

Haben Unternehmen das Niedrigzinsumfeld genutzt, um sich kostengünstige Finanzierungen zu sichern?

Im Gefolge der globalen Finanzkrise weiteten Nichtfinanzunternehmen ihre Anleiheemissionen erheblich aus. Ihr durchschnittlicher jährlicher Nettoabsatz von Anleihen und Notes erhöhte sich von knapp \$ 30 Mrd. im Zeitraum 2001–06 auf fast \$ 70 Mrd. in den Jahren 2010–12 (blaue Linie in Grafik A links).^① Per Ende März 2013 erreichte der über 12 Monate kumulierte Nettoabsatz dann einen Rekordwert von knapp \$ 100 Mrd. Ein bedeutender Anteil der Emissionen erfolgte durch Nichtfinanzunternehmen mit Rating unterhalb Investment-Grade. In den 12 Monaten bis Ende März 2013 nahmen Unternehmen mit Rating BBB– oder darunter insgesamt \$ 29 Mrd. (brutto) über die Anleihemärkte auf (schattierte Bereiche in Grafik A links), was 19% des Bruttoabsatzes aller Nichtfinanzunternehmen entsprach. Absolut gesehen ist dies ein Rekordbetrag, doch bei relativer Betrachtung liegt der Anteil der hochrentierenden Emissionen unter dem Anteil von 25%, der Ende 2006/Anfang 2007 verzeichnet worden war, und den 23% von Anfang 2011.

Dem regeren Anleiheabsatz der Nichtfinanzunternehmen standen rückläufige Emissionen der Finanzinstitute gegenüber. Der weltweite Nettoabsatz von Bonds und Notes durch Finanzinstitute war in den 12 Monaten bis Mai 2006 auf einen Spitzenwert von gut \$ 400 Mrd. geklettert, brach aber anschliessend im Zeitraum von 2008 bis 2012 auf einen jährlichen Durchschnitt von \$ 150–200 Mrd. ein. In den 12 Monaten bis März 2013 setzten die Finanzinstitute netto lediglich noch \$ 32 Mrd. ab, was dem niedrigsten Emissionsvolumen seit mehr als zehn Jahren entsprach.

Während und kurz nach der Finanzkrise hing die verstärkte Emissionstätigkeit der Nichtfinanzunternehmen zumindest teilweise mit dem geringeren Angebot an Bankfinanzierungen zusammen; in letzter Zeit scheint dieser Faktor allerdings an Bedeutung verloren zu haben. Die Vergabe von Konsortialkrediten, die als enges Substitut für Anleiheemissionen gelten, fiel 2008 und 2009 stark ab, zog aber ab Ende 2010 wieder an (Grafik A rechts). Ende 2011 erreichte die Anzahl neu gezeichneter Konsortialkreditfazilitäten ihren Höhepunkt. Die anhaltende Zunahme der Kreditvergabe an Unternehmen mit niedrigerem Rating deutet jedoch darauf hin, dass der anschliessende Rückgang der Konsortialkreditvergabe insgesamt eher auf eine geringere Nachfrage seitens der Investment-Grade-Unternehmen als auf ein geringeres Mittelangebot zurückzuführen ist.

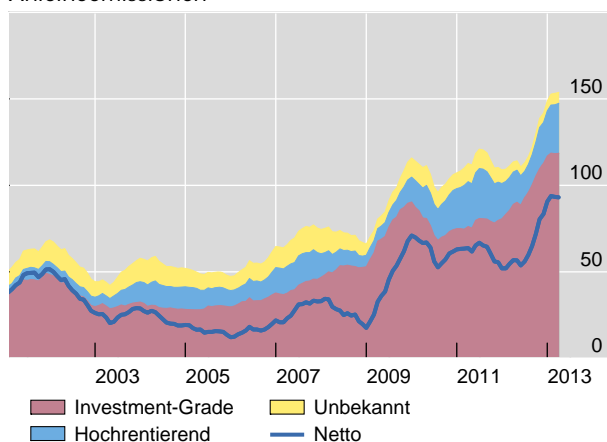
① Die Daten zu den Emissionsvolumina umfassen sowohl internationale als auch inländische durch internationale Bankenkonsortien syndizierte Emissionen.

