ...

Die Stimmung der Anleger besserte sich anscheinend aufgrund der Gewinnmeldungen von einigen wenigen führenden Unternehmen. Am 11. Oktober genügte eine solide Ertragsmeldung von GE und eine günstige Beurteilung von IBM durch einen Analysten, um eine Kaufwelle auszulösen. In jener Woche stieg – nach einer sechswöchigen Talfahrt – der S&P 500 um



Viel beachtete öffentliche Informationen



... trotz Überwiegen von negativen Gewinnwarnungen

4,3%, der NASDAQ Composite um 6,2%. In der folgenden Woche verstärkte sich der Anstieg nach den Gewinnmeldungen einiger grosser Banken. Die europäischen Märkte schlossen dicht zu den US-Märkten auf, und zwar trotz grosser Rückstellungen für Kreditausfälle in deutschen Banken und weiterer Anzeichen problematischer Qualität der Aktiva von Versicherungsgesellschaften. Die positive Gesamtstimmung setzte sich durch, obwohl per Saldo die negativen Gewinnwarnungen immer noch zahlreicher waren als die positiven, wenn sich auch der Abstand zu verkleinern schien (Grafik 1.2). Die gesamtwirtschaftlichen Daten waren zwar vorläufig eher schwächer als erwartet, doch der Optimismus der Anleger schien Recht zu erhalten, als am 14. November starke Einzelhandelsumsätze bekannt wurden. Sie liessen darauf schliessen, dass die US-Verbraucher nach wie vor ausgabefreudig waren. Die Erholung vom Oktober wurde Meldungen zufolge auch durch Bemühungen gestützt, Leerpositionen am Markt – die angeblich ein ungewöhnlich grosses Ausmass erreicht hatten – zu decken. Diese Deckungsgeschäfte könnten die Kursreaktionen auf gute Nachrichten verstärkt haben.

Bankaktien markt-führend

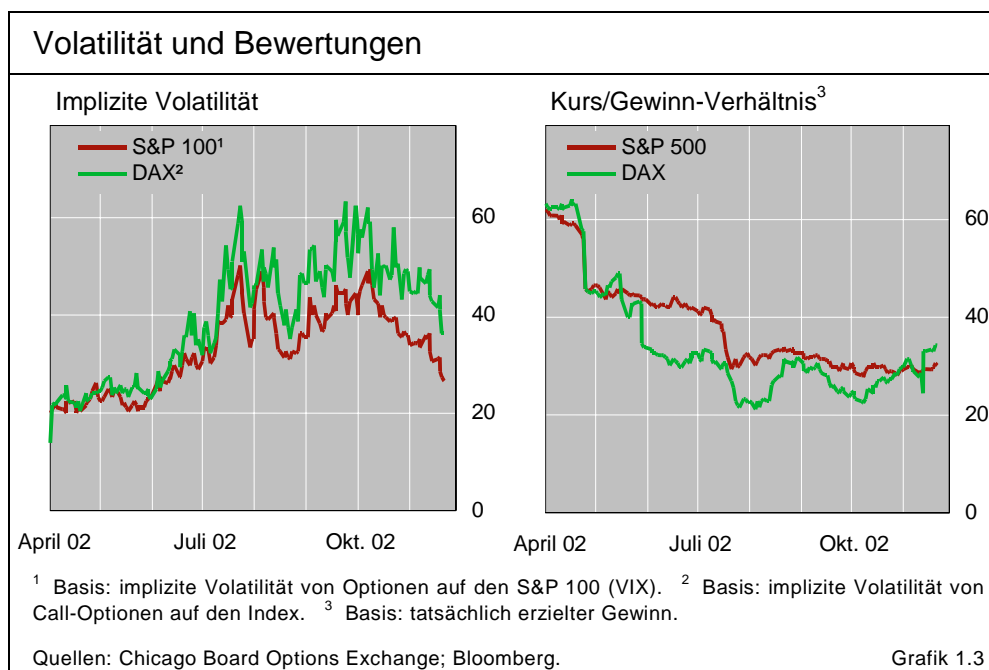
Interessanterweise führten Bankaktien in Europa und in den USA die Markterholung an, während Technologie- und Telekom-Aktien weiterhin zur Volatilität der Märkte beitrugen. Die Bedeutung der Bankaktien als Anführer von Marktentwicklungen in den letzten Monaten war ungewöhnlich. Als die Märkte im September einbrachen, gehörten die Bankaktien zu den am stärksten betroffenen Titeln; in den USA brachen ihre Kurse um 18% ein, in Europa um 19%. Europäische Banken litten besonders stark unter Kreditverlusten sowie unter schlechten Ergebnissen ihrer Versicherungstöchter. Während des siebenwöchigen Kursanstiegs, der am 10. Oktober begann, legten die US-Bankaktien um 31% zu, die europäischen um 21%. Die Erholung dieser

Aktien war darum besonders wichtig, weil sie die Gefahr einer Kreditverknappung minderte, d.h. dass die Banken wegen Drucks an den Kapitalmärkten nur noch zurückhaltend Kredite vergeben würden.

Der Offenmarktausschuss der Federal Reserve (FOMC) nutzte offenbar die Dynamik der Aktienmärkte, um die Wirkung einer Senkung des Leitzinssatzes zu erhöhen. Am 6. November gab der FOMC die überraschend deutliche Senkung des Zielsatzes für Tagesgeld um 50 Basispunkte bekannt. Von 138 Ökonomen, die am Vortag an einer Bloomberg-Umfrage teilgenommen hatten, hatten nur 20 die Senkung um 50 Basispunkte vorausgesagt. Nach anfänglichem Zögern reagierten die Anleger am Aktienmarkt positiv, und der S&P 500 stieg bis zum Tagesende um 1%. Am 18. April 2001 hatte der FOMC einen ähnlichen Schritt getan, als gerade seit zwei Wochen eine Aktienmarktrally im Gang war. Die Zinssenkung erfolgte damals ausserhalb einer planmässigen Sitzung und hatte daher die Marktteilnehmer überrascht; der NASDAQ Composite schnellte an jenem Tag um 8% hoch. Am Tag nach der jüngsten Zinssenkung durch die Fed beschlossen die EZB und die Bank of England, nicht nachzuziehen. Die Verkäufe enttäuschter Anleger führten an jenem Tag an den europäischen Märkten zu Einbussen von 1%.

Nur einer von sieben Ökonomen sieht Fed-Zinsschritt voraus

Die Markterholung vom Oktober und November liess die Aktienbewertungen über der historischen Norm verharren. Bis Mitte November betrug das auf tatsächlich erzielten Gewinnen basierende Kurs/Gewinn-Verhältnis 29 für den S&P 500 und 33 für den DAX (Grafik 1.3), verglichen mit einem historischen US-Durchschnitt von 15. Gleichzeitig blieb die in den Optionen auf Aktienindizes implizierte Volatilität ungewöhnlich hoch, was auf entsprechend beträchtliche Aktienrisikoprämien hindeutet. Wenn diese Risikoprämien tatsächlich hoch wären, hätten sie einen Druck auf die Aktienkurse zur Folge; sie wären somit nicht die Ursache derart hoher Bewertungen. Diese Bewertungen waren also wohl eher auf optimistische Prognosen bezüglich des Gewinnwachstums zurückzuführen. Wird das Kurs/Gewinn-Verhältnis nämlich



Sind Gewinnprognosen vernünftig?

anhand der Gewinnschätzungen der Analysten berechnet, liegt es viel näher am historischen Durchschnitt. Damit stellt sich die Frage, ob diese Gewinnschätzungen vernünftig sind. Gestützt auf ein einfaches BIZ-Modell, das die Renditenstrukturkurven heranzieht, um die Unternehmensgewinne für den US-Markt insgesamt vorauszusagen, scheinen die Schätzungen der Analysten im November insgesamt optimistisch, wenn auch in deutlich geringerem Masse als im August.

