

Benjamin H. Cohen

(+41 61) 280 8921
benjamin.cohen@bis.org

Eli M. Remolona

(+41 61) 280 8414
eli.remolona@bis.org

1. Überblick: Blicken die Märkte schon auf die Zeit nach dem Abschwung?

Die Stimmungsumschwünge an den Märkten waren in den ersten Monaten 2001 besonders ausgeprägt. Zwar hatte sich das Wirtschaftswachstum in den USA offensichtlich beträchtlich verlangsamt, doch schwankten die Marktteilnehmer in ihrer Einschätzung, wie lang und tief der Abschwung voraussichtlich sein würde, inwieweit er auf Europa und andere Regionen übergreifen würde und wie er sich auf die Unternehmensgewinne und die Kreditqualität auswirken würde. Zinssenkungen der Federal Reserve in den USA, die jeweils zwischen zwei Sitzungsterminen erfolgten, gaben den Märkten im allgemeinen Auftrieb, während sich Gewinnwarnungen von Unternehmen tendenziell dämpfend auf die Aktienmärkte auswirkten. Im April gingen die Anleger offenbar schon von einer kurzen Abschwächung aus und rechneten mit einer kräftigen Erholung der Unternehmensgewinne.

Verglichen mit Aktienanlegern schienen die Anleger in festverzinslichen Instrumenten weniger anfällig für Meinungsänderungen. Als die kurzfristigen Zinssätze sanken und zuversichtlich mit einer baldigen Erholung gerechnet wurde, wurden die Renditenstrukturkurven sowohl für den US-Dollar als auch für den Euro allmählich steiler und die Zinsaufschläge auf Kredite kleiner. Bei den sich daraus ergebenden günstigen Bedingungen am Markt für langfristige Schuldtitle kehrten Schuldner mit niedriger und mittlerer Bonitätseinstufung in Scharen an den Markt zurück. Auch einige Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften nahmen den Markt wieder in Anspruch. Ein grosser Teil der am Markt aufgenommenen Mittel diente der Tilgung von Bankverbindlichkeiten und Commercial Paper aus dem vierten Quartal 2000.

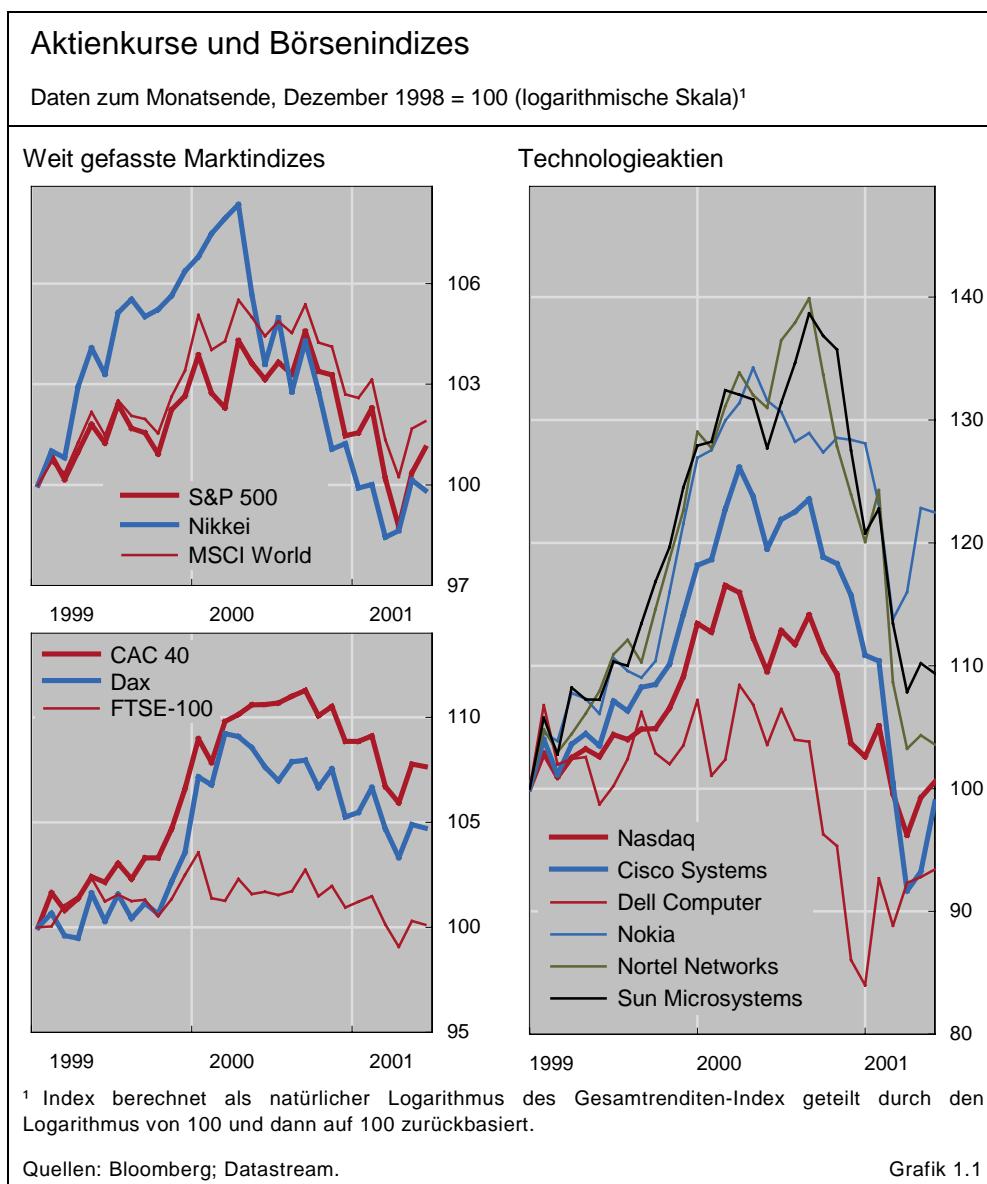
Die internationalen Banken lenkten diese Tilgungszahlungen in den meisten Fällen nicht in neue Kreditvergaben. Nachdem die Banken dem kurzfristigen Finanzierungsbedarf von Schuldern mit niedrigerer Bonität Ende 2000 zögernd entsprochen hatten, verringerten sie im ersten Quartal 2001 ihre Kreditvergabe. Insbesondere das Konsortialkreditgeschäft ging deutlich zurück. Der Nettoabsatz von Commercial Paper, der in der Regel eine Backup-Fazilität einer Bank erfordert, war am internationalen Markt schwach und am US-Markt negativ.