Finanzierung von Nichtfinanzunternehmen¹

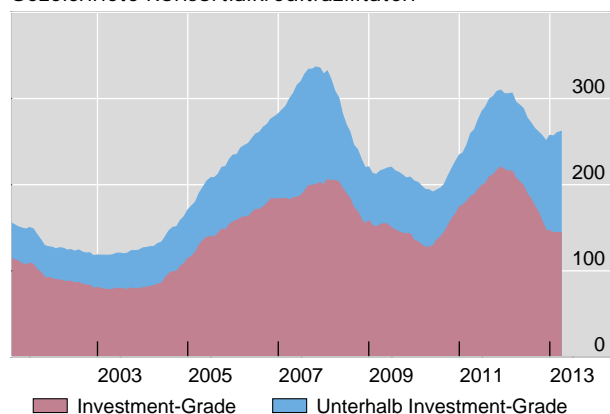
Mrd. US-Dollar

Grafik A

Anleiheemissionen



Gezeichnete Konsortialkreditfazilitäten



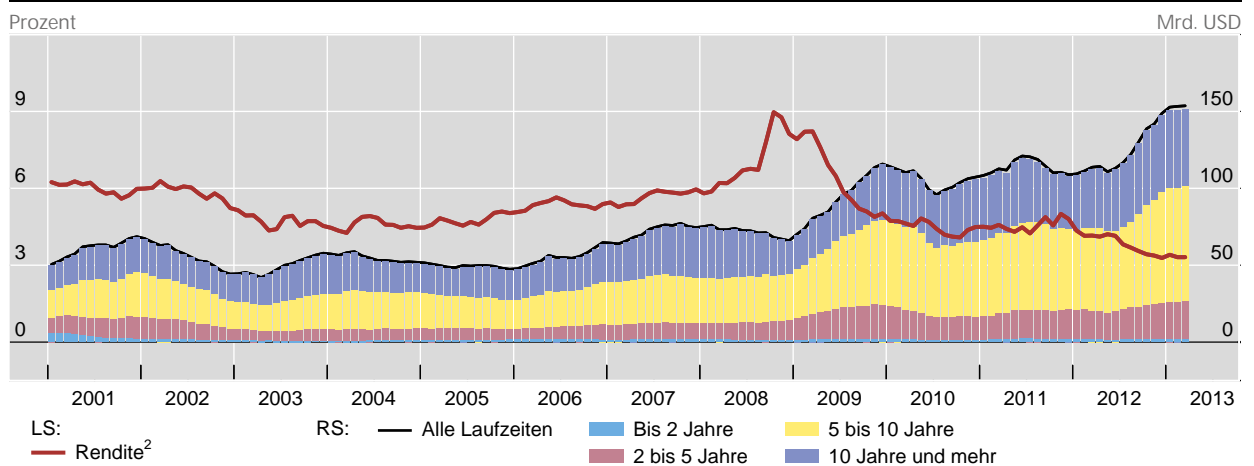
¹ Gleitender 12-Monats-Durchschnitt.

Quellen: Dealogic; Berechnungen der BIZ.

Wenngleich sich kleinere Unternehmen tendenziell eher über Konsortialkredite und grössere eher über die Begebung von Unternehmensanleihen finanzieren, gibt es doch einige Überschneidungen zwischen den zwei Märkten. Folglich könnte die beobachtete Verschiebung von Konsortialkrediten zu Anleiheemissionen damit zusammenhängen, dass Unternehmen das Niedrigzinsumfeld nutzen, um günstige Finanzierungsbedingungen festzuschreiben. Die Renditen von Unternehmensanleihen schnellten im Verlauf der Krise in die Höhe, fielen aber anschliessend rasch auf Rekordtiefstände ab (Grafik B). Konsortialkredite sind in der Regel variabel verzinst, während die Kupons auf Unternehmensanleihen meist festgeschrieben sind und es den Emittenten somit ermöglichen, sich längerfristig niedrige Zinssätze zu sichern. Bei den Anleiheemissionen der Nichtfinanzunternehmen handelte es sich überwiegend um langfristige Titel, was mit der oben aufgestellten Hypothese im Einklang steht. Gut ein Drittel aller 2010 und danach abgesetzten Anleihen hatten Anfangslaufzeiten von 10 Jahren oder mehr, und fast die Hälfte wurde mit Laufzeiten von 5–10 Jahren begeben. Eine solche Laufzeitenverteilung ist allerdings keineswegs ungewöhnlich. Tatsächlich ist der Anteil sehr langfristiger Unternehmensanleihen gegenwärtig sogar niedriger als in den Jahren unmittelbar vor Ausbruch der Krise, als er sich um die 40% bewegt hatte. Somit stützt diese Entwicklung nur teilweise die Hypothese, dass die Nichtfinanzunternehmen das Niedrigzinsumfeld genutzt haben, um sich kostengünstige langfristige Finanzierungen zu sichern.

Anleiheemissionen nach Anfangslaufzeit¹

Grafik B



¹ Begeben von Nichtfinanzunternehmen auf beliebigem Markt; gleitender 12-Monats-Durchschnitt. ² Rendite auf Endfälligkeit; Global Broad Market Corporate High Yield Index der Bank of America Merrill Lynch.

Quellen: Bank of America Merrill Lynch; Dealogic; Berechnungen der BIZ.