

## 1. Überblick: Unsicherheit dämpft Optimismus

Die anhaltende Gefahr eines Krieges im Irak überschattete in den letzten Monaten zumeist Meldungen über die Entwicklung der Weltwirtschaft. Eine optimistische Stimmung der Anleger im Oktober und November 2002 hatte den Märkten für Aktien und Unternehmensanleihen Auftrieb gegeben und die Renditenstrukturkurven steiler werden lassen. Ab Dezember lastete jedoch die Ungewissheit über die wirtschaftlichen Folgen eines möglichen Krieges schwerer auf den Märkten. Nachdem sich ihr Optimismus verflüchtigt hatte, massen die Anleger offenbar wichtigen Meldungen aus der Wirtschaft nur noch geringe Bedeutung bei. Bis zur zweiten Februarwoche hatte der „Kriegsabschlag“ einen grossen Teil der Gewinne der Aktienmärkte von Ende 2002 aufgezehrt. Die Renditenstrukturkurven waren etwas flacher als Ende November, es war aber immer noch eine wirtschaftliche Erholung, wenn auch eine moderatere, einberechnet.

Die internationalen Anleihemärkte vermochten trotz günstigerer Konditionen nur wenig neuen Nettoabsatz anzuziehen. In dieser verhaltenen Mittelnachfrage kam bis zu einem gewissen Grad das Zögern der Unternehmen zum Ausdruck, angesichts unsicherer wirtschaftlicher Aussichten ihre Fremdfinanzierung zu erhöhen. Besonders dringlich war die Senkung des Verschuldungsgrads für jene Unternehmen, deren Rating herabgestuft worden war. Dank Sanierungsplänen, die den bestehenden Gläubigern Vorteile gegenüber den Aktieninhabern verschafften, konnte sich der Markt für Unternehmensanleihen Anfang 2003 von der Entwicklung der Aktienmärkte abkoppeln; die Renditaufschläge blieben stabil, während die Aktienkurse fielen.

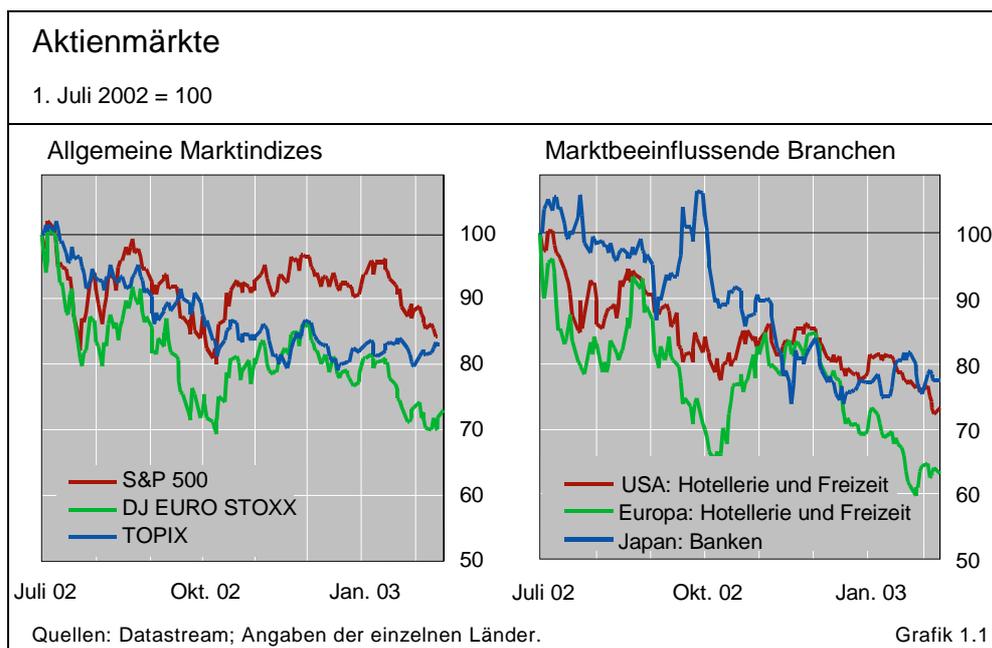
Die Kapitalmärkte waren gegen Jahresende auch für Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften offen. Nach den Präsidentenwahlen in Brasilien verbesserte sich die Anlegerstimmung gegenüber diesem Land gewaltig. Obwohl die Zinsaufschläge für Staatsschulden hoch blieben, beeilten sich brasilianische Schuldner, für Anschlussfinanzierungen fällig werdender Schulden an die internationalen Märkte zurückzukehren. In Venezuela verlief die Entwicklung umgekehrt, da sich ein landesweiter Streik gegen die Regierung in die Länge zog. Zusammen mit der Aussicht auf einen Irak-Krieg löste der Streik einen kräftigen Anstieg der Ölpreise aus, was die Erwartungen hinsichtlich der Stärke des Wirtschaftsaufschwungs weiter dämpfte.