Stimmungsumschwünge erschüttern Aktienmärkte

In den ersten Monaten des Jahres 2001 dauerten die weltweiten Aktienkurskorrekturen an, die rund ein Jahr zuvor begonnen hatten. Nach einem Rückgang um 13 % von April bis Dezember 2000 rutschte der MSCI World Index von Januar bis Mai 2001 um weitere 5 % ab (Grafik 1.1). Am meisten betroffen waren die Technologiewerte; der Nasdaq fiel in den ersten fünf Monaten 2001 um 15 % und ist damit seit April 2000 um 45 % zurückgegangen.

Weitere Aktienkurskorrekturen ...

Während sich die meisten grossen Aktienmärkte der Welt in den ersten Monaten 2001 im Gleichklang bewegten, folgte der Markt in Tokio einem eigenen Weg. Die De-facto-Rückkehr zur Nullzinspolitik im März und die neue Regierung im April verliehen dem Markt wieder Auftrieb. Der Nikkei-Durchschnitt stieg im März und April sprunghaft um 15 % und übertraf damit die Entwicklung der anderen nationalen Indizes.

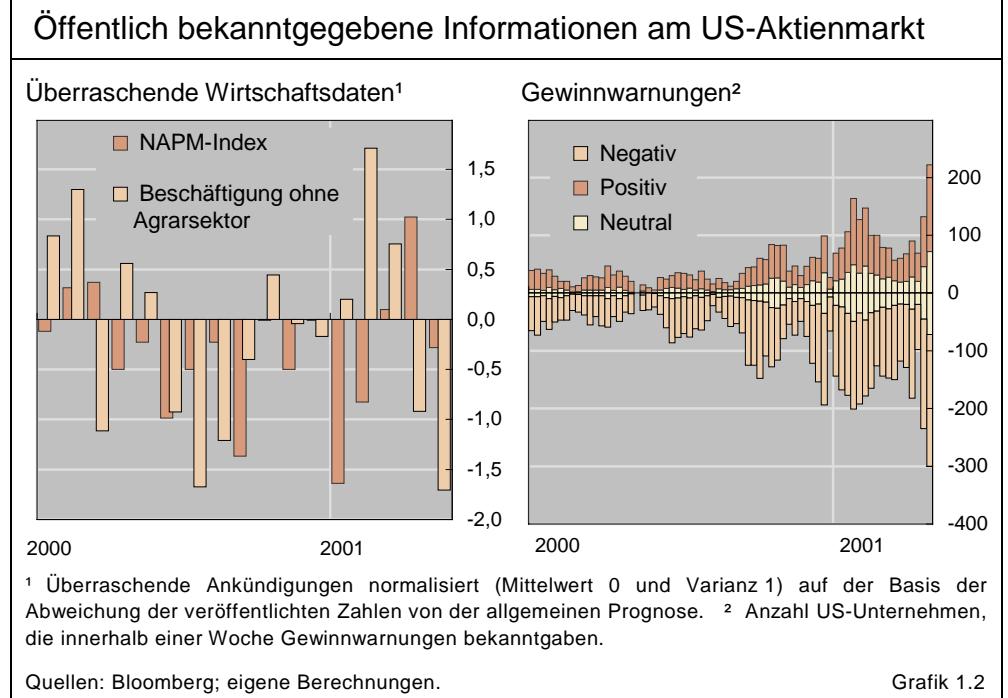


... phasenweise von
Optimismus
unterbrochen

Der weltweite Rückgang der Aktienkurse setzte sich nicht ununterbrochen fort. Die Kursentwicklung war durch scharfe und plötzliche Umschwünge gekennzeichnet. Nach einer optimistischen Phase im Januar schlug die Stimmung der Anleger im Februar und März in Pessimismus um; im April kehrte sie zum Optimismus zurück, und Mitte Mai waren die Aussichten wieder düsterer. Die optimistischen Phasen standen im Zusammenhang mit überraschenden Notenbankzinssenkungen, die pessimistischen mit Nachrichten über Unternehmensgewinne und gesamtwirtschaftliche Entwicklungen.

Die Baissephasen an den Aktienbörsen waren dadurch gekennzeichnet, dass die Anleger angesichts der augenscheinlichen Reagibilität der Unternehmensgewinne gegenüber der Entwicklung in der Weltwirtschaft verunsichert waren. Eine Flut von Gewinnwarnungen im Februar und März liess darauf schliessen, dass die Unternehmensgewinne stärker zurückgegangen waren, als die Anleger erwartet hatten, insbesondere im Technologiebereich (Grafik 1.2). Im Mai leitete eine Gewinnwarnung von Sun Microsystems eine Runde von Kursrückgängen ein. Die konjunkturelle Verlangsamung legte zwei Schwachstellen dieser Unternehmen blass. Erstens hatten sie die Nachfrage nach ihren Produkten überschätzt und überhöhte Investitionen in Entwicklung, Ausrüstung und Lagerhaltung vorgenommen. Zweitens sind ihre Produktionsprozesse stark durch hohe Fixkosten und niedrige variable Kosten geprägt. Bedingt durch dieses hohe operative Verhältnis führten Kürzungen der Produktion infolge hoher Absatzeinbussen nicht zu entsprechenden Kosten senkungen. Aus diesen beiden Gründen brachen die Gewinne bei den Technologieunternehmen in der Regel stärker ein als bei anderen Unternehmen.

Gewinne durch
hohes operatives
Verhältnis beein-
trächtigt ...



