

Frank Packer

+41 61 280 8449

frank.packer@bis.org

Philip D. Wooldridge

+41 61 280 8819

philip.wooldridge@bis.org

---

## 1. Überblick: Neubewertung der Wachstumsperspektiven

Im Juli und August 2004 waren sich die Marktteilnehmer über die Stärke des globalen Wirtschaftsaufschwungs nicht mehr einig. Die Anleiherenditen und Aktienkurse fielen, während die Spreads auf Unternehmenskredite praktisch unverändert blieben. Im Juni und im August wurden erstmals seit 2000 die US-Leitzinsen wieder angehoben. Die Marktteilnehmer waren darauf gefasst gewesen, aber ein überraschend schwaches Beschäftigungswachstum in den USA drückte sowohl die Anleihe- als auch die Aktienmärkte. Höhere Ölpreise trugen zur negativen Marktstimmung bei. Kreditgeber an Unternehmen dagegen nahmen die Wirtschaftsentwicklungen anscheinend gelassen hin.

Bei den Anlegern an den Märkten für Schuldtitle aufstrebender Volkswirtschaften zeigte sich sogar trotz der Anzeichen für einen weltweiten Konjunkturrückgang ein Aufwärtstrend. Die Ausweitung der Renditenaufschläge vom April und Mai hatte sich im August grösstenteils wieder umgekehrt, wobei Berichten zufolge die neuerlichen Carry Trades einen Beitrag zur Erholung an diesen Märkten leisteten. Dank dieser günstigen Finanzierungsbedingungen zog die Mittelaufnahme von Schuldern aus aufstrebenden Volkswirtschaften im zweiten und beginnenden dritten Quartal weiter an; insbesondere asiatische Unternehmen steigerten ihren internationalen Anleihenabsatz.

### Renditen rückläufig bei wachsender Unsicherheit

Gedämpfte Reaktion  
auf Leitzins-  
anhebungen ...

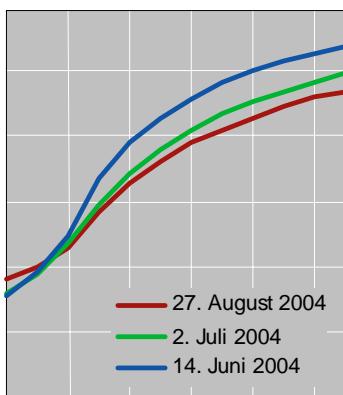
Die seit langem erwartete Wende des US-Leitzinszyklus trat schliesslich ein, als die Federal Reserve am 30. Juni ihren Zielsatz um 25 Basispunkte anhob. In ihrer nächsten Sitzung, sechs Wochen später, erhöhte die US-Notenbank die Zinssätze um weitere 25 Basispunkte. Bemerkenswerterweise reagierten die langfristigen Renditen darauf mit einem Rückgang statt einem Anstieg. Von ihrem Höchstwert von Mitte Juni fielen die Renditen auf 10-jährige Dollar-Zinsswaps bis zum 27. August um 65 Basispunkte. Im gleichen Zeitraum fielen die Renditen auf 10-jährige Euro- und Yen-Zinsswaps um rund 35 bzw. 20 Basispunkte (Grafik 1.1).

Die Bewegung der langfristigen Renditen stand in scharfem Gegensatz zu ihrer Reaktion auf die erste Zinserhöhung durch die Federal Reserve im Februar 1994, der ebenfalls eine lange Niedrigzinsperiode vorausgegangen

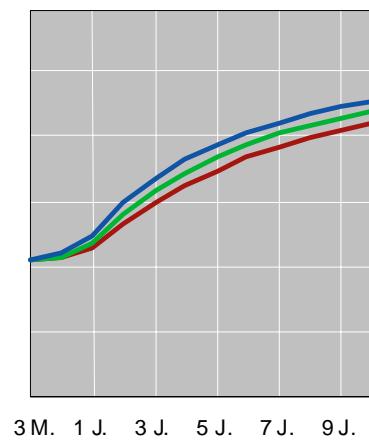
## Swap-Renditenstrukturkurven

Prozent

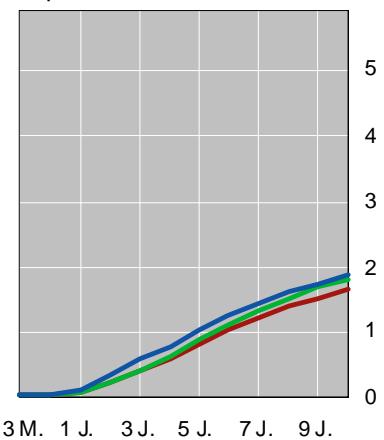
USA



Euro-Raum



Japan



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

Quelle: Bloomberg.

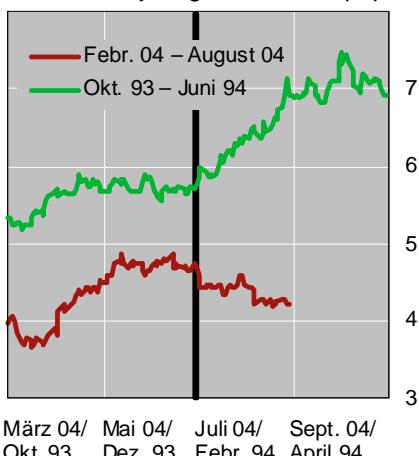
Grafik 1.1

war (Grafik 1.2): Im Jahr 1994 waren die Renditen nach der ersten Zinsanhebung steil gestiegen. Auch die Volatilitäten verhielten sich im Jahr 2004 anders als 1994: Im Jahr 1994 waren die impliziten Volatilitäten gestiegen, im Juli und August 2004 hingegen gingen sie zurück.