Markt von Tokio beurteilt Bank- und Unternehmensreform

Markt schwankt zwischen zwei Reformszenarien

In Japan stand der Aktienmarkt unter dem Einfluss widersprüchlicher Signale über die Aussichten der überfälligen Reform des Finanzsektors. Bei der Interpretation dieser Signale schwankten die Märkte zwischen zwei möglichen Reformszenarien mit recht unterschiedlichen Konsequenzen für die Aktienanleger. In einem grosszügigen Szenario würde die Regierung den notleidenden Banken frisches Kapital auf eine für die Aktionäre günstige Weise zuführen und gleichzeitig dafür sorgen, dass die Eigenkapitalquoten nicht unter die vorgeschriebenen 8% fallen. Im anderen Szenario der „harten Landung“ hätten schärfere Massnahmen ein Sinken der Eigenkapitalquoten zur Folge (s. Kasten auf S. 6) und würden letztlich zu Kapitaleinschüssen führen, die mit einer Ablösung der Bankgeschäftsleitung durch direkte staatliche Kontrolle verbunden wären. Die bestehenden Aktionäre würden den Restwert ihrer Aktien einbüßen. Ferner würde der Konkurs von grossen Unternehmen mit notleidenden Krediten in Kauf genommen, sodass deren Aktionäre den restlichen Optionswert ihrer Aktien verlieren würden.

Zunächst positive Reaktion ...

Die Reaktion der Anleger am Markt von Tokio im September und Oktober hing davon ab, welches Szenario gerade das wahrscheinlichere schien. Die erste – positive – Reaktion des Marktes kam am 18. September, als die Bank of Japan ihre Absicht bekannt gab, den Geschäftsbanken Unternehmensaktien abzukufen. Dadurch erhielt die Erwartung, das grosszügige Szenario werde umgesetzt, Auftrieb, und der Nikkei 225 stieg an jenem Tag um 2%. Die Marktteilnehmer reagierten dann aber am 30. September negativ, als ein Befürworter durchgreifender Reformen zum Leiter der Financial Services Agency ernannt wurde. Die Ernennung löste offenbar Angst vor dem Szenario der „harten Landung“ aus, und die Anleger verkauften Bankaktien sowie die Aktien von Unternehmen, von denen vermutet wurde, dass ein erheblicher Teil der notleidenden Kredite auf sie entfiel. In den folgenden 10 Tagen büsste der Nikkei 225 11% ein und erreichte den tiefsten Stand seit 20 Jahren.

... dann negative

Bankenreform in Japan: Dämpfer für mutige Ideen

Patrick McGuire

Die Marktteilnehmer sahen die Ernennung eines neuen Leiters der Financial Services Agency (FSA) als kühnen Schritt der japanischen Regierung an, der auf eine Lockerung der politischen Sachzwänge bei der Reform des Finanzsektors hindeutete. Unter der Leitung eines langjährigen Befürworters durchgreifender Massnahmen setzte die FSA sogleich eine Task Force ein, die ein Reformpaket ausarbeiten sollte. Als jedoch der Termin für die Offenlegung, der 22. Oktober, näher rückte und Teile der Vorschläge der Task Force in der Presse ausführlich diskutiert wurden, kam es zu einer politischen Gegenreaktion, die zu Kompromissen führte. Ob diese sich letztlich als erheblicher Rückschlag für den Reformprozess erweisen, bleibt abzuwarten.

Starke Reformvorschläge

Der Anstoss für eine Bankenreform dürfte sich aus der Notwendigkeit ergeben, finanzielle Ressourcen in produktive Unternehmen zu leiten. Das Problem der notleidenden Kredite gilt als das wichtigste Hindernis hierfür. Nach amtlichen Schätzungen führen die japanischen Banken in ihren Büchern notleidende Kredite in Höhe von ¥ 47 Bio., rund 8% des BIP; einige Ökonomen schätzen den Betrag allerdings doppelt so hoch ein. Anstatt Problemfirmen den Kredithahn zuzudrehen, wenn sie ältere Kredite nicht tilgen können, gewähren die Banken ihnen neue Kredite, um die Verluste nicht in der Bilanz ausweisen zu müssen. Die ursprünglichen Vorschläge der Task Force, wie sie in der Presse dargelegt wurden, zielten vor allem darauf ab, die Banken dazu zu zwingen, diese Verluste bei der Berechnung ihrer Eigenkapitalbasis auszuweisen, und damit eine effizientere Allokation ökonomischer Ressourcen zu fördern.

Der wahrscheinlich umstrittenste Vorschlag der Task Force betraf Limits für die Einbeziehung von vorgetragene Steuerrückerstattungen in das Kernkapital. Die Banken bilden Reserven für potenzielle Kreditverluste, aber die Verminderung der steuerbaren Erträge tritt erst dann ein, wenn der Schuldner zahlungsunfähig wird. Derzeit kann die erwartete künftige Verminderung des steuerbaren Ertrags (über einen Zeithorizont von 5 Jahren) in der Gewinn- und Verlustrechnung als erwartete Rückerstattung ausgewiesen werden. Diese darf dem Kernkapital zugerechnet werden, sodass die Banken ihre gemessenen Eigenkapitalquoten erheblich vergrössern können. Ende März 2002 verzeichneten grosse japanische Banken vorgetragene Steuerrückerstattungen in Höhe von ¥ 8,1 Bio., was rund 47% des Eigenkapitals der Klasse 1 entsprach (s. Grafik). Bei der Berechnung dieser Aktiva wird jedoch von einem zukünftigen Strom steuerbarer Erträge ausgegangen, von denen die vorgetragene Aktiva abgezogen werden können. Zweifel an solchen Hochrechnungen künftiger Erträge dürften wohl der Grund gewesen sein, dass die Task Force den Beitrag der vorgetragene Steuerrückerstattungen auf 10% begrenzen und den Berechnungshorizont von 5 Jahren auf 1 Jahr verkürzen wollte.

Der Plan der Task Force sah ferner vor, dass die Banken die Kredite zum abgezinsten Barmittelfluss bewerten sollten. Wenn die Wahrscheinlichkeit künftiger Zins- und Tilgungszahlungen berücksichtigt werden muss, wären die Banken gezwungen, das Kreditrisiko zu bewerten, was grössere Rückstellungen für Kreditausfälle zur Folge hätte. Im gleichen Zusammenhang forderte der Plan eine Verstärkung des Kreditklassifizierungssystems. Zur Zeit stufen die Banken Kredite an problematische oder zahlungsunfähige Unternehmen regelmässig als werthaltig oder als „zu überwachende“ Kredite ein. Schätzungsweise 70% der Kredite von bankrotten Unternehmen fielen denn auch ein Jahr vor dem Konkurs in eine dieser Kategorien. Gemäss dem vorgeschlagenen Plan würden solche Kredite strikt als notleidend eingestuft, sodass die Banken noch mehr Rückstellungen für Kreditausfälle vornehmen müssten.