## Kriegsgefahr belastet Aktien

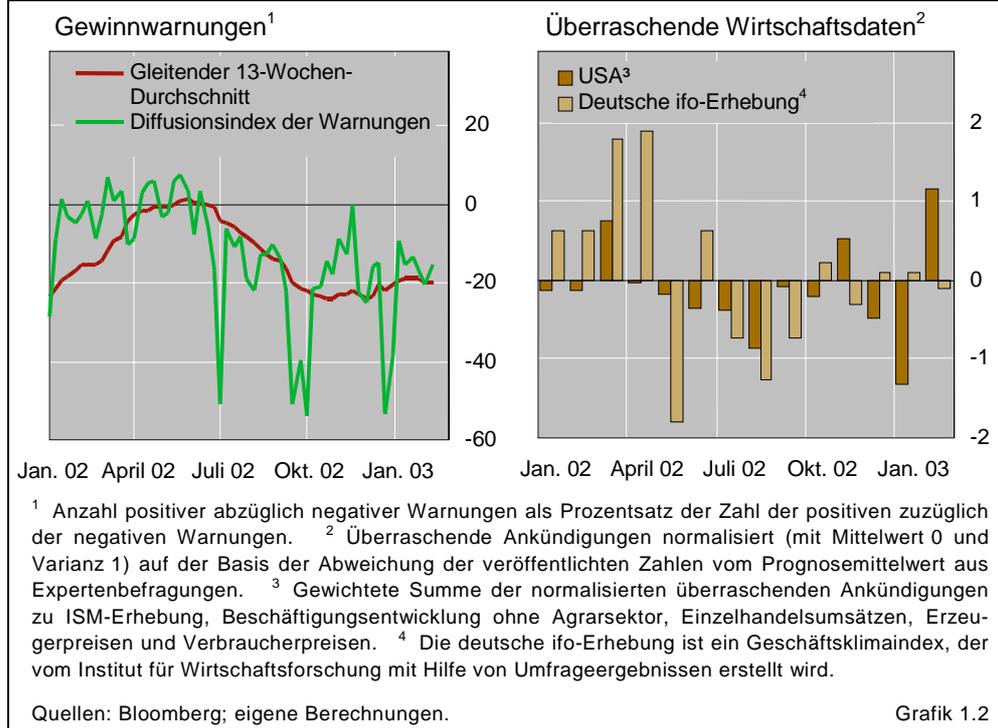
Im Oktober und November 2002 hatten positive Gewinnmeldungen und Analystenberichte für einige führende Unternehmen eine 7-wöchige Hausse an den Aktienmärkten der USA und Europas ausgelöst. Der Optimismus der Anleger war trotz schwacher gesamtwirtschaftlicher Daten gewachsen. Selbst die Nachrichten über den Irak schienen positiv. Am 14. November war die Ankündigung, dass der Irak eine Abrüstungsresolution der Vereinten Nationen akzeptiert hatte, mit erheblichen Kursavancen von US- und europäischen Aktien begrüßt worden. Vom 9. Oktober bis zum 22. November hatte die Welle des Optimismus den S&P 500 um 20% angehoben und den DJ Euro Stoxx um 22% (Grafik 1.1). Viel beachtete Wirtschaftsmeldungen im Dezember und Anfang Januar (Grafik 1.2) vermochten den Optimismus dann aber im Wesentlichen nicht zu bestätigen, und die vorherigen Gewinne gingen wieder verloren.

Vom Dezember an liessen die Ereignisse im Zusammenhang mit dem Irak offenbar die Zuversicht der Anleger schwinden, und ab Mitte Januar erlitt sie immer härtere Schläge. Die unmittelbaren Auswirkungen wichtiger Nachrichten über den Irak auf die Märkte waren ziemlich eindeutig: Oft entwickelten sich die Preise von Vermögenswerten nach der erstmaligen Meldung eines Ereignisses für kurze Zeit stark in eine Richtung. Am 16. Januar beispielsweise fiel der S&P 500 innerhalb der ersten 30 Minuten nach der Meldung, dass die UNO-Inspektoren leere irakische Gefechtsköpfe gefunden hatten, um 0,5% und der DJ Euro Stoxx um 1,7%, während der Schweizer Franken gegenüber dem US-Dollar rund einen halben Cent zulegte; dies sind ungewöhnlich grosse Ausschläge für eine so kurze Zeitspanne. Die allgemeine Wirkung der Unsicherheit dürfte noch bedeutender gewesen sein als die unmittelbaren Auswirkungen von Nachrichten, sie war jedoch auch schwieriger vom Einfluss anderer Ereignisse abzugrenzen. Dennoch war in den Reaktionen der Anleger auf Wirtschaftsnachrichten eine Änderung zu erkennen. Zum Beispiel ging aus

Schläge für  
Anlegerstimmung  
im Januar und  
Februar



## Viel beachtete öffentliche Informationen



Veränderte Reaktion auf Wirtschaftsnachrichten

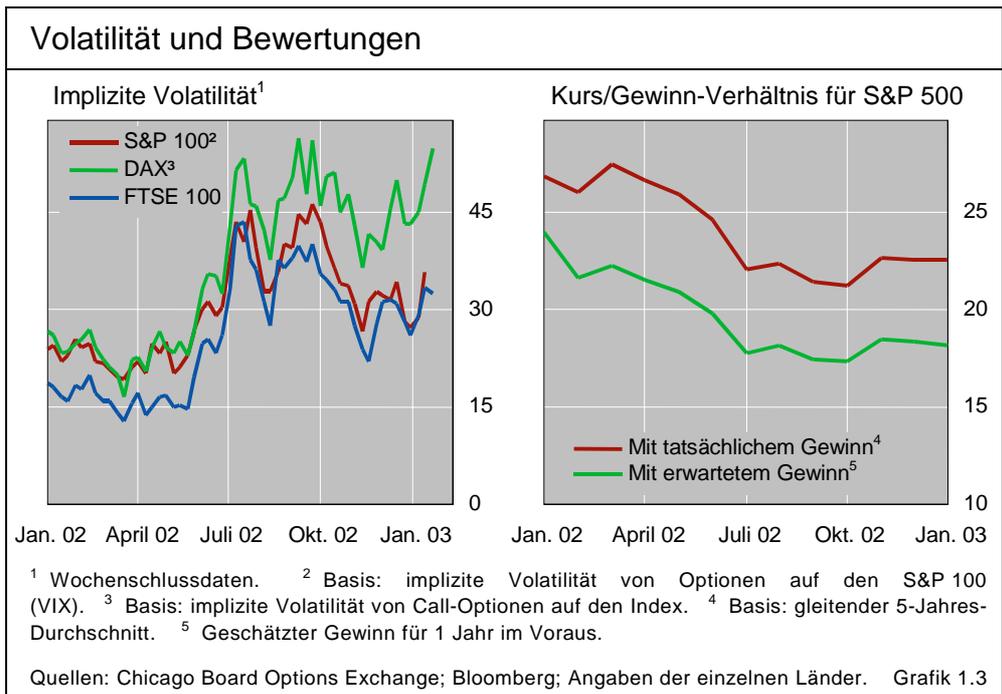
dem am 7. Februar veröffentlichten US-Arbeitsmarktbericht eine überraschende Zunahme der Beschäftigung (ohne Agrarsektor) hervor, was normalerweise zu einem Anstieg der Aktienkurse geführt hätte. Stattdessen büsste der S&P 500 an dem Tag 1% ein.