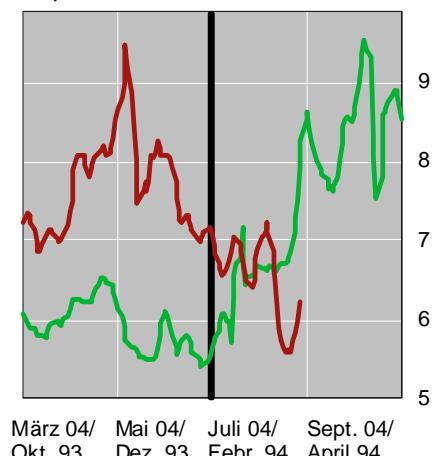
## US-Anleihemärkte 1994 und 2004<sup>1</sup>

Prozent

Rendite 10-jährige US-Schatzpapiere



Implizite Volatilität<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Vertikale Linien = 29. Juni 2004/3. Februar 1994. <sup>2</sup> Gleitender 5-Tages-Durchschnitt; Volatilität, die durch den Preis von Call-Optionen am Geld auf Futures auf 10-jährige Staatsanleihen impliziert wird.

Quelle: Bloomberg.

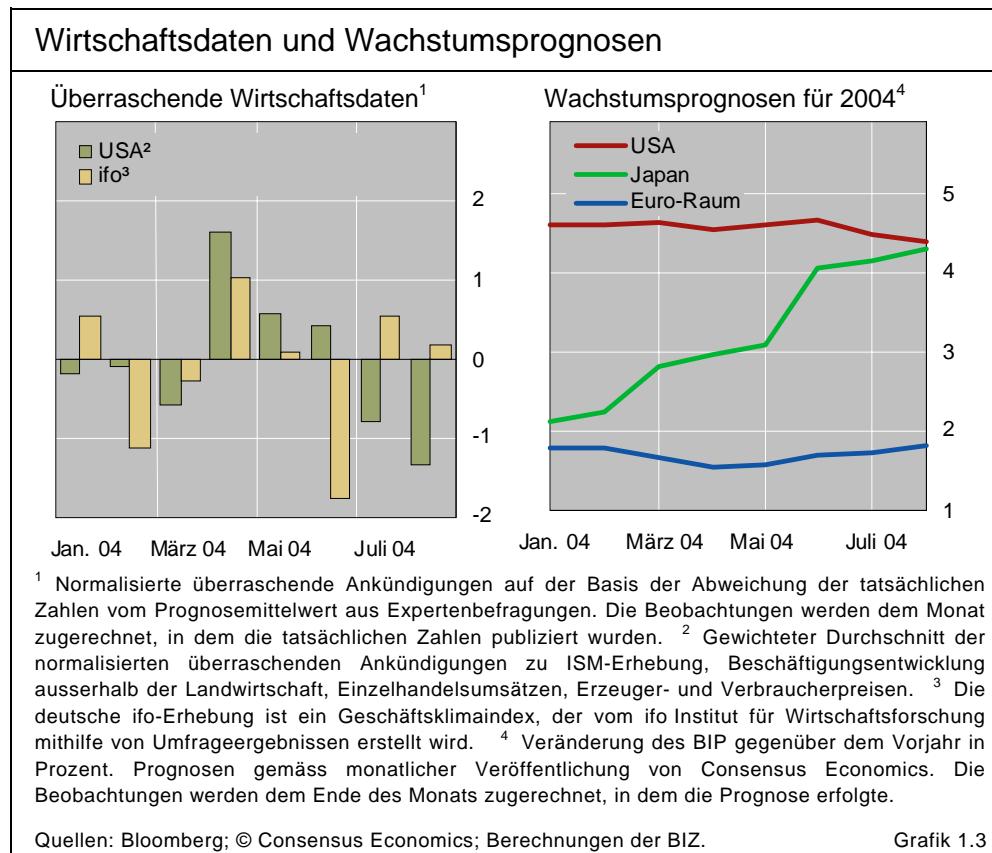
Grafik 1.2

... aufgrund vorausgegangener Erklärungen der Federal Reserve ...

... und des unerwartet schwachen Aufschwungs

Es gibt mindestens zwei Gründe dafür, dass sich die Anleihemärkte im Jahr 2004 deutlich anders verhielten als 1994. Der erste Grund ist die Kommunikationspolitik der Federal Reserve, die ihre Absichten heute ausführlicher und einer breiteren Öffentlichkeit erklärt als früher.<sup>1</sup> Deshalb hatten die Anleihemärkte die jüngsten Massnahmen bereits eingepreist, während im Februar 1994 die Marktteilnehmer von der Massnahme überrascht worden waren. Die Bewegungen der langfristigen Zinsen im Juni und August 2004 zeigten sogar, dass die Anleger mehr auf Nuancen in den Presseerklärungen zu den geldpolitischen Beschlüssen reagierten als auf die Leitzinsanhebungen selbst. Die Erklärung der Federal Reserve vom 30. Juni, die weitere Zinsanhebungen in „massvollen Schritten“ in Aussicht stellte, wirkte beruhigend auf die Marktteilnehmer.

Der zweite Grund liegt in den Wirtschaftsdaten, die in den Wochen nach der Zinsanhebung vom Juni veröffentlicht wurden: Sie ließen die Konjunktur weniger robust erscheinen als nach den Zinsanhebungen von 1994. Die US-Arbeitsmarktberichte von Anfang Juli und August blieben beide weit hinter den Erwartungen zurück; dies löste einen weltweiten Einbruch der Anleihenrenditen aus. Die Renditen auf 10-jährige US-Schatztitel fielen nach jeder Bekanntgabe um nahezu 20 Basispunkte. Zusammen mit anderen schwachen Daten veranlasste dies die Wirtschaftsexperten, ihre Wachstumsprognosen für die USA nach unten zu korrigieren (Grafik 1.3).



<sup>1</sup> S. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 74. Jahresbericht, 28. Juni 2004, S. 82–90.