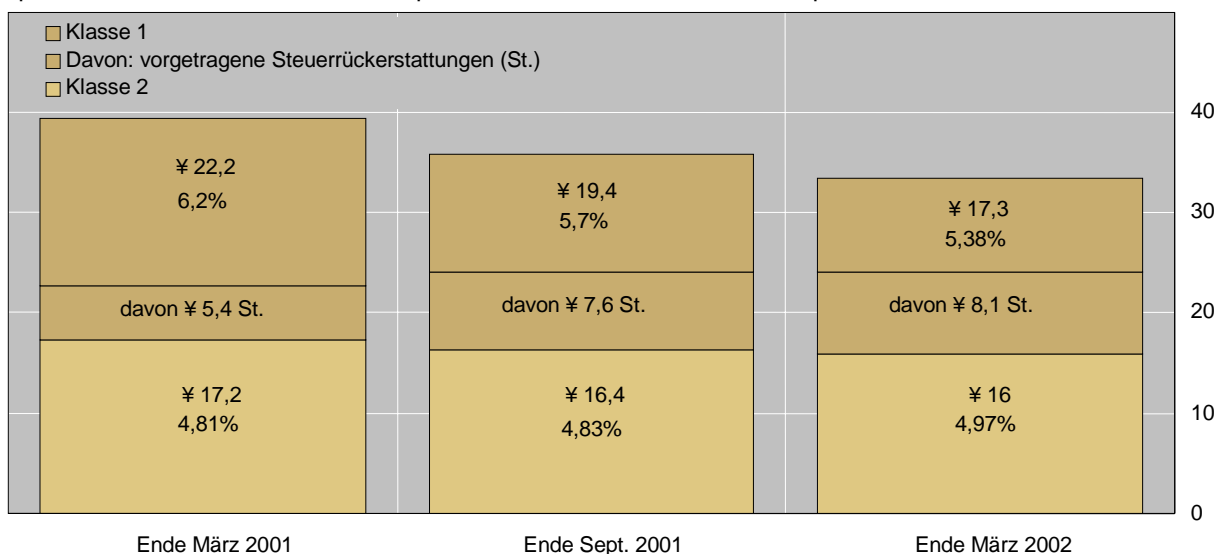
Schliesslich schlug die Task Force vor, vom Staat gehaltene Vorzugsaktien von Banken (ein Ergebnis früherer Kapitaleinschüsse) in Stammaktien umzuwandeln, sodass der Staat in den Banken stimmberechtigt würde. Die Task Force liess darüber hinaus die Möglichkeit zukünftiger Kapitaleinschüsse in Banken mit ungenügendem Eigenkapital offen, was eine Umkehr der Politik des vorherigen Leiters der FSA darstellt.

Eigenkapitalkomponenten in Geschäftsbanken

Risikogewichtete Kapitalquote 11%

Risikogewichtete Kapitalquote 10,53%

Risikogewichtete Kapitalquote 10,34%



Anmerkung: Alle Angaben in Bio. Yen. Die Prozentsätze geben das Verhältnis zu den risikobereinigten Aktiva an.

Quelle: Bank of Japan.

Widerstand von Betroffenen

Angesichts heftigen Widerstands aus Unternehmens- und politischen Kreisen musste die FSA die Veröffentlichung ihres Reformplans verschieben. Namentlich wurde vielfach die Besorgnis geäußert, die Umsetzung des Plans werde die Eigenkapitalquote vieler Banken unter die vorgeschriebenen 8% drücken, und möglicherweise wären ein schwächeres Kreditwachstum und wachsende Arbeitslosigkeit die Folgen. Darüber hinaus brachten mehrere Ökonomen des privaten Sektors vor, die Banken würden auf die Obergrenze von 10% für vorgetragene Steuerrückstellungen mit Rationalisierungsmassnahmen reagieren, was ähnliche Effekte haben würde. Anstatt die Kredite zahlungsunfähiger Unternehmen zu kündigen (wodurch die Banken gezwungen wären, Verluste auszuweisen), würden sie die Kredite an solide Unternehmen kürzen, was eine Dämpfung der Wirtschaftstätigkeit zur Folge hätte. Mitglieder der regierenden Liberaldemokratischen Partei befürchteten, die Vorschläge der FSA würden zu einer „harten Landung“ führen, wenn nicht gleichzeitig staatliche Fördermassnahmen den Schlag dämpften. Ferner wurde eingeräumt, dass die Unternehmenskonkurse, die die Folge wären, wahrscheinlich auch Baufirmen betreffen, die traditionell enge Verbindungen zur Regierung haben.

Entstehen eines Kompromissplans

Der von der Task Force für notleidende Kredite am 30. Oktober schliesslich veröffentlichte Plan war ein Kompromiss. Alle oben erwähnten wichtigen Reformmassnahmen wurden in der offiziellen Pressemitteilung der FSA einzeln erörtert. Sie hatten jedoch lediglich die Form dringlicher Empfehlungen, während harte Zahlen und Termine für die Umsetzung zumeist fehlten.

Der Plan sieht die Halbierung der notleidenden Kredite bis März 2005 vor und skizziert eine potenziell bedeutendere Rolle für die Resolution and Collection Corporation (RCC). Zur Frage der Abgabe notleidender Kredite an die RCC wurde in der Pressemitteilung jedoch vermerkt, dass wo nötig finanzielle Massnahmen geprüft würden. Darüber hinaus enthielt sie eine entschiedene Stellungnahme zur Frage der vorgetragenen Steuerrückstellungen. Zunächst wurde vermerkt, die FSA werde die Behandlung vorgetragener Steuerrückstellungen genau prüfen und auch rasch die Frage der Obergrenze angehen; dann wurde ein Prüfungsverfahren beschrieben, in dessen Rahmen die FSA die externen Revisoren dazu anhalten wird, die vorgetragenen Steuerrückstellungen besonders streng zu prüfen und genau darauf zu achten, dass diese Aktiva korrekt verbucht werden. Von einer sofortigen Einführung der Obergrenze für die Anrechnung solcher Aktiva an das Eigenkapital war jedoch nicht die Rede, und es fehlte auch ein klarer Zeitplan für die Umsetzung.

Ferner sollen die Standards für die Kreditklassifizierung und die Rückstellungen weiter verschärft werden, und konkrete Verfahren für den Übergang zu einer Bewertung zum abgezinsten Barmittelfluss sollen so rasch wie möglich geprüft werden. Untersucht werden derzeit ausserdem ein Plan zur Förderung einer strengen Bewertung von Sicherheiten sowie die Vorschrift, dass die Geschäftsleitung mit ihrer Unterschrift die Richtigkeit von Finanzausweisen bestätigt. Was überdies die Umwandlung von Vorzugsaktien betrifft, will die FSA so rasch wie möglich die entsprechenden operativen Richtlinien verbessern, damit die Vorzugsaktien dann umgewandelt werden, wenn sie Kriterien wie Fälligwerden oder erhebliche Verschlechterung der Geschäftsbedingungen erfüllen.

Derzeit völlig unklar ist, ob das Fehlen fester Termine zu erheblichen Verzögerungen bei der Umsetzung des Plans führen wird. Dass die FSA am 10. November einen revidierten Wert für die notleidenden Kredite veröffentlichte, der um 36% über der vorherigen Schätzung der Banken liegt, lässt auf ein Andauern der politischen Schlacht schliessen; die Reform könnte somit noch drastischer ausfallen. Die FSA veröffentlichte denn auch am 29. November einen Zeitplan, der den Beginn einer Debatte über die Obergrenze für vorgetragene Steuerrückerstattungen innerhalb eines Monats vorsah. Sie gab ferner bekannt, dass die Entscheidung über die Bewertung zum abgezinsten Barmittelfluss bis zum Ende des Geschäftsjahres fallen werde. Viel hängt vom Ermessensspielraum ab, über den die FSA jetzt verfügt, und davon, wie entschlossen sie ihn in der Zukunft nutzen wird.

Festzinsmärkte durch Aktienmärkte ermutigt

Die Zeit von März bis September 2002 war geprägt von sinkendem Vertrauen an den Festzinsmärkten. Auf eine Welle schwacher gesamtwirtschaftlicher Daten reagierten Anleger in den USA, Europa und Japan mit einer Abwanderung an das lange Ende der Renditenstrukturkurve. Da die kurzfristigen Sätze an die Notenbanksätze gekoppelt sind, verflachten sich die Kurven infolge des durch diese Anlegerreaktion ausgelösten Rückgangs der langfristigen Sätze (Grafik 1.4). Dieses Schwinden des Optimismus – wie es sich in den immer flacheren Kurven zeigt – hielt auch noch an, als die Aktienmärkte Ende Juli und im August wieder anzogen.