Kriegsabschlag drückt auf Aktienkurse ...

Die Kriegsgefahr führte anscheinend sowohl zu Abwärtskorrekturen der erwarteten Unternehmensgewinne als auch zum Entstehen einer Risikoprämie im Zusammenhang mit der Unsicherheit über die wirtschaftlichen Folgen des Krieges. Unterschiedliche Marktentwicklungen der verschiedenen Branchen wiesen auf revidierte Ertragsaussichten hin. Namentlich die Hotel- und Freizeitbranche in den USA und Europa waren mit am stärksten betroffen (Grafik 1.1). Dass eine marktweite Risikoprämie entstanden war, zeigte sich in der Volatilität, die durch die Preise von Aktienindexoptionen impliziert wird. Diese Volatilität nahm im Januar erneut zu, blieb aber unter dem hohen Niveau vom September 2002 (Grafik 1.3). Zu der Unsicherheit trug möglicherweise bei, dass mehrere führende Unternehmen darauf verzichteten, ihren üblichen Ausblick auf künftige Erträge bekannt zu geben, wobei sie als Grund die Schwierigkeit nannten, die Folgen eines Krieges abzuschätzen. Infolge der revidierten Gewinnerwartungen und des Kriegsabschlags büsste der US-Aktienmarkt in den fünf Wochen bis zum 13. Februar in Landeswährung 12% ein, der europäische Markt 14%. In gleicher Währung gerechnet entwickelten sich die beiden Märkte wegen der Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro im selben Zeitraum gleichermassen schlecht.

... aber Bewertungen gehen immer noch von kräftigem Aufschwung aus

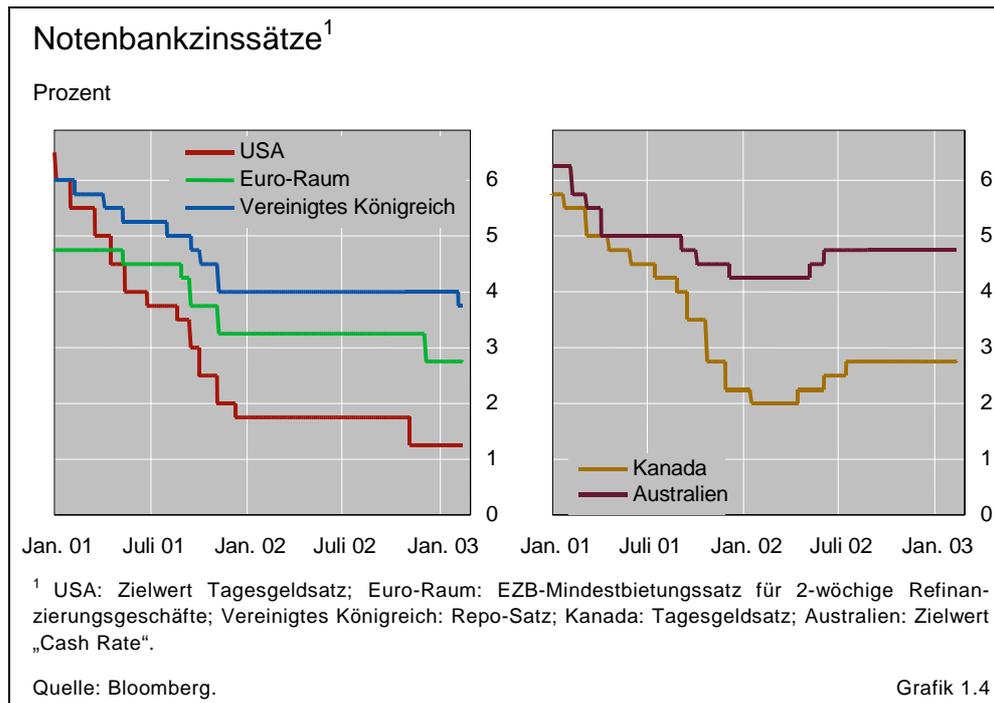
Trotz des Kriegsabschlags blieben die allgemeinen Marktbewertungen, gemessen am Kurs/Gewinn-Verhältnis, über dem historischen Durchschnitt. Würde dieses Verhältnis allerdings aufgrund der Gewinnschätzungen für das



kommende Jahr berechnet, wären die Bewertungen tiefer (Grafik 1.3). Solche Gewinnschätzungen lagen jedoch bisher noch jedes Mal über den tatsächlich erzielten Gewinnen, und die derzeitigen Schätzungen wären zu optimistisch, wenn ein kräftiger Aufschwung ausbleibt. Zur Glättung der konjunkturellen Effekte könnte das Kurs/Gewinn-Verhältnis mit Hilfe des gleitenden 5-Jahres-Durchschnitts der tatsächlichen Gewinne berechnet werden. Nach dieser Berechnungsweise folgte bisher auf ungewöhnlich hohe Kurs/Gewinn-Verhältnisse meist ein Kursrückgang im darauf folgenden 5-Jahres-Zeitraum. Im Falle des S&P 500 betrug das auf einem solchen gleitenden Durchschnitt beruhende Kurs/Gewinn-Verhältnis im Januar 2003 etwa 23 und lag damit immer noch über dem Durchschnitt von 17 im Zeitraum 1961-95.

Der Markt von Tokio litt tendenziell weniger stark unter Kriegsangst. Im Dezember entwickelte er sich zwar oft im Gleichschritt mit den Märkten der USA und Europas, doch im Januar schlug er einen eigenen Weg ein. Während die wichtigsten ausländischen Märkte starke Kurseinbrüche verzeichneten, wandten die Aktienanleger in Japan ihre Aufmerksamkeit den Grossbanken des Landes zu. Diese waren augenscheinlich bestrebt, ihre Eigenkapitalbasis mit Blick auf die Inspektionen durch die Financial Services Authority vor dem Ende des Geschäftsjahres im März zu konsolidieren. Am 14. Januar kündigte Goldman Sachs den Erwerb wandelbarer Vorzugsaktien von Sumitomo Mitsui für ¥ 150 Mrd. an. Die Aktien der Bank legten daraufhin 8% zu, der Markt insgesamt 1%. Mizuho folgte am 21. Januar mit der Ankündigung einer Abschreibung notleidender Kredite in Höhe von ¥ 2 Bio., 2,5% ihres Kreditbestands. Trotz der Abschreibung schnellten die Aktien der Bank um 4% hoch, der TOPIX um 2%. Ungeachtet solcher Bemühungen stufte Fitch am 30. Januar das Rating der vier grössten Banken herab. Von Mitte Januar bis Mitte Februar legte der Markt von Tokio dennoch 1,4% zu und entwickelte sich damit besser als die Märkte der USA und Europas.