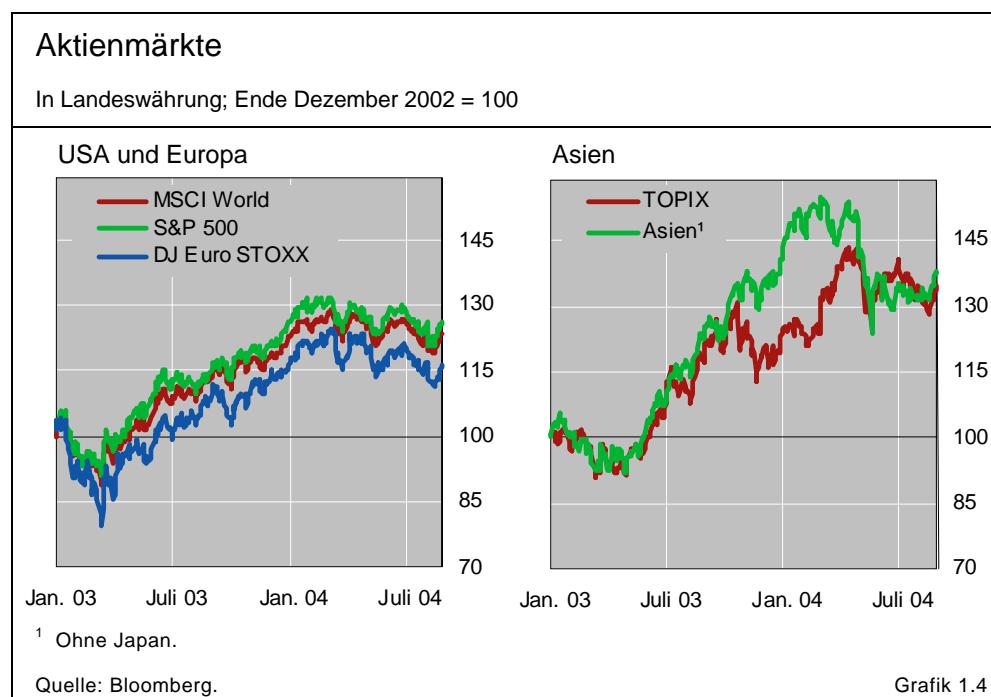
Die in Europa veröffentlichten Daten waren besser als viele erwartet hatten. Die langfristigen Euro-Renditen, die sich während der Verkaufswelle im April von den Dollar-Renditen abgekoppelt hatten, entwickelten sich im Juli und August sehr ähnlich wie diese. Zu dieser Erneuerung der Korrelation zwischen den Renditen in Euro und in Dollar dürfte die starke Abhängigkeit des europäischen Wachstums von der Auslandsnachfrage beigetragen haben. Viele Beobachter führten z.B. den unerwartet guten Ifo-Wert vom 27. Juli auf eine Verbesserung der Exporte und nicht der Binnennachfrage zurück, und die Renditen auf deutsche Bundesanleihen reagierten nur gedämpft auf die Bekanntgabe.

Renditen der Bundesanleihen reagieren stärker auf US- als auf deutsche Daten

Auch in Japan massen die Marktteilnehmer den Nachrichten aus den USA generell höhere Bedeutung bei als den Entwicklungen im Inland. Makroökonomische Daten, die generell mit einer schwungvollen Entwicklung der Exporte und der Investitionstätigkeit einhergehen, hatten im Juni einen steilen Anstieg der langfristigen Yen-Renditen ausgelöst. Im Juli und August waren die Renditen jedoch trotz weiterer Anzeichen eines Konjunkturaufschwungs wieder rückläufig. Am 9. August nahmen die Anleihemärkte z.B. kaum Notiz von den überraschend guten Auftragszahlen der japanischen Maschinenbauindustrie und richteten ihr Augenmerk stattdessen auf den etwas früher veröffentlichten US-Arbeitsmarktbericht.

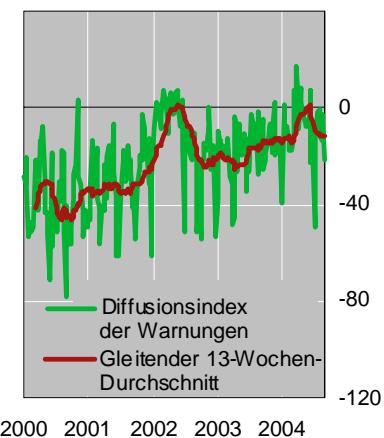
### Bröckelnde Aktienmärkte nach Gewinnwarnungen

Auch an den Aktienmärkten machten sich Sorgen um die Stärke des Konjunkturaufschwungs deutlich bemerkbar. Im Mai hatten sich die globalen Aktienmärkte kurz erholt, doch im Juli begannen sie wieder zu fallen. Bis zum 27. August ging der S&P 500 gegenüber Ende Juni 2004 um 3% zurück (Grafik 1.4). Im gleichen Zeitraum büssten auch der DJ EURO STOXX und der TOPIX 3% bzw. 4% ein.

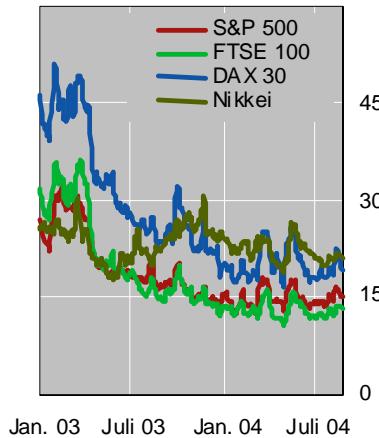


## Gewinne, Volatilität und Risikoaversion

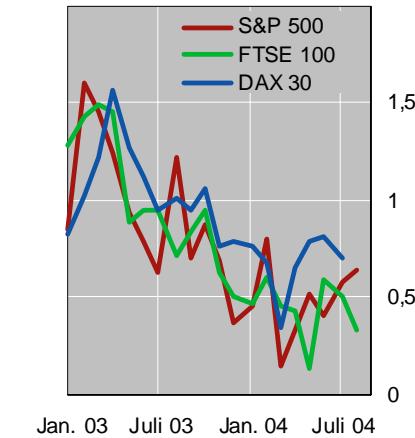
US-Gewinnwarnungen<sup>1</sup>



Implizite Volatilität<sup>2</sup>



Risikoaversion<sup>3</sup>



2000 2001 2002 2003 2004

Jan. 03 Juli 03 Jan. 04 Juli 04

Jan. 03 Juli 03 Jan. 04 Juli 04

<sup>1</sup> Unternehmen im S&P-500-Index. <sup>2</sup> Basierend auf Put-Optionen auf Aktienindizes; gleitender 5-Tages-Durchschnitt. <sup>3</sup> Indikatoren abgeleitet aus den Differenzen zwischen zwei Verteilungen der Erträge: die eine impliziert durch den Preis von Optionen mit unterschiedlichen Ausübungssätzen, die andere basierend auf den tatsächlichen, anhand historischer Daten geschätzten Erträgen. Einzelheiten s. BIZ-Quartalsbericht, März 2004.