Obwohl die Renditenstrukturkurven in Europa und den USA flacher wurden, zeigten sie nach wie vor einen gewissen Optimismus hinsichtlich der Weltwirtschaft an. Insbesondere die US-Swapkurve blieb im Vergleich zu ihrer durchschnittlichen Neigung in den Vorjahren steil, was auf anhaltende Erwartungen eines kräftigen Wachstums in den USA hindeutete. Besonders steil war die Neigung im März 2002, als die Differenz zwischen der 10-Jahres-Swaprendite und dem 90-Tage-LIBOR am US-Dollar-Markt fast 400 Basispunkte und am Euro-Markt fast 200 Basispunkte betrug (Grafik 1.4). Aufgrund früherer Erfahrungen könnte aus so steilen Kurven geschlossen werden, dass die Anleger für die US-Wirtschaft mit einer Wachstumsrate von beinahe 6% in den kommenden vier Quartalen und für den Euro-Raum mit gut 2% im selben Zeitraum rechnen. Ab April verflachte sich die US-Kurve erheblich stärker als die Euro-Kurve. Ende September wiesen beide Kurven zudem eine negative Neigung am kurzen Ende auf, was auf kurzfristige Erwartungen einer monetären Lockerung hindeutet.

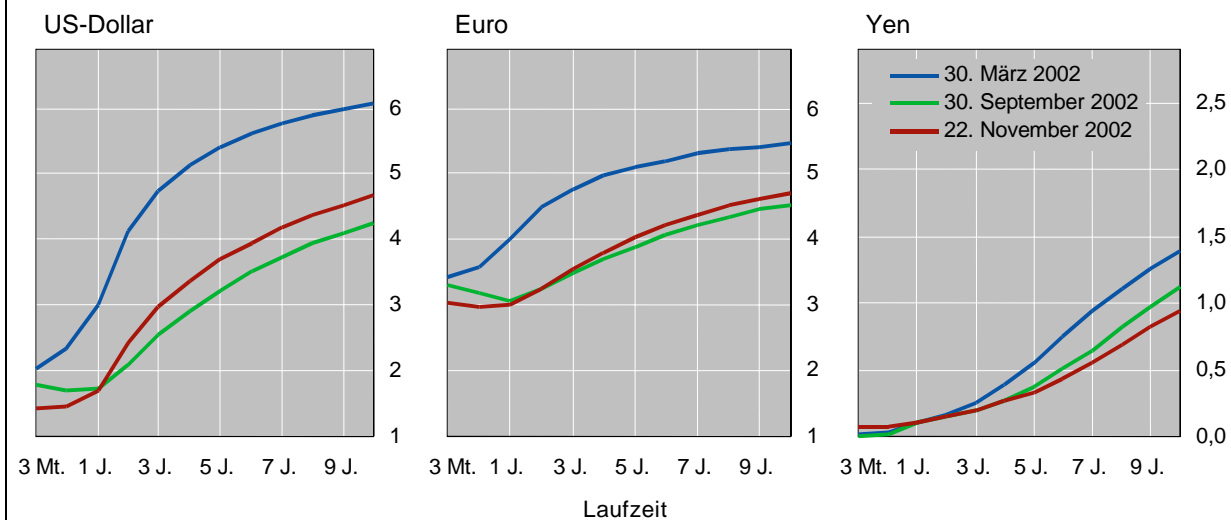
Im Oktober begannen die Anleger an den Festzinsmärkten in Europa und den USA wieder Vertrauen in die Stärke der Weltwirtschaft zu zeigen. Anders als im Juli und August liessen sie sich nun offenbar nicht mehr von den

Weiterhin relativ steile Renditenstrukturkurven

Wieder erwachtes Vertrauen auch an den Festzinsmärkten

Renditenstrukturkurven für Zinsswaps

Prozent



Anmerkung: LIBOR-Sätze für 3 Monate, 6 Monate und 12 Monate.

Quelle: Bloomberg.

Grafik 1.4

jüngsten gesamtwirtschaftlichen Daten beeindruckten, sondern reagierten gleich wie die Aktienanleger auf einige wenige positive Ertragsmeldungen von Unternehmen. Die Renditenstrukturkurven wurden deutlich steiler. Die Rücknahme des US-Leitzinssatzes um 50 Basispunkte am 6. November senkte nicht nur das kurze Ende der Kurve ab, sondern löste auch einen weiteren Anstieg am langen Ende aus. In der Zeit vom 10. Oktober bis zum 22. November weitete sich der Abstand zwischen dem 10-Jahres-Swapsatz und dem 90-Tage-LIBOR am US-Dollar-Markt um 68 Basispunkte aus, am Euro-Markt um 24 Basispunkte. Die Neigung dieser Kurven Mitte November implizierte Erwartungen eines Vier-Quartals-Wachstums von nahezu 5% für die US-Wirtschaft und fast 2% für den Euro-Raum. Eine ähnlich hohe Wachstumsrate, nämlich 8,3%, hatte die US-Wirtschaft letztmals in den letzten drei Quartalen von 1982 und im ersten Quartal 1983 verzeichnet. Der erstarkte Optimismus erstreckte sich jedoch offenbar nicht auf die japanische Wirtschaft; dort gingen die langfristigen Sätze erneut zurück, und die Kurve flachte sich weiter ab.

In Japan steigen Anleiherenditen bisweilen bei sinkenden Aktienkursen

In Japan wiesen die Anleiherenditen zwar eine sinkende Tendenz auf, doch im September und Oktober stiegen sie bisweilen und wichen damit von der Aktienkursentwicklung ab. Dies geschah jeweils an den Tagen, die unmittelbar auf Ankündigungen zur Reformpolitik hinsichtlich des Finanzsektors folgten. Die abweichende Entwicklung war offenbar auf die erwarteten Effekte der wechselnden fiskalischen Konsequenzen der Bankenreform auf das Angebot an Staatsanleihen zurückzuführen. Am 2. Oktober ernannte der neue Minister für das Finanzwesen und Leiter der Financial Services Agency einen gleichgesinnten Befürworter durchgreifender Reformen zum Vorsitzenden der Task Force für notleidende Kredite. Diese Ernennung gab den Anleiherenditen

Auftrieb, während die Aktienkurse einbrachen. Offenbar wurde nun eine erhebliche Kapitalzufuhr in den Bankensektor für wahrscheinlich gehalten, die letztlich mittels Staatsanleihen finanziert würde. Fünf Tage später drifteten Anleiherenditen und Aktienkurse noch weiter auseinander, als der Leiter der Financial Services Agency verkündete, keine Bank sei zu gross, um nicht gerettet zu werden. Die beiden Ereignisse veranlassten die Anleger offenbar zu dem Schluss, dass die Regierung ihr Versprechen, den Absatz neuer japanischer Staatsanleihen 2002 unter ¥ 30 Bio. zu halten, brechen müsse. Am 21. Oktober entwickelten sich Anleiherenditen und Aktienkurse erneut auseinander, als bekannt wurde, dass der Reformplan der Task Force verzögert würde. Diese Verzögerung wurde vorläufig als Signal interpretiert, dass nun der Ansatz einer „harten Landung“ verfolgt würde.