Japanische Banken bemühen sich um Konsolidierung der Kapitalbasis



## Festzinsmärkte rechnen noch mit Erholung

Dass die wichtigsten Zentralbanken die Notenbanksätze senkten, wirkte sich offenbar beruhigend auf die Teilnehmer an den Festzinsmärkten aus. Die Renditenstrukturkurven in den USA und Europa wurden flacher, als mit einem schwächeren Wirtschaftsaufschwung gerechnet wurde. Dennoch blieben sie bemerkenswert steil, was darauf hindeutete, dass die Wachstumserwartungen optimistischer waren als die Prognosemittelwerte aus Expertenbefragungen. Die Zinssenkungen mögen insofern dazu beigetragen haben, als sie signalisierten, dass die Zentralbanken – nach einer langen Phase unveränderter Notenbanksätze – die Geldpolitik wieder zu lockern begannen. Die Federal Reserve der USA, die EZB und die Bank of England senkten ihre Sätze reihum im November, Dezember und Januar (Grafik 1.4). Nach diesen Senkungen am kurzen Ende war in der Zeit von Mitte Januar bis Mitte Februar ein relativ moderater Rückgang der langfristigen Sätze in den USA und Europa zu beobachten, während gleichzeitig die Aktienkurse einbrachen.

Zur Veranschaulichung sei das Signal der US-Notenbank betrachtet. Am 6. November nahm die Federal Reserve ihren Notenbanksatz um 50 Basispunkte zurück, nachdem sie ihn 11 Monate lang unverändert gelassen hatte. Die überraschend starke Senkung signalisierte, dass die Notenbank gewillt war, zu handeln, wenn sie ihre Ziele gefährdet sah, obgleich der Zielsatz schon bei 1,75% lag. Am 21. November deutete ein Mitglied des Board of Governors in einer Rede an, dass die Federal Reserve nicht zögern werde, andere ihr zur Verfügung stehende Instrumente zur Ankurbelung der Wirtschaft einzusetzen, wenn der Notenbanksatz nicht mehr wirke. Die massive Lockerung der Federal Reserve kontrastierte mit dem Vorgehen anderer Zentralbanken. Die Zinssenkung der Bank of England war kleiner und kam später, offenbar wegen Besorgnis über eine Überhitzung im britischen Wohnbausektor.

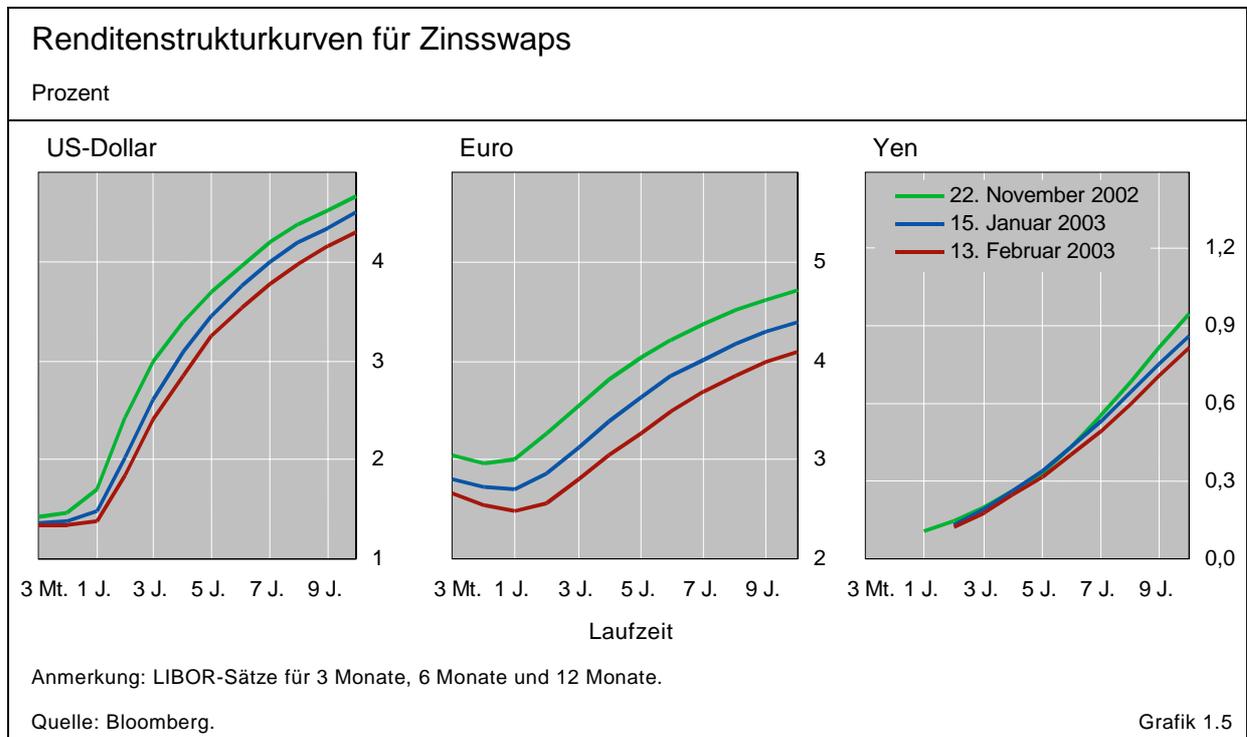
Signal für Handlungsbereitschaft der Zentralbanken

Federal Reserve hätte noch andere Instrumente

Ähnliche Sorgen hatten offenbar auch den Beschluss der Reserve Bank of Australia beeinflusst, ihren Leitzinssatz anzuheben (Grafik 1.4). Die Bank of Canada war diesbezüglich ein Ausreisser: Sie erhöhte zwar ihre Sätze auch zu jenem Zeitpunkt, sie wollte damit jedoch einen Wirtschaftsaufschwung mässigen, der allzu rasant schien.