Quellen: Bloomberg; Chicago Mercantile Exchange; Eurex; London International Financial Futures and Options Exchange; Berechnungen der BIZ.

Gewinnwarnungen drücken Aktienmärkte ...

... besonders im IT-Sektor

Auch höhere Ölpreise schwächen Aktien

Die Aktienmärkte tendierten dazu, positive Gewinnmeldungen für das zweite Quartal zu ignorieren und stattdessen auf zukunftsgerichtete Gewinnwarnungen zu reagieren. Fast 70% der Unternehmen des S&P-500-Index übertrafen die Gewinnprognosen der Analysten für das zweite Quartal 2004; im Vorjahreszeitraum waren es etwa 65% gewesen. Doch im Juni begannen die Meldungen der Unternehmen über ihre Gewinnerwartungen und ihre Ertragslage schlechter zu werden (Grafik 1.5).

Besonders stark wirkten sich Gewinnwarnungen von IT-Unternehmen aus, und der IT-Sektor blieb hinter breiteren Indizes zurück. Auf Intels Warnung am 13. Juli, dass seine Gewinne in der zweiten Jahreshälfte geringer als erwartet sein würden, folgte eine breite Verkaufswelle an den Aktienmärkten, auch in Asien. Weitere massgebliche Technologiewerte, deren Mitteilungen die Anleger enttäuschten, waren Cisco Systems, Hewlett Packard und Nokia. Microsoft kündigte am 20. Juli höhere Dividenden und Aktienrückkäufe in Höhe von insgesamt \$ 75 Mrd. über vier Jahre an; diese Meldung, die im Regelfall als positiv für die Aktienmärkte gesehen worden wäre, wurde von vielen Anlegern negativ gedeutet – als Anzeichen für fehlende Investitionschancen im Technologiesektor.

Die steigenden Ölpreise trugen ebenfalls zur weltweiten Schwäche der Aktienmärkte bei. Eine Kombination aus wachsender Nachfrage und kurzfristiger Angebotsverknappung trieb die Ölpreise im Jahr 2004 nach oben. Ende Juni war der Rohölpreis um fast 14% höher als zum Jahresende 2003, und bis zum 27. August stieg er um weitere 17%. Befürchtungen einer möglichen Störung der Öllieferungen aus wichtigen Exportländern wie Saudi-Arabien, Russland und Venezuela verstärkten den Aufwärtsdruck auf die Ölpreise. Oft wurde auch die Zunahme spekulativer Geschäfte als ein Faktor

## Die Suche nach dem schwarzen Gold: Spekulation an den Erdölmärkten

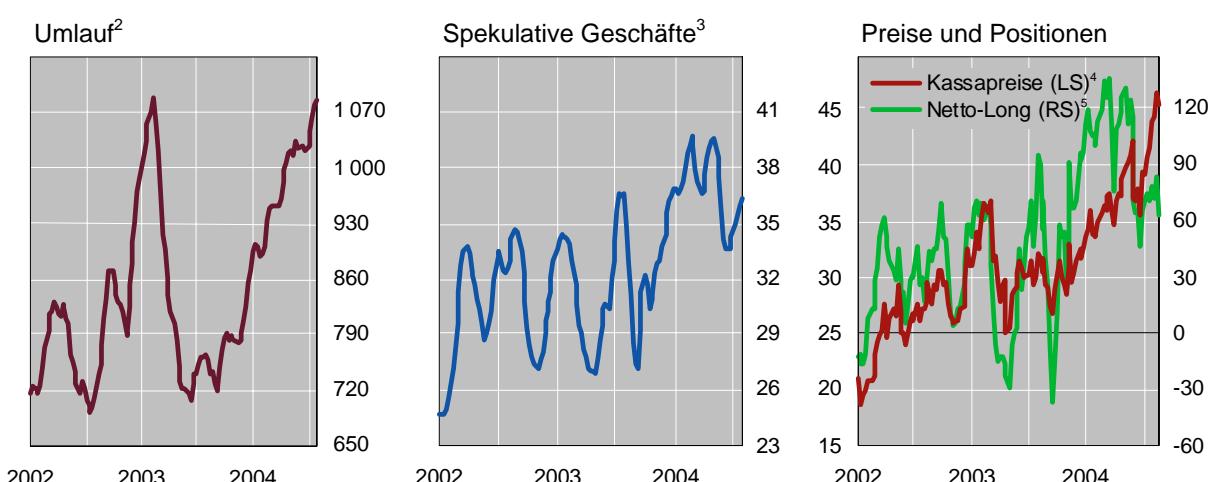
Der rasante Ölpreisanstieg der letzten Monate hat die Rolle von Spekulanten am Erdölmärkt in den Brennpunkt der Aufmerksamkeit gerückt. Während sich die Kurse an den meisten wichtigen Aktien-, Anleihe- und Kreditmärkten seitwärts oder sogar abwärts bewegten, wandten sich stärker ertragsorientierte Anleger Berichten zufolge den Rohstoffmärkten, insbesondere dem Erdölmärkt zu. Die verfügbaren Daten deuten darauf hin, dass die Marktteilnehmer, die generell als Spekulanten bezeichnet werden, ihre Positionen an den Erdölmärkten tatsächlich ausgebaut haben. Ihre Motivation hierfür und ihr Einfluss auf die Ölpreise sind allerdings unklar.