Risiken am Markt für Unternehmensanleihen durch Deckungslücken bei Betriebsrentenplänen verschärft

An den Märkten für Unternehmensanleihen war der neue Optimismus an den Aktienmärkten ebenfalls spürbar. Im Mai begannen sich die Renditedifferenzen auf Unternehmensanleihen im Gleichschritt mit den Aktienkursen zu verändern. Während der S&P 500 in der Zeit von Mai bis September 25% einbüsste, weitete sich der durchschnittliche Renditenaufschlag 7- bis 10-jähriger US-Unternehmensanleihen mit BBB-Rating gegenüber den entsprechenden Schatzanleihen um rund 70 Basispunkte aus. Als sich die Aktienmärkte im Oktober erholten, blieb die Verknüpfung mit dem Markt für Unternehmensanleihen bestehen: Der Aufschlag für BBB-Anleihen ging um rund 85 Basispunkte zurück, während der Aktienindex vom 10. Oktober bis zum 22. November um 16% stieg. Am Unternehmensanleihemarkt des Euro-Raums war ein ähnlicher, wenn auch weniger ausgeprägter Effekt zu beobachten. Der Anstieg des DJ Euro Stoxx um 18% war von einem Rückgang des BBB-Aufschlags in Europa um 25 Basispunkte begleitet. Dieser Rückgang der Renditenaufschläge war den Schuldnern besonders willkommen, da der US-Markt für Commercial-Papier-Schuldnern mit niedrigem Rating nach wie vor verschlossen war (Grafik 1.5).

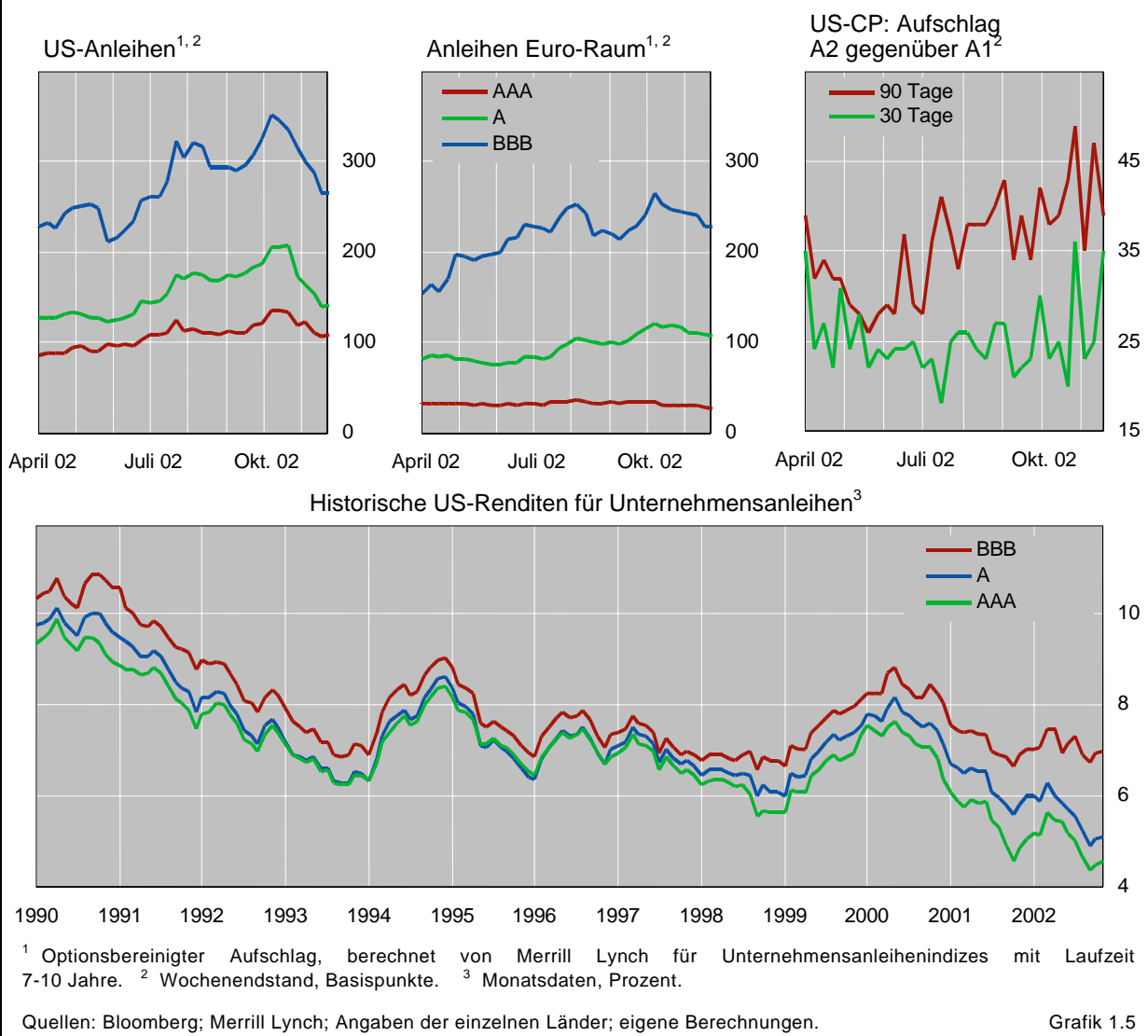
Auffallend an der negativen Korrelation zwischen Renditenaufschlägen auf Unternehmensanleihen und Aktienkursen im Jahr 2002 war ihre Stetigkeit. Eine solche Korrelation war zwar schon beim Aktienkurseinbruch im Jahr 2000 beobachtet worden, doch hatte sie damals nur einige wenige Monate bestanden. In jüngster Zeit scheint die Verknüpfung der Bewertungen an den beiden Märkten stärker geworden zu sein. Es bestehen Hinweise, dass Hedge-Fonds und Versicherungsgesellschaften vor kurzem damit begonnen haben, dynamische Absicherungsstrategien zu verfolgen, in deren Rahmen sie Leerpositionen in Aktien von Unternehmen eingehen, denen gegenüber sie Kreditengagements haben. Solche Engagements können durch Anlagen in Unternehmensanleihen oder durch Verkauf von Kreditschutz mittels Credit-Default-Swaps entstehen. Diese Absicherungsstrategie hat möglicherweise die

Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen rückläufig ...

... bei steigenden Aktienkursen

Kreditrisiken mit Aktien abgesichert

Renditeaufschläge auf Unternehmensanleihen und CP



Verbindung zwischen Aktien- und Anleihekursen verstärkt, indem sie eine Rückkoppelung von den Renditeaufschlägen auf Anleihen zu den Aktienrenditen bewirkte.

Ungeachtet der allgemeinen Verbesserung der Kreditkonditionen wurden die Mittelbeschaffungsmöglichkeiten einiger Unternehmen durch einen zunehmend wahrgenommenen neuen Risikofaktor beeinträchtigt: Deckungslücken bei den Betriebsrentenplänen. Der Rückgang der Aktienkurse seit 2000 verursachte schwere Verluste bei den Betriebsrentenplänen der Unternehmen, bei denen Aktieninvestitionen einen Grossteil des Portfolios ausmachen (s. Kasten auf S. 12). Die dadurch entstehenden Deckungslücken waren bei den Betriebsrentenplänen von Automobilherstellern, Fluggesellschaften und Telekommunikationsunternehmen besonders gravierend. In den USA, wo bei der Bilanzierung solcher Deckungslücken ein erhebliches Mass an Glättung erlaubt ist, hat sich dadurch möglicherweise das Erkennen des Problems verzögert. Um den Umfang dieses Risikofaktors abzuschätzen, führte Standard & Poor's im Juni eine spezielle Erhebung bei den Firmen des S&P-500-Index

durch. Im Oktober stufte die Rating-Agentur zwei grosse US-Automobilhersteller mitsamt ihren Finanztöchtern herab, und zwar zumindest teilweise wegen der Höhe der Deckungslücken in den Betriebsrentenplänen. Besonders hart waren die Herabstufungen für die Finanztöchter. Sie sind für ihre Mittelbeschaffung stark auf die Kapitalmärkte angewiesen, und frühere Herabstufungen hatten ihnen schon den Commercial-Paper-Markt verschlossen.