Senkung von Leitzinssätzen und Aktienkurse 2001				
Datum	Währungsbehörde	Leitzinssenkung (Basispunkte)	Börsenindex	Kursänderung innerhalb eines Tages (in %)
03. Januar	Federal Reserve	50	Nasdaq	14,2
31. Januar	Federal Reserve	50	Nasdaq	– 2,3
08. Februar	Bank of England	25	FTSE 100	– 0,3
01. März	Bank of Japan	10	Nikkei	– 3,3
19. März	Bank of Japan	15	Nikkei	7,5
20. März	Federal Reserve	50	Nasdaq	– 4,8
05. April	Bank of England	25	FTSE 100	1,6
18. April	Federal Reserve	50	Nasdaq	8,1
10. Mai	Bank of England	25	FTSE 100	1,2
10. Mai	Europäische Zentralbank	25	DJ Euro Stoxx	1,9
15. Mai	Federal Reserve	50	Nasdaq	0,2

Tabelle 1.1

Die dynamischen Phasen an den Märkten liessen den grossen Einfluss überraschender Senkungen der Notenbankzinssätze sichtbar werden. Die Federal Reserve in den USA kündigte zweimal eine Herabsetzung des Ziels für ihren Tagesgeldsatz um 50 Basispunkte ausserhalb einer planmässigen Sitzung des Offenmarktausschusses (FOMC) an. Beide Massnahmen, die erste am 3. Januar, die zweite am 18. April, kamen für die Marktteilnehmer überraschend und führten weltweit zu Erholungen an den Märkten (Tabelle 1.1). Die Ankündigungen dreier weiterer Senkungen von Notenbankzinsen unterschieden sich hiervon insofern, als sie zum Zeitpunkt von FOMC-Sitzungen kamen und den Märkten keinen Auftrieb verliehen konnten. Die Bank of Japan erklärte am 19. März, sie werde zu einer Strategie der „quantitativen Lockung“ übergehen, womit sie ihren Notenbankzinssatz praktisch wieder auf null drückte. Am ersten Handelstag nach dieser unerwarteten Änderung legte der Nikkei-Index um 7 % zu. Die Anleger interpretierten diese überraschenden Massnahmen offenbar als Signale, dass die betreffenden Zentralbanken entschlossen waren, die Wirtschaft wieder anzukurbeln. Von anderen Notenbankzinssenkungen, die von den Marktteilnehmern nicht erwartet worden waren, ging anscheinend keine solche Signalwirkung aus, und sie wirkten sich daher an den Aktienmärkten weniger stark aus. Beispielsweise reduzierten sowohl die Europäische Zentralbank als auch die Bank of England am 10. Mai ihre Zinssätze beinahe ohne Vorwarnung, aber für die Aktienmarktteilnehmer blieben diese Massnahmen anscheinend ohne grosse Wirkung. Allerdings gab es keinen Hinweis darauf, dass die Zentralbanken beabsichtigten, die Preise von Vermögenswerten zu beeinflussen.

Geldpolitische Überraschungsschritte von den Aktienmärkten begrüßt ...

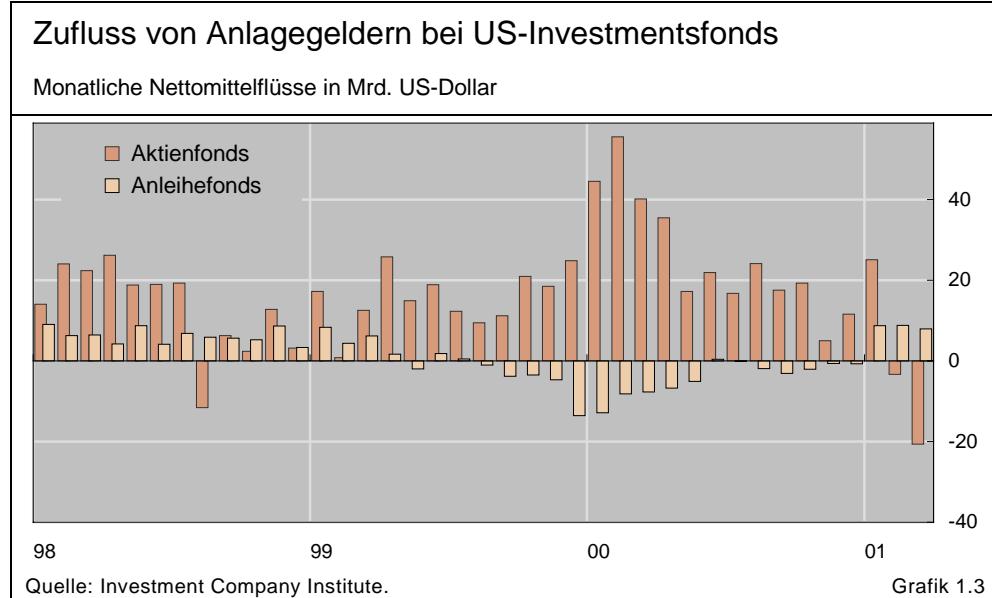
... andere dagegen skeptisch aufgenommen

Die Hausephasen an den Märkten liessen auch einen anhaltenden Optimismus hinsichtlich der Aussichten für die Unternehmen über die derzeitige Abschwächung hinaus erkennen, denn die Anleger zeigten ein grosses Interesse daran, durch die Abschwächung „hindurch“ auf eine erwartete künftige

Erwartung einer raschen Erholung treibt Kurs/Gewinn-Verhältnisse nach oben

Gewinnerholung zu schauen. Dieser Optimismus zeigte sich daran, dass die Aktienanleger bereits das Ausbleiben schlechter Nachrichten als gutes Zeichen werteten. Am 4. April beispielsweise liess die Nachricht, dass Dell Computer ihre stark verringerte Gewinnschätzung einhalten würden, an einem einzigen Tag den Nasdaq Composite um 9 % und den MSCI World Index um 3 % nach oben schnellen. Früher hätten solche Nachrichten die Aktienkurse gedrückt, denn die Anleger hätten erwartet, dass das Unternehmen seine Gewinnschätzungen übertreffen würde. Im April 2001 waren die Anleger zunehmend überzeugt, dass die weltweite Abschwächung von kurzer Dauer sein würde und dass die Unternehmensgewinne mit der Konjunkturerholung wieder kräftig wachsen würden. So stiegen die Aktienkurse im S&P-500-Index mit der Kursrallye im April auf das 27fache der tatsächlich erzielten Gewinne; dieses Kurs/Gewinn-Verhältnis war fast doppelt so hoch wie der historische Durchschnitt. Bei den Technologieaktien war der Optimismus noch grösser; das Kurs/Gewinn-Verhältnis des Nasdaq Composite war sechsmal so hoch wie das des S&P 500.