Spekulationsgeschäfte an den Erdölmärkten spielen sich hauptsächlich am Futures-Markt ab, wo standardisierte Kontrakte die Liquidität fördern. Eine Long-Position an Futures-Märkten ist gleichbedeutend mit einer Mittelaufnahme, um das zugrundeliegende Gut am Kassamarkt zu kaufen und die Kosten der Lagerung bis zur Lieferung zu finanzieren. Deshalb sorgen Arbitragegeschäfte für eine enge Verbindung zwischen Futures- und Kassapreisen. Der Handel mit Futures ist stark konzentriert: Die New York Mercantile Exchange hat einen Anteil von rund 65% am weltweiten Umsatz in Rohöl futures, die International Petroleum Exchange in London etwas über 30% und alle anderen Börsen zusammen knapp 5%.

Daten der US-Regulierungsbehörde für Futures, der Commodity Futures Trading Commission (CFTC), deuten darauf hin, dass „non-commercial traders“ (institutionelle Spekulanten) ab Ende 2003 ihre Aktivität an den Märkten für Erdölfutures intensivierten. In der Erwartung steigender Ölpreise verstärkten sie vor allem ihre Long-Positionen erheblich. Institutionelle Spekulanten sind Investmentbanken, Hedge-Fonds und sonstige Marktteilnehmer, die zu vorwiegend spekulativen Zwecken an Futures-Märkten handeln. Als „commercial traders“ (Risikoabsicherer) definiert die CFTC Händler, die bestrebt sind, ihre Produktion oder ihren Verbrauch abzusichern.

Offene Positionen in Rohöl futures – d.h. Kontrakte, die eingegangen, aber noch nicht durch ein Gegengeschäft glattgestellt oder durch Lieferung abgewickelt wurden – nahmen in den ersten acht Monaten des Jahres 2004 um über 25% zu (s. Grafik unten, linkes Feld). Die Positionen von institutionellen Spekulanten erreichten während dieses Zeitraums einen durchschnittlichen Anteil von 37% aller offenen Long-Positionen (gegenüber 32% im Jahr 2003, s. mittleres Feld der Grafik). Der Anteil institutioneller Spekulanten an den offenen Short-Positionen war dagegen im Durchschnitt etwas geringer als 2003. Veränderungen der Netto-Long-Position institutioneller Spekulanten – offene Long-Positionen minus offene Short-Positionen – entsprachen tendenziell Veränderungen der Ölpreise: Die Korrelation der wöchentlichen Bewegungen der Ölpreise und der Netto-Long-Position institutioneller Spekulanten betrug in diesen acht Monaten nahezu 0,8.

### Märkte für Erdölfutures<sup>1</sup>



<sup>1</sup> An der New York Mercantile Exchange gehandelte Rohöl futures. <sup>2</sup> Gleitender 4-Wochen-Durchschnitt; Tausend Kontrakte. <sup>3</sup> Long-Positionen institutioneller Spekulanten in Prozent aller meldepflichtigen Long-Positionen; gleitender 4-Wochen-Durchschnitt. <sup>4</sup> Preis von West Texas Intermediate; in US-Dollar. <sup>5</sup> Nettopositionen (Long abzüglich Short) der institutionellen Spekulanten; Tausend Kontrakte.

Quellen: Bloomberg; New York Mercantile Exchange; nationale Angaben; Berechnungen der BIZ.

Es ist möglich, dass die stärkere Präsenz institutioneller Spekulanten am Erdölmarkt zum Herdenverhalten beigetragen hat. Zusammen mit dem Aufwärtstrend der Ölpreise könnte ihre Präsenz bei den Händlern Bedenken ausgelöst haben, Positionen gegen weitere Ölpreisseigerungen einzugehen, und dadurch effektiv den Aufwärtstrend verstärkt haben. Andererseits ist es auch möglich, dass es zu Verschiebungen der Aktivität am Futures-Markt kam, weil grundlegende Ungleichgewichte zwischen Ölangebot und Ölnachfrage anders wahrgenommen wurden, und zwar auch von den Risikoabsicherern. Über die Motivation des Wandels beim Eingehen von Positionen sagen die verfügbaren Daten wenig aus.

des Ölpreisanstiegs genannt, doch ist durchaus nicht klar, welche Bedeutung diese hatten (s. vorstehenden Kasten).

Obwohl in der Vergangenheit auf Ölpreisseigerungen in mehreren Fällen ein Anstieg der Inflation folgte, schienen die Marktteilnehmer im aktuellen Fall weniger dies zu befürchten als die dämpfende Wirkung, die höhere Ölpreise auf die Gesamtnachfrage und die Unternehmensgewinne haben könnten. Die langfristigen Inflationserwartungen – dies zeigten Umfragen ebenso wie die Kurse inflationsindexierter Anleihen – blieben verhalten.

Niedrige Volatilitäten trotz geringerer Risikobereitschaft

Selbst als die Anleihen- und Aktienanleger die kurzfristigen Wachstumsperspektiven neu bewerteten, blieben die Volatilitäten von Aktien gering. Die implizite Volatilität von Optionen auf den S&P 500 blieb deutlich unterhalb ihres Durchschnitts von 20% für den Zeitraum 1995–2003, und die wenigen steilen Aufwärtsbewegungen, wie z.B. nach der Veröffentlichung des US-Arbeitsmarktreports am 6. August, kehrten sich rasch wieder um. Die aus diesen Optionen abgeleiteten Messwerte für die Risikoaversion deuten darauf hin, dass die Risikoaversion der Aktienanleger im zweiten und dritten Quartal 2004 zunahm. Normalerweise würde dies zu einem Anstieg der impliziten Volatilität führen. Offenbar wurde diese Wirkung jedoch durch die Erwartung der Anleger kompensiert, dass die Volatilität auch künftig ungewöhnlich niedrig bleiben würde.