Deckungslücken in Betriebsrentenplänen beeinträchtigen Bonität

Die Auswirkungen der Kreditzinsspannen auf die Mittelbeschaffung der Unternehmen waren im dritten Quartal besonders deutlich. Der Nettoabsatz internationaler festverzinslicher Schuldtitel fiel um 42% gegenüber dem Vorquartal, in relativer Betrachtung so stark wie seit der Russland-Krise von 1998 nicht mehr. Vor allem Finanzinstitute in den USA, Frankreich und Spanien verringerten ihre Nettomittelaufnahme am internationalen Markt für Schuldtitel drastisch. Grosse US-Finanzinstitute beispielsweise reduzierten ihre Kreditaufnahme um zwei Drittel. Da die Verringerung der Mittelaufnahme zu einem Zeitpunkt eintrat, als die Renditenaufschläge für Unternehmen besonders gross waren, dürfte sie zumindest teilweise einem knapperen Mittelangebot zuzuschreiben gewesen sein. Der Markt für Unternehmensanleihen war 2001 der grösste Lichtblick unter den Kapitalmärkten gewesen und ist nun offenbar der letzte, an dem das Klima härter wird.

Betriebsrentenpläne mit Deckungslücken und Unternehmenserträge

Jacob Gyntelberg

Der jüngste Einbruch der Aktienkurse hat Besorgnis über seine Wirkung auf Betriebsrentenpläne und auf die Unternehmenserträge geweckt. Für viele Systeme mit Leistungsprimat haben die Kursverluste zu Deckungslücken geführt, d.h. der Marktwert der Aktiva des Betriebsrentenplans ist unter den Wert der versicherungsmathematischen Verbindlichkeiten gefallen. Im Gegensatz zu Systemen mit *Beitragsprimat* sollen Systeme mit *Leistungsprimat* den spezifizierten künftigen Wert der Leistungen garantieren; die Verbindlichkeiten des Systems werden damit festgeschrieben, und es stellt sich das Problem ihrer Finanzierung. Besorgniserregend sind auch komplexe Rechnungslegungsstandards, die oft die Verbindung zwischen der Finanzierung des Betriebsrentenplans und der Ertragslage des Unternehmens verschleiern. In diesem Kasten wird dieses Problem für das Vereinigte Königreich, die USA und die Niederlande erörtert; diese Länder wurden ausgewählt, weil Betriebsrentenpläne mit Leistungsprimat dort einen wichtigen Teil der Altersvorsorge bilden. Ausserdem sind für diese Länder vergleichbare Informationen verfügbar, obwohl länderübergreifende Vergleiche wegen erheblicher Unterschiede bei den Rechnungslegungsstandards generell schwierig sind.

Das Ausmass der Deckungslücken

Die derzeitigen Deckungslücken sind hauptsächlich auf die gefallen Preise von Vermögenswerten zurückzuführen. In den letzten zehn Jahren änderten die Trägerschaften der Betriebsrentenpläne mit Leistungsprimat in den drei Ländern ihre Anlagestrategie dahingehend, dass immer höhere Beträge in Aktien investiert wurden. Damit hofften sie, eine vermeintlich hohe Aktienrisikoprämie zu nutzen. Bis Ende 2001 hatten britische Betriebsrentenfonds einen Aktienanteil von rund 70%, US-Betriebsrentenfonds 60% und niederländische Betriebsrentenfonds 40%. Auf der Passivseite liegt der Hauptunterschied zwischen den Betriebsrentenfonds in den drei Ländern im Diskontierungsfaktor, der zur Berechnung des Barwerts der Verbindlichkeiten verwendet wird. Dieser reicht von 3,5% in den Niederlanden bis zu 7,5% in den USA (wo er einen niedrigeren geschätzten Wert der Verbindlichkeiten impliziert). In den USA und dem Vereinigten Königreich sind die Diskontierungssätze mit Zinssätzen verknüpft, nicht aber in den Niederlanden.

Infolgedessen sehen sich die britischen Betriebsrentenpläne insgesamt mit grösseren Deckungslücken konfrontiert. Schätzungen gehen von einem Defizit von rund £ 70 Mrd. aus, was rund 7% des BIP oder 10% der Aktiva der Betriebsrentensysteme entspricht; 90% der Betriebsrentensysteme weisen Deckungslücken auf.

Für US-Unternehmen bestand offenbar Ende 2001 insgesamt kein Deckungslückenproblem. Da den Finanzausweisen nicht genügend Informationen entnommen werden konnten, um das Ausmass möglicher Probleme abzuschätzen, führte Standard & Poor's eine Sondererhebung durch. Diese kam zu dem Befund, dass der Deckungsgrad insgesamt im ersten Halbjahr 2002 von 100% auf 94% sank. Ausserdem hatte die Zahl der Betriebsrentenfonds mit niedrigem Deckungsgrad stark zugenommen. Für die in der Erhebung erfassten Unternehmen, auf die zwei Drittel der Gesamtvermögen von Betriebsrentenplänen mit Leistungsprimat entfallen, bestand Ende Juni 2002 eine geschätzte Deckungslücke von \$ 65 Mrd. Dies entspricht einem Defizit von rund \$ 100 Mrd. für alle US-Unternehmen zusammen, was rund 1% des BIP oder rund 6% des Gesamtvermögens aller Betriebsrentenfonds entspricht. Das Problem erhält dadurch zusätzliches Gewicht, dass es sich auf 10 Firmen konzentriert, auf die 57% der gesamten Deckungslücke entfallen. Sechs von ihnen gehören der Automobil- oder der Luftfahrtbranche an; diese beiden Branchen haben tendenziell grosse Betriebsrentenpläne mit zahlreichen Leistungsbezügen.

Für die niederländischen Betriebsrentenfonds insgesamt wird der Deckungsgrad per Ende 2002 auf rund 112% geschätzt. Rund ein Drittel von ihnen weist jedoch Deckungslücken auf. Das Defizit dieser Fonds wird auf etwa € 23 Mrd. geschätzt, was rund 5% des BIP oder 5% der gesamten Aktiva von Betriebsrentenfonds entspricht.

Auswirkungen auf ausgewiesene Erträge und auf Ratings

Die Auswirkungen der Ergebnisse eines Betriebsrentenfonds auf die Ertragslage eines Unternehmens hängt davon ab, wie der Fonds in die Bilanz einbezogen wird. Bei einer Vollkonsolidierung und Bilanzierung zu Marktwerten durch den Fonds würde sich jede Veränderung des Deckungsgrads unmittelbar in den Erträgen des Trägerunternehmens niederschlagen. In keinem der drei betrachteten Länder ist jedoch eine solche Vollkonsolidierung und Bilanzierung zu Marktwerten üblich. Britische und niederländische Unternehmen konsolidieren im Allgemeinen ihre Betriebsrentenpläne nicht voll in ihrem Finanzausweis, und sie legen nur wenig Informationen über diese Fonds offen. Eine solche Praxis erschwert die Beurteilung der Auswirkungen auf die Erträge. Allerdings weisen Unternehmen, die Barmittel in ihre Betriebsrentenpläne einschliessen, um den Deckungsgrad zu erhöhen, niedrigere Erträge aus; oft entspricht dies einer regulatorischen Vorschrift. Da für britische und niederländische Firmen nur begrenzt Daten verfügbar sind, werden im Folgenden vor allem die Auswirkungen auf die Erträge von US-Firmen betrachtet.