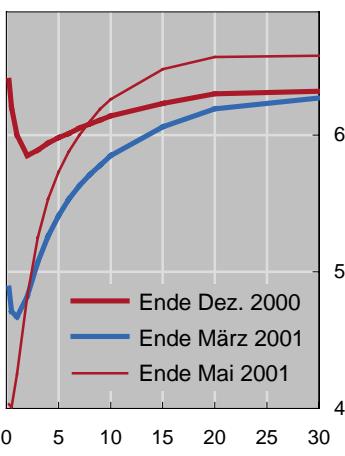
Besonders interessant war, dass die Anleger in US-Investmentfonds im Berichtszeitraum ungewöhnlich rasch auf die Marktentwicklung reagierten. Erstmals seit dem russischen Schuldenmoratorium im August 1998 zogen sie Mittel aus US-Aktienfonds ab. Angesichts des Aktienkursrückgangs im Februar und März 2001 betragen die Nettoabflüsse aus diesen Fonds in diesen beiden Monaten \$ 24 Mrd. (Grafik 1.3). Ein Teil davon wurde in Anleihefonds, ein anderer Teil in Geldmarktfonds angelegt.



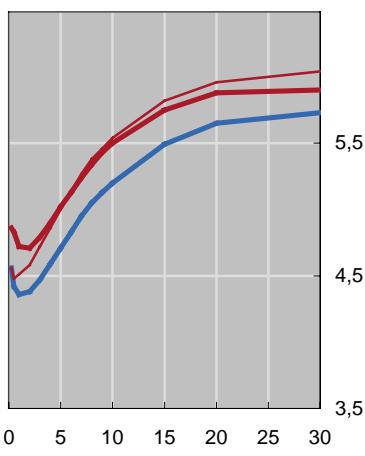
Renditenstrukturkurven für Zinsswaps

Prozent

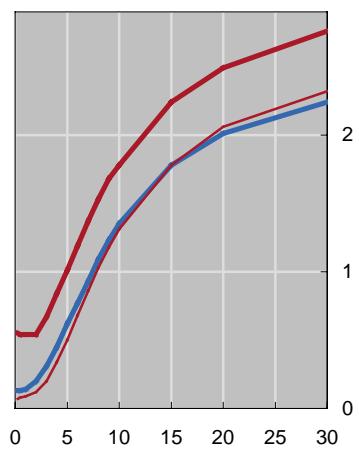
US-Dollar



Euro



Yen



Quelle: Bloomberg.

Grafik 1.4

Renditenstrukturkurven deuten auf wachsenden Optimismus hin

Die Dollar- und die Euro-Renditenstrukturkurve wurden Anfang 2001 immer steiler, was nicht in erster Linie auf eine Zunahme am langen Ende, sondern auf Rückgänge der kurzfristigen Zinssätze zurückzuführen war (Grafik 1.4). Zwar gingen die langfristigen Sätze sowohl in Dollar als auch in Euro im März etwas zurück, als die düstere Stimmung am Aktienmarkt auch den Anleiemarkt zu belasten begann, doch kehrte sich dies im April um, als sich an den Anleihemärkten wieder die Überzeugung durchsetzte, dass eine Abschwächung in den USA oder Europa von relativ kurzer Dauer sein würde. Wie aus dem steilen Verlauf der US-Dollar-Kurve für Laufzeiten von über einem Jahr zu schliessen, waren die Märkte zuversichtlich, dass die Notenbankzinssenkungen das Wirtschaftswachstum erfolgreich wieder ankurbeln würden. Der Zinsanstieg am langen Ende dürfte andererseits auch auf gewisse Inflationsbefürchtungen hindeuten.

Die sich verändernde Form der Renditenstrukturkurve am kurzen Ende folgte recht genau der Entwicklung der Marktauffassungen über die Reaktionen der Währungsbehörden auf die Abschwächung. Die ausgeprägte Absenkung der Renditenstrukturkurven im Bereich der mittleren Laufzeiten war insofern ungewöhnlich, als die Kurve in früheren Phasen geldpolitischer Lockerungen infolge von Risikoprämien meist relativ flach geblieben war. Die Absenkung deutete darauf hin, dass es keine solchen Prämien gab, d.h. dass die Marktteilnehmer mit grosser Zuversicht an ihren Erwartungen festhielten. Im Januar und Februar wurde in den Kurven sichtbar, dass mit einer geldpolitischen Lockerung sowohl in den USA als auch im Euro-Raum gerechnet wurde, wobei davon ausgegangen wurde, dass die Notenbanksätze Ende 2001 ihren Tief-

Niedrige
Risikoprämien in
Renditenstruktur-
kurven deuten auf
Zuversicht hin

punkt erreichen würden. Mitte Mai war die Abwärtsneigung der Kurve nahe dem kurzen Ende so gut wie verschwunden. Bei der Dollarkurve war dies darauf zurückzuführen, dass die Fed die Sätze sehr engagiert gekürzt hatte, so dass der Markt bereit war, die Entwicklung der makroökonomischen Indikatoren abzuwarten, bevor er weitere Zinssenkungen in die Renditenstrukturkurve einpreiste.