Die Teilnehmer der Festzinsmärkte hielten ganz offensichtlich stärker an ihrem Optimismus fest als die Teilnehmer der Aktienmärkte. In den letzten Monaten sagten die Swapmärkte mehr über die Wachstumserwartungen aus als die Märkte für Staatspapiere, da Swaps weniger als „sicherer Hafen“ dienen oder von Besorgnis über Haushaltsdefizite beeinflusst werden als Staatsanleihen. Während der 7-wöchigen Hausse an den Aktienmärkten im Oktober und November hatte sich die Differenz zwischen 10-Jahres- und 3-Monats-Renditen am US-Dollar-Swapmarkt um rund 75 Basispunkte ausgeweitet (Grafik 1.5) oder um durchschnittlich 3,8 Basispunkte für jeden Prozentpunkt Anstieg des S&P 500. Als hingegen die Aktienmärkte von Mitte Januar bis Mitte Februar eine Baisse verzeichneten, verflachte sich die US-Swapkurve lediglich um 17 Basispunkte oder durchschnittlich 1,2 Basispunkte für jeden Prozentpunkt, den der S&P 500 einbüsste. Die flachere Swapkurve am Ende des Berichtszeitraums deutet somit darauf hin, dass zwar mit einem schwächeren Aufschwung in den USA gerechnet wurde, dass aber der vorherige Optimismus nicht völlig erloschen war. Am Euro-Markt verengte sich die entsprechende Neigungsdifferenz während der Börsenbaisse von Januar/Februar noch weniger, ein Zeichen für anhaltende Erwartungen einer – wenn auch schwachen – Erholung in Europa.

Swapkurven nur mässig flacher



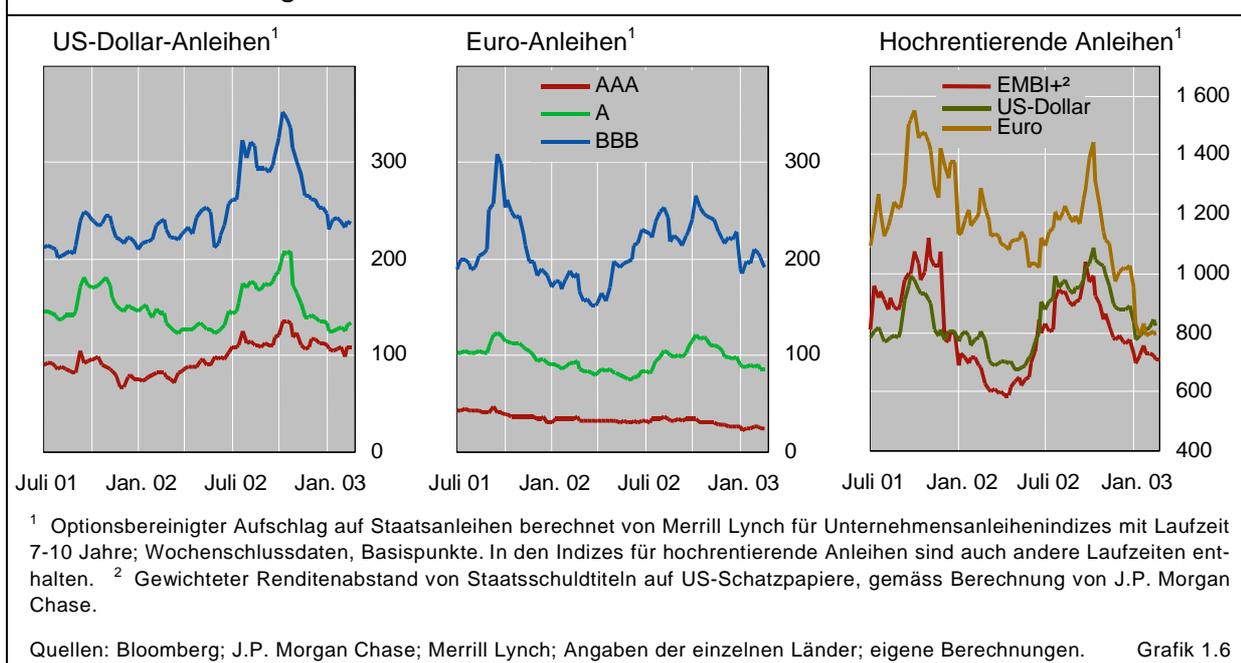
## Unternehmen beginnen mit Schuldenabbau

Entkoppelung von Kredit- und Aktienmärkten Anfang 2003 ...

Die Risikoaversion, die Anfang 2003 an den Aktienmärkten zutage trat, griff offenbar nicht auf den Markt für Unternehmensanleihen über. Die Bankkreditmärkte hatten gegen Ende 2002 zusammen mit den Aktienmärkten angezogen, als die Anleger wieder zuversichtlicher in die nahe Zukunft der Weltwirtschaft blickten. Bis zum Jahresende war der Renditenaufschlag für 7- bis 10-jährige US-Unternehmensanleihen mit BBB-Rating auf die entsprechenden Schatztitel von seinem Höchstwert Anfang Oktober um 110 Basispunkte auf rund 240 Basispunkte gesunken (Grafik 1.6). Dann, ab Mitte Januar, wiesen die Renditendifferenzen Anzeichen einer Abkoppelung von den Aktienkursen auf. Selbst als die Aktienmärkte Ende Januar einbrachen, blieben die Aufschläge für Papiere mit Anlagequalität und hochrentierende Papiere praktisch unverändert.