In den USA wird die Verknüpfung von Ertragslage und Deckungslücken im Betriebsrentenplan durch die Methode verschleiert, die zur Konsolidierung des Betriebsrentenfonds in die Gewinn- und Verlustrechnung angewandt wird. Die Konsolidierung erfolgt, indem die Differenz zwischen angenommenen und tatsächlichen Renditen über mehrere Jahre amortisiert wird, unter Berücksichtigung von Veränderungen des Barwerts der Verbindlichkeiten. Die angenommenen Renditen werden unter Verwendung einer erwarteten Rendite, meist etwa 9-10%, sowie eines Durchschnitts der bisherigen Werte der Aktiva über maximal 5 Jahre berechnet. Wenn wie jetzt die Aktienkurse eine Zeitlang erheblich gesunken sind, hat diese Art des „Glättens“ zur Folge, dass die Vermögenswerte im Vergleich zum Marktwert überbewertet sind. Dies führt zu einer überhöhten Einschätzung der Erträge des Betriebsrentenfonds und damit auch zu einer Verzögerung des Einfließens der Deckungslücke in den Ertragsausweis des Unternehmens. Mit der Zeit nähert sich jedoch der geglättete Wert der Fonds-Aktiva den gesunkenen Aktienkursen an, wodurch sich allmählich die ausgewiesenen Erträge des Fonds verringern. Würde die angenommene Rendite, die zur Berechnung des Ertrags des Betriebsrentenfonds verwendet wird, gesenkt, hätte dies einen Rückgang der ausgewiesenen Erträge des Fonds zur Folge. Darüber hinaus bestehen Vorschriften, wonach Unternehmen, deren Betriebsrentenpläne grosse Deckungslücken aufweisen, Barmittel einschliessen müssen, was sich unmittelbar negativ auf ihre ausgewiesenen Erträge auswirkt.

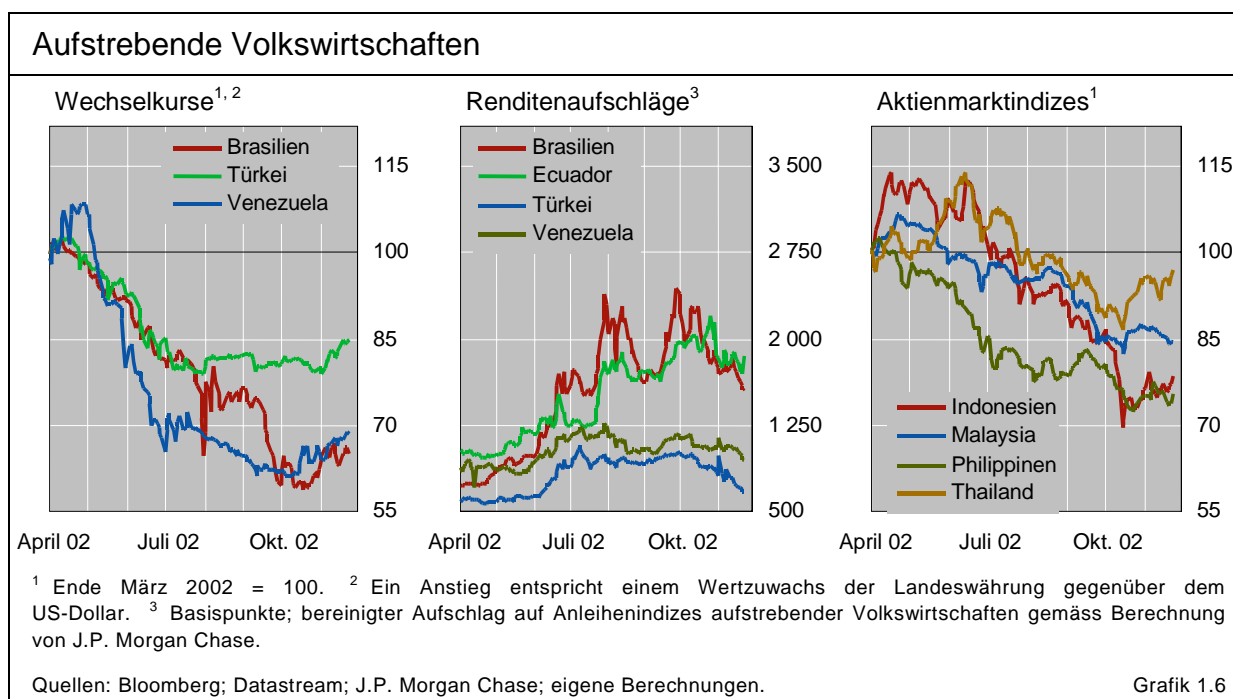
Standard & Poor's hat errechnet, dass im 12-Monats-Zeitraum bis Ende Juni 2002 die Betriebsrentenfonds der Firmen im S&P-500-Index im Durchschnitt \$ 6,54 zum Gewinn pro Aktie beitrugen bzw. rund 25% des Ertrags ausmachten. Besonders hoch waren die Beiträge im Industrie- und Telekom-Sektor. Die Ertragsdaten zeigen ebenfalls erhebliche Branchenunterschiede an. Im Allgemeinen leisteten die Betriebsrentenfonds dieser Firmen einen positiven Beitrag zu den ausgewiesenen Erträgen, obwohl die tatsächliche Rendite des Fondsvermögens negativ war.

Ein Betriebsrentenplan mit Deckungslücke erhöht effektiv die Verbindlichkeiten und damit den Verschuldungsgrad eines Unternehmens. Dies kann unter Umständen Folgen für seine Bonität haben und seine Finanzierungskosten erhöhen. Im Oktober senkte Standard & Poor's z.B. das langfristige Rating für Schulden von Ford und General Motors (GM) wie auch von deren Finanztöchtern. Für GM wurde als Hauptgrund die schlechte Rendite des Betriebsrentenplans genannt, die eine schon grosse, ungenügend gedeckte Betriebsrentenverbindlichkeit noch zusätzlich hätte ansteigen lassen. Bei Ford wurde die Herabstufung vor allem mit Bedenken über die Angemessenheit der derzeitigen Umstrukturierung des Unternehmens begründet.

Politische Entwicklungen prägen das Geschehen in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Für die Anleger in aufstrebenden Volkswirtschaften waren die Gewinnaussichten der Unternehmen weniger wichtig als politische Entwicklungen. Die Präsidentenwahlen in Brasilien und der Türkei, Beitrittsverhandlungen mit der Europäischen Union und ein Terroranschlag in Südostasien wogen schwer in den Anlageentscheidungen. Internationale politische Debatten über strukturelle Änderungen des Marktes für Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften, z.B. die Einführung eines formellen Mechanismus für die Umschuldung staatlicher Verbindlichkeiten, erhöhten laut Angaben einiger Marktteilnehmer ebenfalls die Unsicherheit und drückten auf die Anlegerstimmung.

Besonders aufmerksam wurden die Entwicklungen in Brasilien verfolgt. Die Anleger machten sich im Mai zunächst Sorgen, dass ein Befürworter einer gegenüber Anlegern unfreundlichen Politik zum Präsidenten gewählt werden könnte. Im Laufe der nächsten sechs Monate weitete sich der bereinigte Aufschlag auf die brasilianische C-Anleihe um 890 Basispunkte aus, und der brasilianische Real büsste an den Devisenmärkten 35% ein (Grafik 1.6). Im Oktober wurde klar, dass dieser Kandidat gewählt werden würde. Nachdem er



Dank Wahlversprechen sinkt Renditenaufschlag um 470 Basispunkte

jedoch wiederholt zugesichert hatte, eine marktfreundliche Politik verfolgen zu wollen, verengte sich der Renditenaufschlag auf Staatspapiere wieder um fast 470 Basispunkte; der Real verharnte allerdings nahe seinem Niveau vom September. Selbst wenn sich die Aufschläge letztlich weniger stark ausgeweitet haben, bleibt jedoch die Frage, ob die Schuldenlast des Landes langfristig tragbar ist. Es bleibt abzuwarten, ob konkretere Zeichen einer marktfreundlichen Politik die Stimmung der Anleger weit genug verbessern werden, um die Wirtschaft auf einen nachhaltigen Wachstumspfad zu bringen.