In der Kurve für die Euro-Zone, wo die Tendenz zum steileren Verlauf ohnehin weniger ausgeprägt gewesen war, lassen sich zwei Phasen unterscheiden. Von Februar bis Anfang Mai ging der Markt allmählich von der Erwartung ab, dass das Eurosystem eine ähnliche Strategie verfolgen würde wie die Fed, so dass sich die kurzfristige Terminkurve immer mehr anhob und flacher wurde. Nach der überraschenden Zinssenkung am 10. Mai korrigierte der Markt seine Erwartungen für die kurzfristigen Euro-Sätze nach unten, aber die langfristigen Sätze veränderten sich kaum.

An den Devisenmärkten stützten die Händler den US-Dollar unabhängig davon, ob sie von einem optimistischen oder einem pessimistischen Szenario ausgingen. Es wurde erwartet, dass bei einer raschen V-förmigen Erholung das BIP-Wachstum und das Produktivitätswachstum in den USA wieder kräftig anziehen und sich die US-Aktienkurse beleben würden, so dass die beiden Bedingungen wieder gegeben wären, die den Dollar in den letzten beiden Jahren gegenüber anderen Währungen stützten. Ironischerweise dürfte auch eine langwierigere Abschwächung in den USA als positiv für den Dollar eingeschätzt worden sein, begründet durch die Funktion des Dollars als sicherer Hafen sowie die Auffassung, dass dies ein wesentlich langsameres Wachstum und niedrigere Anlageerträge in anderen Ländern bedeuten würde. So festigte sich der Dollar gegenüber dem Euro im März von 0,94 auf unter 0,88, während die Aktienmärkte in den USA (und anderen Ländern) auf ihre jüngsten Tiefstände fielen. Als sich jedoch die weltweiten Aktienmärkte im April und Mai erholten, blieb der Dollar gegenüber dem Euro im Bereich von 0,88-0,90, um später weiter aufzuwerten.

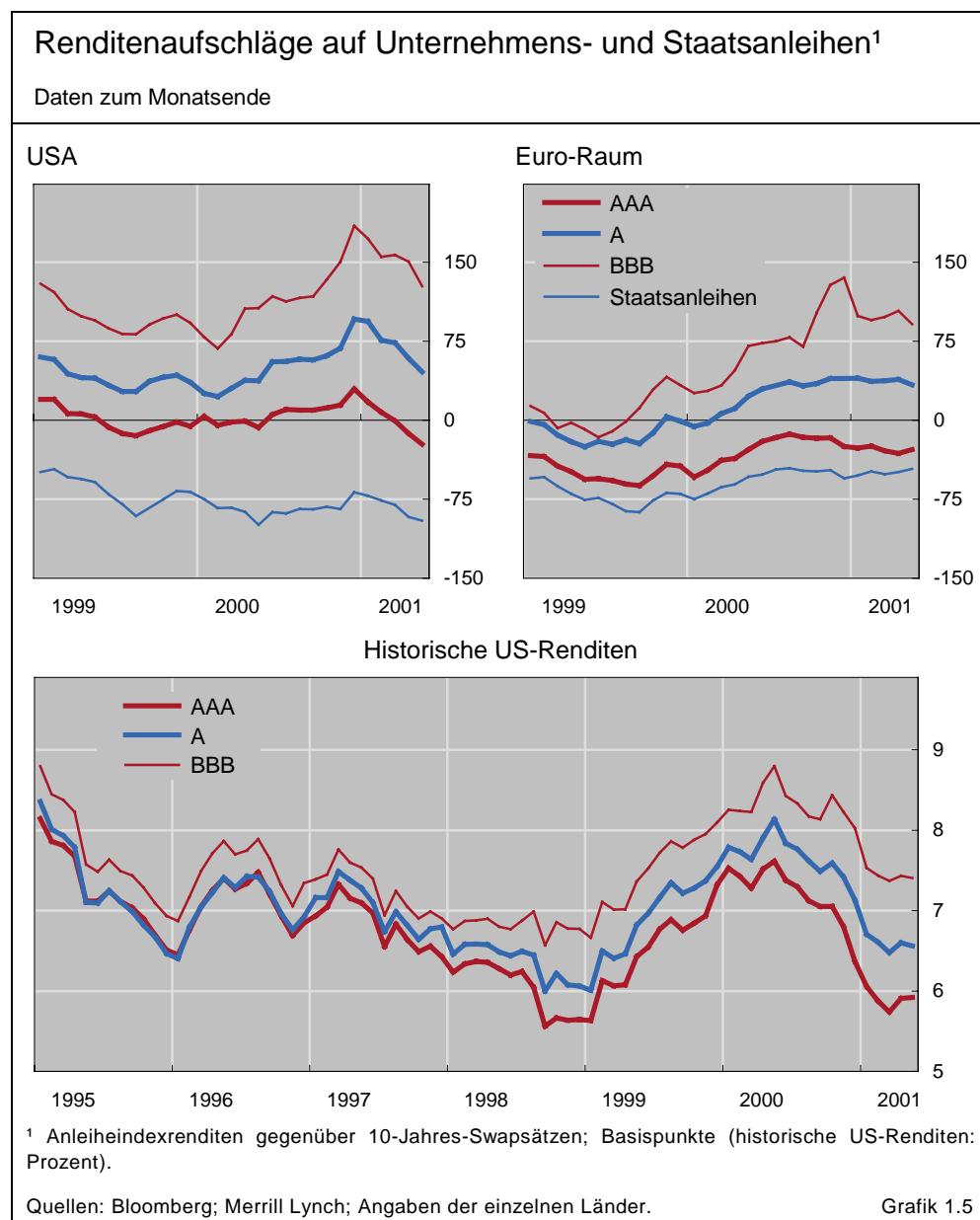
Anleger in Unternehmensanleihen schauen über Abschwächung hinaus, aber Banken bei Kreditvergabe vorsichtig

Während die Aktienanleger Schwierigkeiten hatten, die Aussichten hinsichtlich der Rentabilität abzuschätzen, schienen die Anleger in Unternehmensanleihen weniger anfällig für Stimmungsschwankungen zu sein und zeigten sich in bezug auf das Wachstum und die Kreditbedingungen relativ optimistisch. Darin spiegelte sich zum Teil wider, dass die Anleihemärkte in den letzten Monaten des Jahres 2000 in stärkerem Masse von negativen Wachstumsaussichten ausgegangen waren. Längerfristig betrachtet hatten die Anleihemärkte seit der Finanzkrise vom Herbst 1998 begonnen, ein höheres Unternehmenskreditrisiko zu antizipieren. Die schlechteren Ertragsaussichten Ende 2000 und Anfang 2001 schlügen sich daher an den Anleihemärkten weniger stark nieder als an den Aktienmärkten, selbst wenn sie durch Gewinnwarnungen verstärkt wurden.