Unabhängig von der allgemeinen Verbesserung der Kreditkonditionen breitete sich Anfang 2003 die Besorgnis über Deckungslücken bei Betriebsrentenplänen von den USA nach Europa aus und liess die Finanzierungskosten für einige prominente europäische Unternehmen ansteigen. Im Oktober 2002 hatte Standard & Poor's das Rating mehrerer US-Firmen herabgestuft, zum Teil wegen des Umfangs dieser Deckungslücken. Betroffen waren einige der grössten US-Emittenten von Unternehmensschuldtiteln, insbesondere Ford, General Motors und deren Finanztöchter. Im Februar 2003 warnte Standard & Poor's dann, dass bei mehreren europäischen Firmen ähnliche Deckungslücken vorhanden seien und dass sie ebenfalls herabgestuft werden könnten. Unmittelbar darauf erhöhten sich die Renditenaufschläge von Anleihen gegenüber Swaps um volle 60 Basispunkte für den deutschen Stahl- und Maschinenbaukonzern ThyssenKrupp und um etwas weniger für die anderen betroffenen Unternehmen.

### Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen



Dass sich die Verbindung zwischen Renditenaufschlägen auf Unternehmensanleihen und Aktienkursen Anfang 2003 erkennbar abschwächte (nachdem sie fast das ganze Jahr 2002 über bestanden hatte), war zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Anleger die Bemühungen einiger Unternehmen um Abbau ihrer Verschuldung anerkannten. Entsprechende Massnahmen, wie Aktienemissionen und die Veräusserung von Vermögenswerten, sind für Anleiheninhaber zumeist vorteilhafter als für Aktieninhaber; sie bewirken daher kleinere Renditenaufschläge, tiefere Aktienkurse oder beides. Der Abbau von Fremdkapital geht in der Regel langsam vor sich; er erfolgte 2001/02 hauptsächlich in Form von gekürzten Investitionsausgaben. Solche Ausgabenkürzungen trugen zwar zur Stabilisierung des Verschuldungsgrads der Unternehmen bei, doch für eine grundlegende Bilanzsanierung sind oft durchgreifendere Massnahmen notwendig.

... da Anleger  
Schuldenabbau-  
bemühungen  
anerkennen

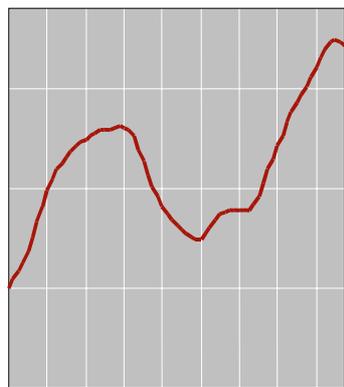
Mehrere Unternehmen, deren Schuldtitel früher Anlagequalität besaßen, die aber seither unter BBB minus herabgestuft worden sind, haben umfassendere Massnahmen in Angriff genommen. Im Jahr 2002 sanken Schuldtitel im Wert von rund \$ 200 Mrd., die vorher Anlagequalität hatten, auf den Status „hochrentierend“. Der Markt für hochrentierende Schuldtitel ist relativ klein, so dass die grösseren dieser Schuldner Mühe haben, Anschlussfinanzierungen für ihre fällig werdenden Schulden zu finden. Einige US- und europäische Firmen veräusserten Vermögenswerte. Diese Verkäufe erfolgten oft freihändig oder in Form einer Übernahme durch Risikokapitalgeber; wegen der Schwäche der Aktienmärkte wurden die Vermögenswerte nicht öffentlich angeboten. Das Zeichnungsvolumen von Konsortialkrediten für fremdfinanzierte Übernahmen schnellte denn auch im vierten Quartal auf \$ 18 Mrd. hoch (s. Kasten „Internationale Konsortialkredite im vierten Quartal 2002“ im Kapitel „Das internationale Bankgeschäft“). Einige Unternehmen mit herabgestufter Bonität kündigten Aktienemissionen mit Bezugsrecht für die bisherigen Aktionäre an. Andere setzten Wandelanleihen ab; weitere handelten eine Schuldenkapitalisierung oder einen Schuldenabtausch aus.

Herabgestufte  
Unternehmen  
beginnen mit  
Sanierung

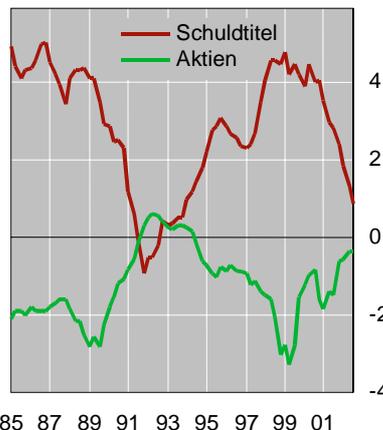
Japan verfolgte bei der Sanierung des Finanzsektors seinen eigenen Weg. Wie schon erwähnt gaben die vier grössten japanischen Banken Pläne zur Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis bekannt. Mitsubishi Tokyo Financial Group kündigte eine Emission von Stammaktien in Höhe von ¥ 360 Mrd. an, die bisher grösste Emission des privaten Sektors in Japan und die erste Emission einer japanischen Bank seit den achtziger Jahren. Mizuho, Sumitomo Mitsui und UFJ gaben zusammen Vorzugsaktien für rund ¥ 1,6 Bio. aus. Vorzugsaktien mögen zwar die aufsichtsrechtliche Eigenkapitalquote verbessern, ihr Schuldtiteln ähnlicher Charakter macht sie jedoch zu einem kostspieligen Instrument für die Beschaffung ökonomischen Kapitals. Beispielsweise boten einige Vorzugsaktien eine Dividendenrendite, die deutlich über dem Kupon jüngst begebener Anleihen derselben Bank lag. Darüber hinaus entsprachen die von den vier Banken aufgenommenen Beträge weniger als 5% der notleidenden Kredite gemäss amtlicher Schätzung und einem noch kleineren Prozentsatz nach den persönlichen Schätzungen zahlreicher Ökonomen.