### Bessere Bonität stabilisiert Zinsaufschläge

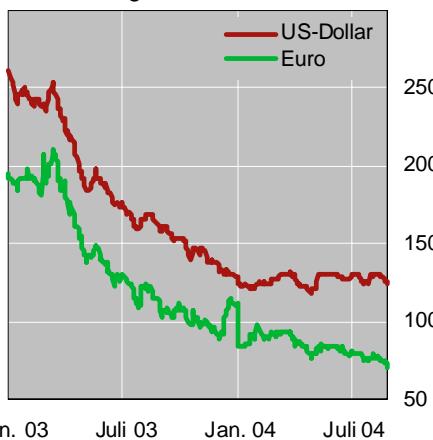
Renditenaufschläge geringer ...

Die Anleger an den Kreditmärkten nahmen die Entwicklungen der Anleihe- und Aktienmärkte anscheinend gelassen hin. Die Renditenaufschläge auf US-Dollar-Unternehmensanleihen von Schuldern mit BBB-Rating blieben während der ersten acht Monate des Jahres 2004 weitgehend unverändert und schwankten zwischen etwa 120 und 130 Basispunkten. Die Aufschläge auf Euro-Anleihen mit BBB-Rating waren sogar leicht rückläufig; von 90 Basispunkten zum Jahresende 2003 fielen sie bis Ende August 2004 auf etwa 80 Basispunkte (Grafik 1.6). Unternehmen mit Ratings unterhalb von BBB sind generell sensitiver gegenüber höheren Zinsen als Unternehmen mit Anlagequalität, da sie oft höhere Schuldenlasten und kürzerfristige Verbindlichkeiten haben. Dennoch blieben auch die Renditenaufschläge auf hochrentierende Unternehmensanleihen nach den Anhebungen der US-Leitzinsen relativ stabil. Anfang August näherten sich diese Aufschläge am Dollar-Markt sogar den früher im Jahr erreichten Tiefständen.

## Renditeaufschläge<sup>1</sup>

Optionsbereinigte Aufschläge auf Renditen von Staatsanleihen; Basispunkte

### BBB-Rating



### Hochrentierend



<sup>1</sup> Unternehmensanleiheindizes von Merrill Lynch.

Quellen: Bloomberg; Merrill Lynch.

Grafik 1.6

Die anhaltende Verbesserung der Bonität der Unternehmen dürfte die Anleger an den Kreditmärkten zuversichtlich gestimmt haben. Die Zahl der Insolvenzen und Rating-Herabstufungen ging im ersten Halbjahr 2004 weiter zurück. Laut Moody's wurden weltweit sogar erstmals seit 2000 mehr (wenn auch nur wenig mehr) Unternehmen höher als niedriger eingestuft. Sowohl in Europa als auch in den USA führten Finanzinstitute, vor allem Banken, die Trendwende in der Bonität an. Bei den Wirtschaftsunternehmen überwogen zwar weiterhin die Rating-Herabstufungen, doch mit geringerem Abstand.

... aufgrund  
rückläufiger  
Insolvenzen ...

Die Mittelaufnahme der Unternehmen in den USA, Europa und Japan blieb verhalten, da sie weiterhin um Schuldenabbau bemüht waren. In der ersten Jahreshälfte 2004 war der Absatz von Unternehmensanleihen am Dollarmarkt um 15% und am Euromarkt um fast 40% niedriger als im Vorjahreszeitraum (Grafik 1.7). Zwar erreichten die Konsortialkredite im zweiten Quartal Rekordhöhen, doch handelte es sich hierbei zum grossen Teil um Refinanzierungen (s. Kasten „Internationale Konsortialkredite im zweiten Quartal 2004“ in „Das internationale Bankgeschäft“). Banken gewannen Schuldner mit immer attraktiveren Finanzierungsbedingungen dafür, ihre Darlehen vor Fälligkeit zu refinanzieren; die Zinsaufschläge auf Konsortialkredite schienen in der ersten Jahreshälfte weiter zu schrumpfen, wenn auch die Aufschläge auf Unternehmensanleihen nahezu unverändert blieben.

... und  
Schuldenabbaus  
der Unternehmen

Die Mittelaufnahme der Unternehmen könnte in naher Zukunft wieder anziehen. Besonders in den USA war die Verbesserung der Unternehmensbilanzen im Zeitraum 2002/03 zum grossen Teil der Erholung der Gewinnlage zu verdanken.<sup>2</sup> Da das Wachstum der Gewinne nun nachzulassen beginnt,

<sup>2</sup> S. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 74. Jahresbericht, 28. Juni 2004, S. 124ff.

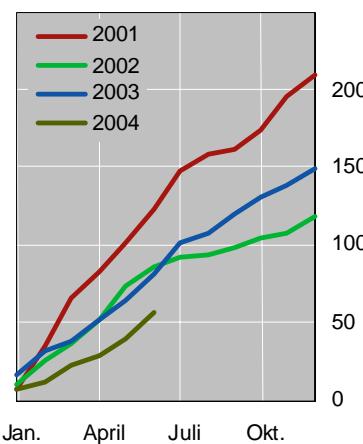
## Märkte für Unternehmensanleihen

Wirtschaftsunternehmen; Mrd. in Landeswährung

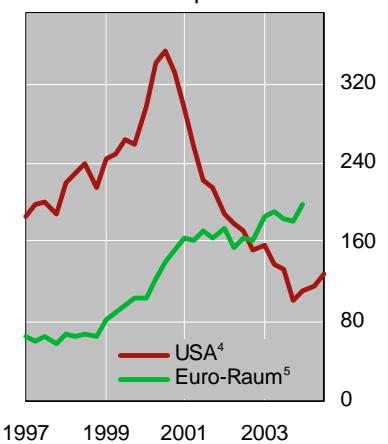
Anleihenabsatz USA<sup>1,2</sup>



Anleihenabsatz Euro-Raum<sup>1</sup>



Commercial Paper<sup>3</sup>



<sup>1</sup> Kumulierter monatlicher Bruttoabsatz. <sup>2</sup> Einschl. Finanzunternehmen. <sup>3</sup> Umlauf. <sup>4</sup> Saisonbereinigt. <sup>5</sup> Inländischer und internationaler Absatz.