Devisenmärkte unterstützen den Dollar unabhängig von Wachstums-szenarien

Die Zinsaufschläge auf Unternehmenskrediten verringerten sich für die meisten Schuldenkategorien im Januar stark und sanken in den darauffolgenden Monaten weiter, jedoch langsamer (Grafik 1.5). Die Aufschläge bei hochverzinslichen Schulden verringerten sich nicht so einheitlich, und bei anderen Schuldenkategorien wurde lediglich der Stand von Mitte 2000 wieder erreicht, doch weil die zugrundeliegenden risikofreien Sätze ebenfalls sanken, reduzierte sich der Gesamtpreis von Unternehmensschulden im ersten Quartal 2001 deutlich. Die Merrill-Lynch-Renditenindizes für A- und BBB-Ratings sanken auf rund 6,5 % bzw. 7,5 % und damit so tief wie zuletzt im ersten Halbjahr 1999. Für einige Schuldner, insbesondere Telekommunikationsunternehmen, waren die Sekundärmarktrenditen jedoch erheblich höher als für andere Schuldner mit demselben Rating. Im langfristigen Vergleich waren die Spreads

Niedrigere
Kreditaufschläge,
dadurch Rückgang
der Kreditkosten
insgesamt ...



zudem sehr hoch. Die Spreads von A- und BBB-Renditen gegenüber US-Dollar-Swaps blieben auf einem Stand, der in den letzten zehn Jahren nur zweimal erreicht wurde, nämlich Anfang 1991 und nochmals kurz im Herbst 1998.

... trotz rückläufiger Aktienkurse und steigender Ausfallquoten ...

Ungewöhnlich war, dass den geringeren Spreads fast das ganze erste Quartal über anhaltende Aktienkursrückgänge gegenüberstanden. Das heisst jedoch nicht unbedingt, dass der Anleihemarkt zur selben Zeit mit niedrigeren Ausfallwahrscheinlichkeiten rechnete, wie der Aktienmarkt die Prognosen für die Unternehmensgewinne nach unten korrigierte. Nach Angaben von Moody's kam es zwischen Mai 2000 und April 2001 bei rund 7,5 % der Emittenten spekulativer Titel zu Ausfällen, während die Zahl der heruntergestuften Emittenten die der heraufgestuften um etwa 2 % überstieg. Moody's gehen jetzt davon aus, dass die Ausfallquote im spekulativen Bereich für 2001 insgesamt 10 % erreichen wird. Bewährheit sich dies, entspräche es der höchsten Quote seit 1991, als knapp über 10 % der Emittenten in dieser Kategorie ausfielen.

... bei erhöhter Toleranz der Anleger für das Kreditrisiko der Unternehmen

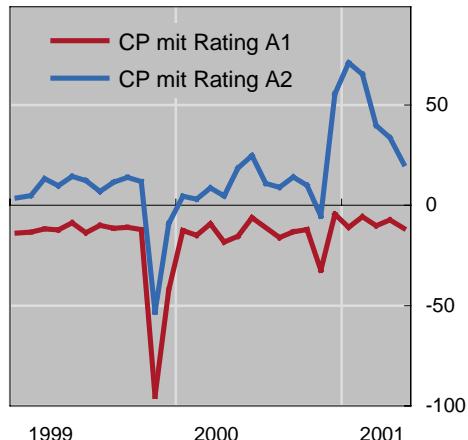
Die niedrigeren Spreads bei Unternehmenstiteln waren zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Anleger eher bereit waren, ihr Engagement gegenüber dem Kreditrisiko der Unternehmen zu erhöhen. In den USA trug möglicherweise noch ein weiterer Faktor zu geringeren Spreads bei: Die Knappheitsprämie für Staatstitel verringerte sich mit den Fortschritten der neuen Regierung bei der Einführung einer Fiskalpolitik, von der erwartet wurde, dass sie zu einer langsameren Verringerung der umlaufenden Schuld führen würde, als der Markt zuvor angenommen hatte. Die Abschwächung der Aktienmärkte im Februar und März ging daher nicht mit einer „Flucht in die Qualität“ einher, wie sie im Herbst 1998 oder, in geringerem Masse, im Vorfeld der Datumsumstellung zum Jahrtausendwechsel zu beobachten gewesen war. In der Vergangenheit hatte zumeist ein Wechsel von risikoreichen Wertpapieren aller Kategorien zu Staatsanleihen stattgefunden; diesmal jedoch wechselten viele Anleger, darunter auch Anleger in US-Investmentfonds, anscheinend von Aktien in Unternehmensanleihen (Grafik 1.3).

Schuldner ohne AAA-Rating reagieren rasch mit höherem langfristigen Absatz

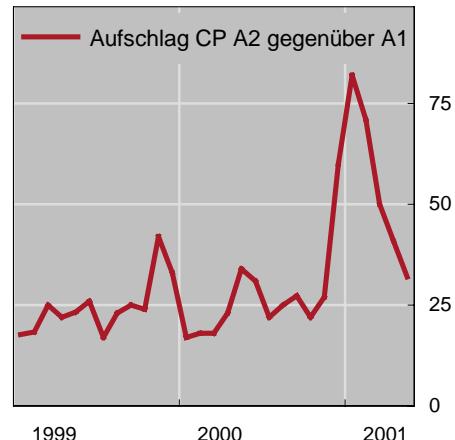
Das Wiedererwachen des Anlegerinteresses trug zu einem starken Anstieg des langfristigen Wertpapierabsatzes durch Unternehmen ohne AAA-Rating im ersten Quartal bei (s. Kapitel 3). Die Unternehmen waren besonders bestrebt, Anleihen zu begeben, da das Interesse der Anleger an neuen Zeichnungsangeboten für Aktien nachgelassen hat. Angesichts hartnäckig hoher und volatiler Spreads für Commercial Paper (Grafik 1.6) und einer skeptischen Haltung der Banken bei der Kreditvergabe, nutzten viele Unternehmen den wieder offenen Zugang zu den Märkten für Schuldtiteln, um ihre Commercial-Paper-Verbindlichkeiten und ihre Bankschulden zu reduzieren. Angesichts ihrer hohen Verschuldung, bedingt durch Lizenzgebühren und die Notwendigkeit, ihre Netzwerke auf- bzw. auszubauen, machten sich die Telekomgesellschaften die verbesserten Finanzierungsbedingungen besonders rasch zunutze.