## Schuldenabbau von US-Unternehmen<sup>1</sup>

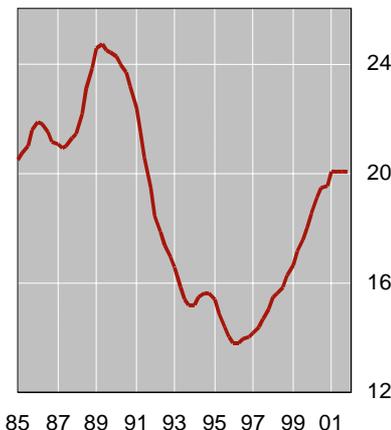
Ausstehende Schulden<sup>2,3</sup>



Nettoabsatz<sup>2,3</sup>



Deckung des Zinsaufwands<sup>2,4</sup>



<sup>1</sup> Ohne Finanzsektor. <sup>2</sup> Gleitender 4-Quartals-Durchschnitt. <sup>3</sup> In Prozent des nominalen BIP. <sup>4</sup> Nettozinsaufwand in Prozent des operativen Cash-flow. Nettozinsen ohne kalkulatorische Zinsen. Operativer Cash-flow: Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen, bereinigt um Inflationseffekt auf Lagerbeständen.

Quellen: Federal Reserve; Bureau of Economic Analysis; eigene Berechnungen.

Grafik 1.7

Zinsaufwand infolge niedriger Renditen trotz hoher Verschuldung verkraftbar

Der Prozess der Unternehmensrestrukturierung, der in den USA und anderen grossen Volkswirtschaften schon im Gang scheint, ist noch nicht so ausgeprägt wie in der vorherigen Periode des Schuldenabbaus. Von 1991 bis 1993 emittierten US-Unternehmen Aktien, um ausstehende Schuldtitel abzulösen (Grafik 1.7). Zusammen mit niedrigeren Zinssätzen trug dies zu einem beträchtlichen Rückgang des Zinsaufwands in der Mittelflussrechnung bei.<sup>1</sup> Heute ist die Verschuldung des gesamten US-Unternehmenssektors im Verhältnis zur Grösse der Volkswirtschaft auf einem absoluten Rekordstand angelangt. Der Druck auf die US-Unternehmen, ihre Verschuldung zu verringern, ist jedoch weniger stark als in den späten achtziger Jahren, weil ungewöhnlich tiefe nominale Renditen dazu beitragen, dass der Schuldendienstaufwand verkraftbar bleibt. Trotz Höchststand der Unternehmensverschuldung macht der Zinsaufwand in der Mittelflussrechnung der Unternehmen heute einen kleineren Prozentsatz aus als Ende der achtziger Jahre.

Jäher Einbruch des Nettoabsatzes an inländischen und internationalen Anleihemärkten

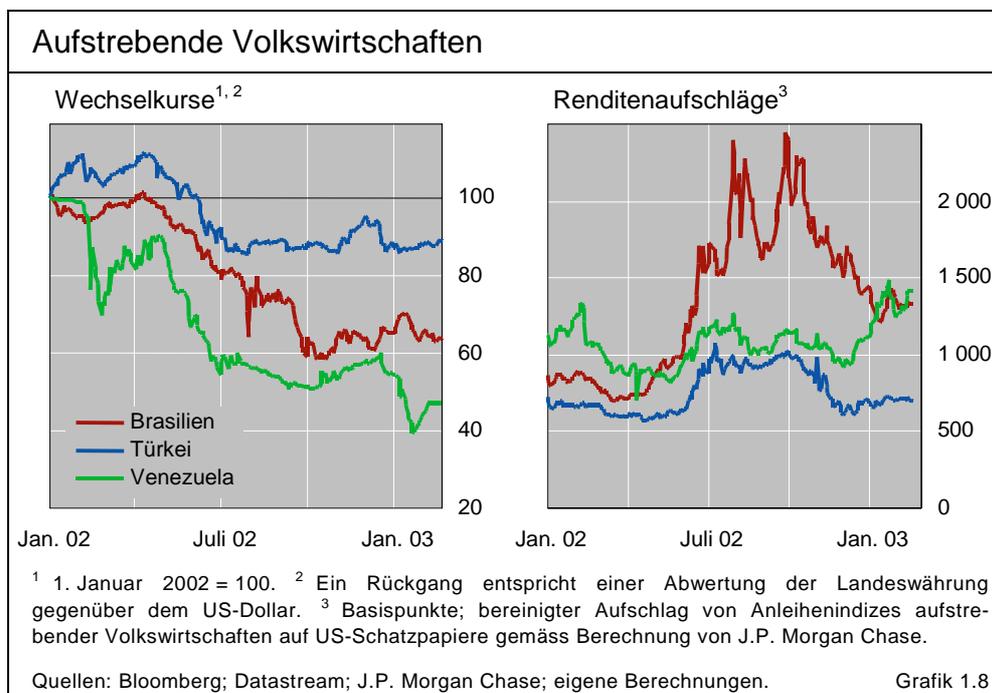
Dennoch folgen offenbar viele Unternehmen allmählich dem dargestellten Beispiel und überprüfen ihre Bilanzen. In den letzten Jahren haben US-Unternehmen ihre Aktienrückkäufe stark reduziert; der Nettoaktienabsatz ist allerdings immer noch negativ. Im Jahr 2001 refinanzierten Unternehmen kurzfristige Schulden an längerfristigen Märkten, was zu einem kräftigen Rückgang des Commercial-Paper-Umlaufs und der Bankkredite beitrug. Im zweiten Halbjahr 2002 kürzten sie ihre längerfristige Mittelaufnahme, sodass der Nettoabsatz an den inländischen und internationalen Anleihemärkten jäh einbrach (s. das Kapitel „Der internationale Markt für Schuldtitel“).

<sup>1</sup> S. E. M. Remolona, R. N. McCauley, J. S. Ruud und R. Iacono (1992/93): „Corporate refinancing in the 1990s“, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Winter, S. 1-27.

## Schwächere Dynamik der aufstrebenden Volkswirtschaften

In den aufstrebenden Volkswirtschaften blieben die Finanzierungsbedingungen bis ins Jahr 2003 hinein ebenfalls stabil, trotz der Volatilität an den weltweiten Aktienmärkten. Die Stimmung gegenüber Brasilien und der Türkei besserte sich nach den Wahlen in den beiden Ländern, wozu das Versprechen der neuen Regierungen, die Steuer- und Wirtschaftsreformen fortzusetzen, sowie die weltweite Lockerung der Kreditbedingungen beitrugen. Im Januar schwächte sich diese Verbesserung jedoch ab, als sich die Lage in Venezuela verschlechterte.