Quellen: Europäische Kommission; Bloomberg; Euroclear; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ. Grafik 1.7

dürfte der Fremdmittelbedarf der Unternehmen wieder steigen, wenn die seit Mitte 2003 beobachtete Wiederbelebung der Investitionstätigkeit anhält. Es gibt bereits Anzeichen für eine vermehrte kurzfristige Mittelaufnahme: In der ersten Jahreshälfte 2004 erholte sich z.B. der Absatz von Commercial Paper von Wirtschaftsunternehmen in den USA und dem Euro-Raum (Grafik 1.7).

Die Unternehmen in den USA und Europa haben in den letzten Jahren erhebliche Barmittel angehäuft; ob sie allerdings diese Mittel dazu verwenden werden, ihre Neuverschuldung zu verringern oder ausstehende Schulden zu tilgen, ist nicht klar. Zum Monatsende März 2004 entsprachen die liquiden Mittel der US-Wirtschaftsunternehmen 23% ihrer ausstehenden Schulden, verglichen mit einem Durchschnitt von 18% in den neunziger Jahren (Grafik 1.8). Die Kassenbestände und Bankeinlagen der Unternehmen im Euro-Raum entsprachen fast 25% ihrer ausstehenden Schulden. Diese Mittel könnten für Finanzierungszwecke eingesetzt werden, z.B. für die Rückzahlung von Fremdmitteln mit kurzer Restlaufzeit – dies käme den Inhabern von Anleihen zugute. Alternativ dazu könnten sie für die Finanzierung von Fusionen und Übernahmen, für Aktienrückkäufe oder für Dividendenausschüttungen eingesetzt werden – hiervon würden die Aktionäre mehr profitieren als die Inhaber von Anleihen.

Offenbar ziehen die Unternehmen letzteres vor: Übernahmen (auch fremdfinanzierte Übernahmen) und Aktienrückkäufe nehmen zu. Den verfügbaren Daten zufolge sind Aktienrückkäufe von US-Unternehmen seit Mitte 2003 um mehr als die Erst- und Folgeangebote von Aktien gestiegen, sodass der Nettoabsatz von Aktien zurückging. Im Gegensatz zu den frühen neunziger Jahren wurde die Nettoaktienemission von US-Unternehmen während der jüngsten Periode des Schuldenabbaus im Unternehmenssektor nie positiv.

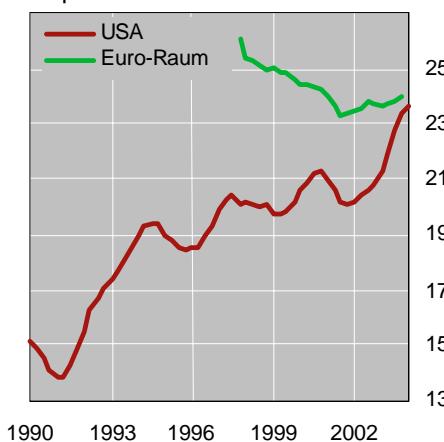
Grössere Liquidität  
der Unternehmen ...

... führt zu  
Aktienrückkäufen

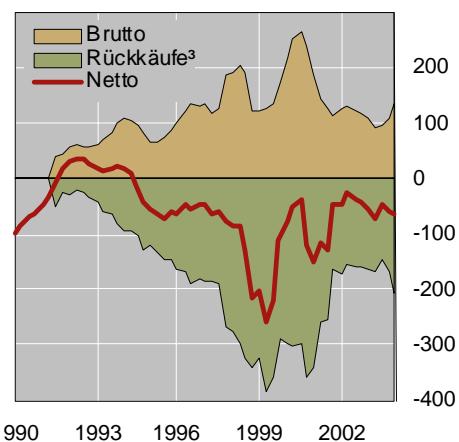
## Unternehmensfinanzierung

Gleitender 4-Quartals-Durchschnitt

### Liquide Aktiva<sup>1</sup>



### US-Aktienabsatz<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Kassa- und Bankeinlagen in Prozent der Gesamtverschuldung (Kredite zuzüglich Wertpapieren ohne Aktien); USA: einschl. marktfähiger Finanzaktiva; Wirtschaftsunternehmen. <sup>2</sup> Mrd. US-Dollar; auf Jahresbasis. <sup>3</sup> Geschätzt als Differenz zwischen dem Bruttoaktienabsatz gemäss Meldungen von Bloomberg und Nettoaktienabsatz gemäss Mittelflussdaten.

Quellen: EZB; Bloomberg; Angaben der einzelnen Länder; Berechnungen der BIZ.

Grafik 1.8

## Aufstrebende Volkswirtschaften erholen sich trotz Zinsanstieg

An den aufstrebenden Märkten schienen die Anleger ebenso wie an den Kreditmärkten unbeeindruckt von den negativen Meldungen, die die Anleiherenditen und Aktienkurse der wichtigsten Märkte drückten. Tatsächlich wurden die Renditenaufschläge auf Schuldtitle aufstrebender Volkswirtschaften enger, während die US-Renditen fielen (Grafik 1.9). Die Ausweitung der Aufschläge auf Titel aufstrebender Volkswirtschaften, mit der die Verkaufswelle an den globalen Anleihemärkten Ende April und Anfang Mai einhergegangen war, ging im Laufe der folgenden drei Monate grösstenteils wieder zurück. Am 27. August standen die Renditenaufschläge der aufstrebenden Volkswirtschaften mit 425 Basispunkten um 125 Basispunkte unter ihrem Spitzenwert von Mitte Mai.

Auch in aufstrebenden Volkswirtschaften schmalere Renditenaufschläge ...