Zinsaufschläge auf US-Commercial-Paper¹

Aufschlag gegenüber Libor



Relativer Aufschlag



¹ Gegenüber 30-Tages-Rendite; Basispunkte; Monatsende.

Quellen: Bloomberg; Datastream; eigene Berechnungen.

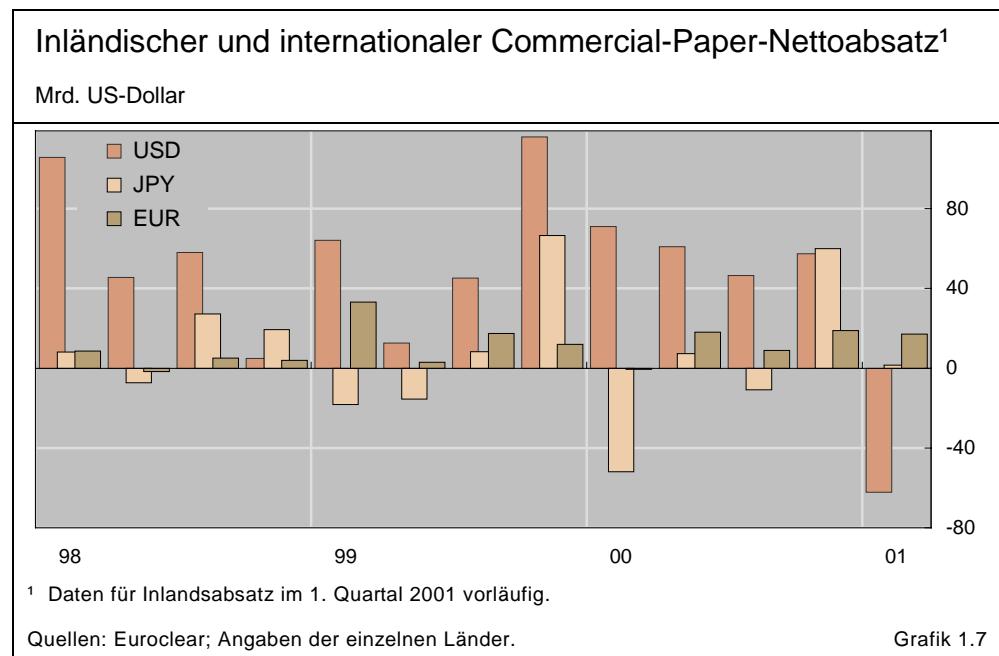
Grafik 1.6

Anders als die Anleiheinvestoren scheinen die Banken beim Eingehen neuer Kreditengagements Anfang 2001 vorsichtig gewesen zu sein. Die Banken waren gegen Ende 2000 unbeabsichtigt Engagements eingegangen, als viele Schuldner nicht in der Lage waren, Überbrückungskredite am Anleiemarkt zu refinanzieren, oder Backup-Kreditlinien bei den Banken in Anspruch nahmen. Mit der Wiederbelebung der Märkte für Unternehmensanleihen konnten diese Verbindlichkeiten im Jahr 2001 zwar zum Teil getilgt werden, doch wegen Bedenken über eine sinkende Kreditqualität bei den Unternehmen zögerten die Banken, neue Kredite zu gewähren. Die neuen internationalen Konsortialkreditfazilitäten verringerten sich im ersten Quartal saisonbereinigt um 20 %, wobei die Backup-Fazilitäten für Commercial Paper besonders stark zurückgingen (s. „Konsortialkredite: umfangreiche Telekomfazilitäten 2001 fällig“, S. 24f.). Nach Umfragen bei hochrangigen Bankmitarbeitern durch die Federal Reserve in Januar, März und Mai hatten rund die Hälfte der Befragten ihre Standards für Handels- und Industriekredite an grosse Unternehmen im ersten Halbjahr 2001 gestrafft; dieser Anteil ist seit dem letzten Jahr erheblich gestiegen. Parallel zu den oben erwähnten Spreads auf Unternehmenskrediten hatte dieser Indikator für die Bedingungen an den Kreditmärkten zuletzt Ende 1990 und Anfang 1991 einen vergleichbaren Stand erreicht.

Banken vorsichtiger bei der Kreditvergabe ...

Vielleicht infolge der erhöhten Aufmerksamkeit der Banken hinsichtlich des Kreditrisikos verlangsamte sich im ersten Quartal der Absatz von Commercial Paper, der in der Regel eine Backup-Kreditlinie von Banken erfordert. Der Nettoabsatz von Commercial Paper am internationalen Markt („Euro-CP“) sank von \$ 27 Mrd. im vierten Quartal 2000 auf \$ 16 Mrd. im ersten Quartal 2001 (Grafik 1.7), während der zusammengefasste Nettoabsatz an den grössten Inlandsmärkten negativ war. Die Zinsabstände zwischen Commercial Paper höherer und geringerer Bonität, die gegen Ende 2000 sprunghaft gestiegen

... was zu schwachem Commercial-Paper-Absatz beiträgt



waren, entwickelten sich im ersten Quartal weiter turbulent, nachdem zwei kalifornische Elektrizitätsunternehmen ihren Verpflichtungen nicht nachgekommen waren und andere grosse Schuldner Rückzahlungsschwierigkeiten hatten. Am Quartalsende waren diese Spreads jedoch zu ihrer üblichen Grösse zurückgekehrt.