Fast den ganzen Januar über galt die Aufmerksamkeit der Anleger hauptsächlich der Entwicklung in Venezuela. Die Opposition hatte Anfang Dezember einen landesweiten Streik begonnen und wollte diesen weiterführen, bis der Präsident Neuwahlen ansetzte. Als sich der Streik in die Länge zog, verstärkte sich der Druck auf die Währung und die Renditenaufschläge auf Staatsschulden (Grafik 1.8). Der Bolívar verlor vom 2. Dezember bis zum 22. Januar gegenüber dem US-Dollar 32% seines Wertes; dann stellte die Regierung den Devisenhandel ein. Der Handel wurde zwei Wochen später wieder aufgenommen, nachdem die Behörden einen festen Wechselkurs und Devisenkontrollen eingeführt hatten. Ironischerweise trug die Einführung der Kontrollen dazu bei, dass sich die Zinsaufschläge auf die Staatsschulden Venezuelas nicht weiter erhöhten, da die Inhaber von Staatsanleihen hofften, die Kontrollen würden die Devisenreserven schützen, sodass Venezuela seine Auslandsschulden bedienen könne. Eine schrittweise Wiederaufnahme der Arbeit in den letzten Januartagen beruhigte den Markt ebenfalls.



Steigende Ölpreise  
und wachsende  
Unsicherheit wegen  
des Streiks in  
Venezuela

Wegen seines Einflusses auf den Preis von Erdöl hatte der Streik weltweite Folgen. Venezuela ist der neuntgrößte Erdölproduzent und das viertgrößte Ölexportland der Welt. Viele Angestellte der staatseigenen Ölgesellschaft PDVSA schlossen sich dem Streik an, was zu einem starken Rückgang der Förderung und des Exports führte. Der Preis von Brent Crude stieg zwischen Anfang Dezember und Ende Januar um über 20%, eine Reaktion sowohl auf den Produktionsausfall in Venezuela als auch auf die Aussicht auf einen Krieg im Irak.

Zeitweise verstärkte der Streik in Venezuela die Unsicherheit in anderen lateinamerikanischen Ländern. Nachrichten, die Anfang 2003 eigentlich das Vertrauen der Anleger hätten stärken müssen, wie die Bekanntgabe einer höheren Zielvorgabe für den primären Haushaltsüberschuss in Brasilien oder der Abschluss eines neuen 7-Monats-Programms mit dem IWF in Argentinien, gingen wegen der negativen Entwicklung in Venezuela unter. Die wirtschaftlichen Folgen eines möglichen Krieges im Irak drückten ebenfalls auf die Stimmung. Die Verengung der Renditenaufschläge auf Staatspapiere im vierten Quartal 2002 setzte sich daher 2003 nicht fort.

Brasilianische Schuldner kehrten gegen Ende 2002 und Anfang 2003 an die internationalen Anleihemärkte zurück, um fällig werdende Schulden zu refinanzieren. Netto nahmen sie jedoch nur wenig neue Mittel auf (s. das Kapitel „Der internationale Markt für Schuldtitel“). Mitte Februar waren die Renditenaufschläge auf internationale brasilianische Staatsanleihen zwar gegenüber ihrem Höchststand von Anfang Oktober gesunken, lagen aber immer noch 500 Basispunkte über dem Stand von einem Jahr zuvor; im gleichen Zeitraum hatte die Landeswährung gegenüber dem US-Dollar 33% eingebüsst.

Asien importiert  
riskanteres  
Kapital ...

Während lateinamerikanische Schuldner im Jahr 2002 am internationalen Anleihemarkt netto Schulden in Höhe von \$ 5 Mrd. tilgten, nahmen asiatische Schuldner netto Neufinanzierungen von \$ 21 Mrd. auf. Asien löste im vergangenen Jahr sogar Lateinamerika als aufstrebende Region mit den aktivsten Emittenten am internationalen Markt für Schuldtitel ab. Die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens verzeichneten ferner grosse Zuflüsse von ausländischen Bankmitteln; diese überstiegen im dritten Quartal 2002 sogar die Zuflüsse vor der Asien-Krise von 1997/98 (s. das Kapitel „Das internationale Bankgeschäft“).

Diese jüngsten Zuflüsse waren sowohl positiven Wirtschaftsaussichten als auch einer robusten Kreditnachfrage zuzuschreiben. Gute oder sich verbessernde Fundamentaldaten in einem Grossteil der Region gewannen das Interesse von Anlegern aus aller Welt. Die Sicherheitslage auf der koreanischen Halbinsel wirkte sich Anfang 2003 negativ auf die Zinsaufschläge auf Staatspapiere Koreas aus, aber sonst genossen die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens weiterhin sehr günstige Konditionen an den internationalen Märkten. Gleichzeitig stützte das Wirtschaftswachstum in der Region die Kreditnachfrage von privaten Haushalten und Unternehmen. Die Schuldner hatten oft Mühe, Schuldtitel mit niedrigerer Bonitätseinstufung (z.B. nachrangige Schulden) im Inland abzusetzen, und suchten daher Offshore-Finanzierung.

Trotz dieser Zuflüsse bleiben die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens netto Kapitalexporteure. Die Volkswirtschaften Ost- und Südostasiens verzeichnen nach wie vor grosse Leistungsbilanzüberschüsse, 2002 im Gesamtwert von rund \$ 90 Mrd. Asien zieht offenbar riskanteres Kapital an, wie Beteiligungstitel und nachrangige Schuldtitel, während es gleichzeitig Auslandsschulden tilgt und sichere liquide Aktiva anhäuft. Insbesondere die asiatischen Zentralbanken haben in erheblichem Umfang Titel staatsnaher US-Körperschaften („agencies“) und sonstige Aktiva mit niedrigerem Risiko erworben (s. das Feature „Wahl von Anlageinstrumenten für US-Dollar-Währungsreserven“). Diese Entwicklung der Kapitalströme hat die Auslandsvermögensposition Asiens erheblich gestärkt.

... und exportiert  
sicheres Kapital