Auch in anderen lateinamerikanischen Ländern trug die Unsicherheit über den künftigen Kurs der staatlichen Politik zu volatilen Marktbedingungen bei. Bedenken hinsichtlich bestimmter Kandidaten in den Präsidentenwahlen Ecuadors führten dazu, dass sich die Renditenaufschläge auf den internationalen Anleihen des Landes ähnlich wie die von Brasilien entwickelten. Die Aufschläge für Venezuela wurden von der Entwicklung in Brasilien weniger stark beeinflusst; die Aufmerksamkeit der Anleger galt vor allem den Aussichten des derzeitigen Präsidenten, im Amt zu bleiben. In Argentinien verschärfte das Scheitern der Verhandlungen mit dem IWF über ein neues Wirtschaftsprogramm die Spillover-Effekte aus Brasilien.

Klare Mehrheit in der Türkei hilfreich

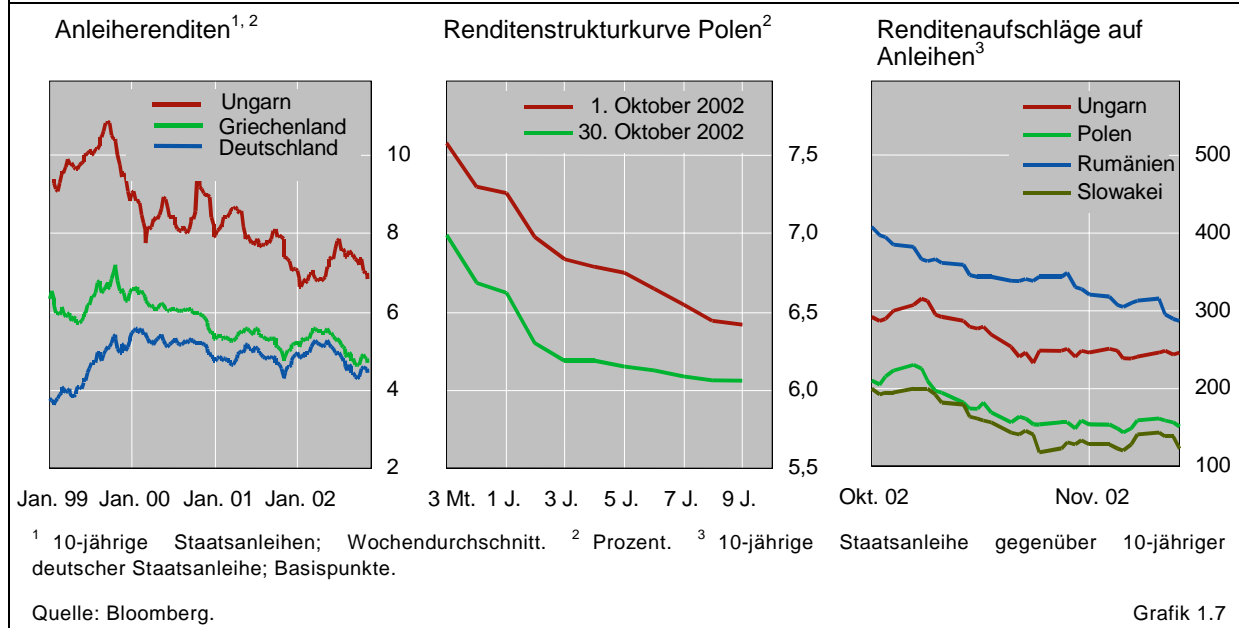
Im Gegensatz zu Brasilien beunruhigten die Wahlen in der Türkei die Anleger nicht. Vor der Wahl verpflichtete sich die bisher stärkste Partei zur Einhaltung der Steuerziele und Reformmassnahmen im IWF-Programm für die Türkei. Die darauf folgende Wahl einer Partei mit einer klaren Mehrheit im Parlament stärkte das Vertrauen der Anleger in die Fähigkeit der Regierung, ihre Versprechen zu halten. Nur eine Woche nach der Wahl, Anfang November, nutzte die Regierung denn auch das Engerwerden der Renditenaufschläge, um am internationalen Anleihemarkt \$ 500 Mio. aufzunehmen.

Die dramatischste Entwicklung in Asien war der Bombenanschlag in Bali am 12. Oktober. Der Terroranschlag drückte einige Wochen lang den Aktienmarkt von Jakarta und kurzfristig auch die Märkte von Bangkok und Kuala Lumpur. Der Markt von Jakarta büsste in den zwei Handelstagen nach dem Anschlag 9% ein, derjenige von Bangkok 1% und von Kuala Lumpur 2% (Grafik 1.6). Bangkok und Kuala Lumpur machten jedoch ihre Verluste innerhalb von vier Tagen wieder wett. Der Aktienmarkt von Jakarta erreichte erst Mitte November wieder den Stand vor dem Anschlag. An den anderen asiatischen Aktienmärkten war keine Wirkung erkennbar.

Konvergenzhändler reagieren auf irische Abstimmung

Auch in Mittel- und Osteuropa beeinflussten politische Entwicklungen die Finanzmärkte. Die wichtigsten Ereignisse fanden im Oktober statt. Am 19. Oktober nahm Irland in einer Abstimmung den Vertrag von Nizza an. Eine Woche später einigte sich der Rat der Europäischen Union in einer Sondersitzung über den finanziellen Rahmen der EU-Erweiterung mit dem Beitritt von 10 neuen Mitgliedsländern. Da Anleger an den Festzinsmärkten eine Konvergenzstrategie verfolgten, sank die Rendite 10-jähriger ungarischer Staatsanleihen in Landeswährung im Laufe des Monats um 30 Basispunkte, die der entsprechenden polnischen Anleihen um 20 Basispunkte (Grafik 1.7). In den Beitrittsländern tendierte die ganze Renditenstrukturkurve nach unten. Die durch den Konvergenzhandel nach Ungarn fliessenden Kapitalströme waren

Osteuropäische Konvergenz



offenbar so umfangreich, dass sich der Forint gegenüber dem Euro aufwertete. Der Rückgang der Zinssätze schlug sich auch in den Renditenaufschlägen auf Anleihen von Ländern wie z.B. Rumänien nieder, die als wahrscheinlichste Kandidaten für die zweite EU-Erweiterungsrunde gelten. Ein ähnliches Entwicklungsmuster hatten zuvor die griechischen Anleihen im Vorfeld der Einführung des Euro in diesem Land gezeigt. Der Renditenabstand dieser Anleihen gegenüber deutschen Anleihen war von 200 Basispunkten 1999 auf unter 50 Basispunkte Anfang 2002 geschrumpft.

Für die aufstrebenden Volkswirtschaften als Gruppe blieb der Zustrom von Finanzmitteln schwach, allerdings behielten diejenigen mit höherer Bonitätseinstufung Zugang zum internationalen Markt für Schuldtitel. Hier ging der Nettoabsatz von Schuldnern mit höherer Bonität im dritten Quartal zwar zurück, doch nahmen diese weiterhin Mittel am Konsortialkreditmarkt auf. Mexikanische Schuldner waren im dritten Quartal erneut besonders stark am internationalen Anleihe- und Bankkreditmarkt vertreten (s. S. 36-37). Zu Beginn des vierten Quartals begaben sie sogar eine internationale Peso-Anleihe.

Mexikanische
Auslandskredit-
aufnahme in Peso