Neuverschuldung aufstrebender Volkswirtschaften belebt sich an facettenreichem Markt

Mittelströme an aufstrebende Volkswirtschaften grösser ...

Die Finanzierungsströme an die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften profitierten im ersten Quartal 2001 von dem wiedererwachten Interesse der Anleihenleger in den Industrieländern. Der Nettoabsatz von Wertpapieren war im ersten Quartal wieder positiv, nachdem er sich im vierten Quartal 2000 ins Negative gekehrt hatte (Grafik 1.8). Die Wertpapierströme blieben im Vergleich zu den ersten drei Quartalen 2000 jedoch moderat. Mit den geringen Strömen setzte sich das Verlaufsmuster der letzten Monate fort. Im vierten Quartal 2000 ebenso wie für das Jahr als Ganzes hatten die aufstrebenden Volkswirtschaften netto Bankverbindlichkeiten getilgt (s. Kapitel 2). Darüber hinaus tätigten die ölexportierenden Länder und die ostasiatischen Volkswirtschaften hohe Einlagen bei Banken im Berichtsgebiet.

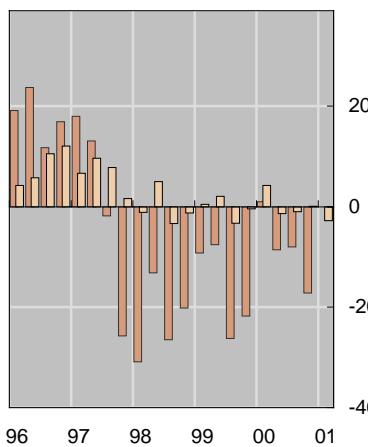
... doch weiterhin gedämpft

Es gibt mehrere Gründe, weshalb die Ströme in aufstrebende Volkswirtschaften relativ gedämpft blieben. Erstens profitierten viele Schuldner in aufstrebenden Volkswirtschaften weiterhin von Leistungsbilanzüberschüssen und hatten daher keinen Bedarf an internationalen Finanzierungen. Zweitens fürchteten die Anleger die Auswirkungen einer Konjunkturverlangsamung in den USA und einer anhaltenden Schwäche in Japan auf das Wachstum in den

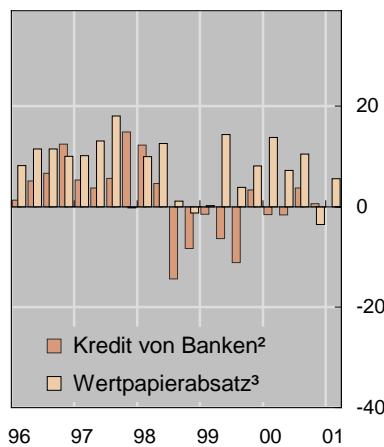
Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen in aufstrebenden Volkswirtschaften¹

Mrd. US-Dollar

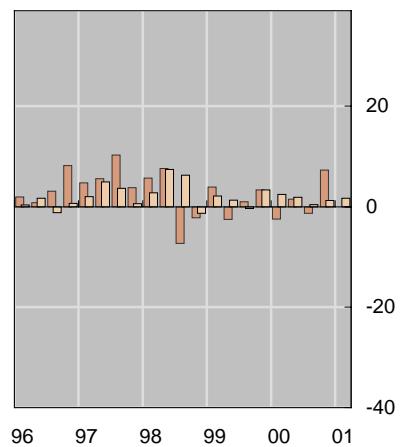
Asien und Pazifik



Lateinamerika und Karibik



Europa



¹ Länder der einzelnen Regionen: s. Anhang Tabelle 7A. ² Veränderung der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken, wechselkursbereinigt. Daten über Bankkredite für das 1. Quartal 2001 noch nicht verfügbar.

³ Nettoabsatz internationaler Geldmarktinstrumente, Anleihen und Notes.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; Angaben der einzelnen Länder; standortbezogene BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft.

Grafik 1.8

aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere jenen, die vom Export elektronischer Ausrüstungsgüter abhängen. Die Märkte schätzen die asiatischen Länder offenbar als anfällig gegenüber den Aussichten für die Technologiebranchen in den USA ein, während für die lateinamerikanischen Länder eine breitere Stimmungsverlagerung an den Aktienmärkten eine potentielle Gefahr darstellt. Eine weitere Abschwächung des Yen wird ebenfalls als wesentliches Risiko in Asien angesehen. Drittens gehen Banken in den Industrieländern Kreditengagements in aufstrebenden Ländern immer häufiger durch den Erwerb inländischer Banken statt durch internationale Kreditvergabe ein.

Viertens schliesslich dürften die anhaltenden wirtschaftlichen Turbulenzen in gewissen Ländern, insbesondere in Argentinien und der Türkei, die Kreditvergabe an aufstrebende Volkswirtschaften gedämpft haben. Ein Vergleich der Sekundärmarktspreads lässt darauf schliessen, dass die Anleger zwar auf Schuldner mit Anlagerating, wie z.B. Mexiko, Korea und Thailand, weiterhin relativ niedrige Risikoprämien anwenden, bei Schuldern mit niedrigerem Rating, darunter Brasilien und die Philippinen, jedoch vorsichtiger geworden sind (Grafik 1.9). Wie bereits festgehalten, hat sich dies auf den Marktzugang bisher noch nicht spürbar ausgewirkt, wenn auch nur deshalb, weil der Auslandsfinanzierungsbedarf zumeist gering war. Bleiben die Anleger und Banken gegenüber dieser Risikokategorie jedoch weiterhin vorsichtig, dürfte das für diese Schuldner zum Problem werden, wenn sie das nächste Mal auf einen reibungslosen Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten angewiesen sind.

Zinsaufschläge von US-Dollar-Staatsanleihen gegenüber 10-Jahres-Swapsätzen

Wochendurchschnitt; Basispunkte