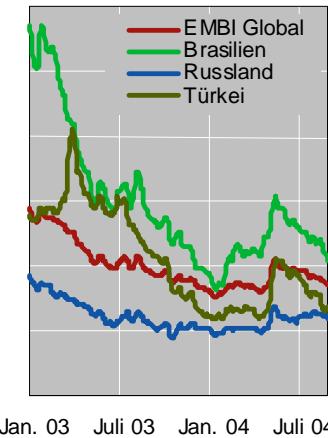
Zur Verringerung der Spreads auf Titel aufstrebender Volkswirtschaften im Juli und August trug Berichten zufolge die Erneuerung von Carry Trades bei, die während der Verkaufswelle glattgestellt worden waren. Die Anleger verstärkten ihre Positionen in höher rentierenden Schuldtitlen; dies förderte den raschen Rückgang der Spreads auf Staatsschulddtitle Brasiliens, der Türkei und anderer Länder mit niedriger Bonität gegenüber ihren Spitzenwerten von Mitte Mai. Meldungen über günstige wirtschaftliche Entwicklungen in diesen Ländern, z.B. einen steigenden Leistungsbilanzüberschuss in Brasilien und starke Produktivitätsgewinne in der Türkei, verliehen dem Aufwärtstrend zusätzlichen Schwung.

... gefördert durch neuerliche Carry Trades

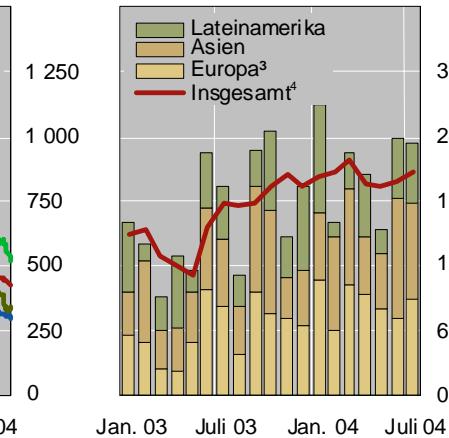
Die Bewegungen der Märkte waren in erster Linie von Veränderungen der Erwartungen hinsichtlich der US-Leitzinsen bestimmt, doch gelegentlich

## Aufstrebende Volkswirtschaften

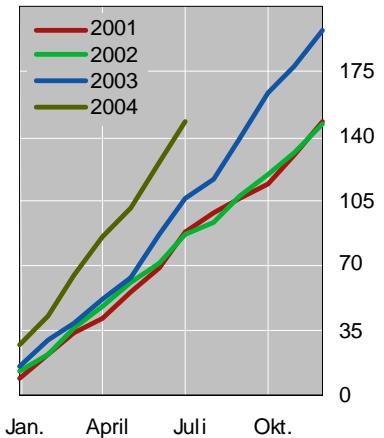
Renditenaufschläge<sup>1</sup>



Absatz nach Region<sup>2</sup>



Kumulierter Absatz<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Bereinigte Aufschläge für Staatsschulden auf die Renditen von Staatsanleihen, Basispunkte; Emerging-Market-Anleihenindizes von JPMorgan Chase. <sup>2</sup> Angekündigte Begebnungen von internationalen Anleihen, Notes und Konsortialkrediten; Mrd. US-Dollar. <sup>3</sup> Einschl. Nahen Ostens und Afrikas. <sup>4</sup> Gleitender 3-Monats-Durchschnitt.

Quellen: Dealogic; JPMorgan Chase; Berechnungen der BIZ.

Grafik 1.9

erhöhten auch andere Faktoren die Volatilität. Die Verbriefung bilateraler Forderungen an Russland durch die Bundesrepublik Deutschland liess ähnliche Verkäufe durch andere Staaten möglich erscheinen (s. „Der internationale Anleihemarkt“). Folglich stiegen direkt nach der Bekanntgabe der Transaktion am 24. Juni der Renditenaufschlag auf russische Staatspapiere um mehr als 20 Basispunkte und der EMBI Global um 10 Basispunkte. Die Lage stabilisierte sich jedoch rasch, als die Marktteilnehmer begriffen, dass es sich um eine einmalige Transaktion handelte.

Bemerkenswerterweise hatte ein Run auf russische Banken in der Jahresmitte selbst auf die russischen Märkte nur geringfügige Auswirkungen. Die Bankenkrise begann im Mai, als die russischen Behörden eine Bank wegen des Verdachts der Geldwäsche schlossen. Daraufhin zogen Kunden anderer Banken, die ähnlicher Aktivitäten verdächtigt wurden, ihre Einlagen ab; dies gipfelte Anfang Juli in einem massiven Mittelabzug von mehreren der grössten privaten Banken. Um deren Liquiditätsprobleme zu lindern, lockerte die Zentralbank Ende Juni die Mindestreserveanforderungen, forderte die staatlichen Banken auf, verstärkt Interbankkredite zu vergeben, und unterstützte die Einführung einer Einlagensicherung Mitte Juli. Die Eigentümer von Banken, die dem Mittelabzug ausgesetzt waren, führten zusätzliches Kapital zu oder verkauften ihr Institut an eine stärkere Bank. Dank der raschen Reaktion der russischen Behörden und Bankeigentümer änderten sich die Renditenaufschläge auf russische Staatspapiere nur wenig (Grafik 1.9). Selbst die Interbanktagessätze blieben unterhalb der Spitzenwerte, die sie während der allgemeinen Verkaufswelle bei Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften im April erreicht hatten.

Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften beeilten sich, die im ersten Halbjahr herrschenden günstigen Finanzierungsbedingungen zu nutzen. Die Mittelaufnahme von Schuldern aus aufstrebenden Volkswirtschaften an

Minimaler Schaden  
durch die russische  
Bankenkrise

Starkes  
Absatzwachstum  
bei Schuldtiteln

den internationalen Anleihemärkten und den Märkten für Konsortialkredite zog weiter an; allein im Juli wurden \$ 23 Mrd. aufgenommen (Grafik 1.9). Besonders aktiv waren asiatische Unternehmen, vor allem exportorientierte Unternehmen aus Korea und Taiwan (China). Vorausfinanzierungen in Erwartung der Leitzinsanhebungen in den USA trugen zu dem hohen Absatz bei; ein Teil der überschüssigen Mittel wurde wiederum bei Banken der wichtigsten Finanzplätze deponiert (s. „Das internationale Bankgeschäft).