

Benjamin H. Cohen

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

Eli M. Remolona

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

1. Überblick: Die Erholung lässt auf sich warten

Der Sommeranfang 2001 war geprägt von schwindenden Hoffnungen auf eine baldige Erholung der Weltwirtschaft. Wie im *BIZ-Quartalsbericht* vom Juni 2001 erörtert, herrschte im Frühjahr noch vorsichtiger Optimismus an den Finanzmärkten. Im allgemeinen waren die Marktteilnehmer überzeugt, dass die Lockerung der Geldpolitik durch die wichtigsten Zentralbanken in den entwickelten Ländern bald einen Aufschwung in der Weltwirtschaft bewirken würde. Im Juni und Anfang Juli liessen enttäuschende gesamtwirtschaftliche Daten aus Japan, Europa und den USA sowie Gewinnwarnungen europäischer und nordamerikanischer Unternehmen jedoch erkennen, dass der Abschwung nicht nur anhielt, sondern sich sogar noch ausbreitete. Die Aktienmärkte erlitten starke Einbrüche; die zuvor verzeichneten Kursgewinne gingen wieder verloren, und die Korrektur, die ein Jahr zuvor begonnen hatte, weitete sich aus.

Die allgemein schlechtere Lage an den Aktienmärkten wurde im Juli durch Spannungen in aufstrebenden Volkswirtschaften noch verschärft. Nachrichten über Probleme in Argentinien, der Türkei und Polen beeinträchtigten die Aktien- und Wechselkurse einer Reihe aufstrebender Volkswirtschaften; allerdings waren auch viele Länder von diesen Spillover-Effekten nicht betroffen. Innerhalb von zwei Wochen begann die Ansteckung nachzulassen, als die Marktteilnehmer erneut dazu übergingen, zwischen den einzelnen Ländern zu differenzieren.

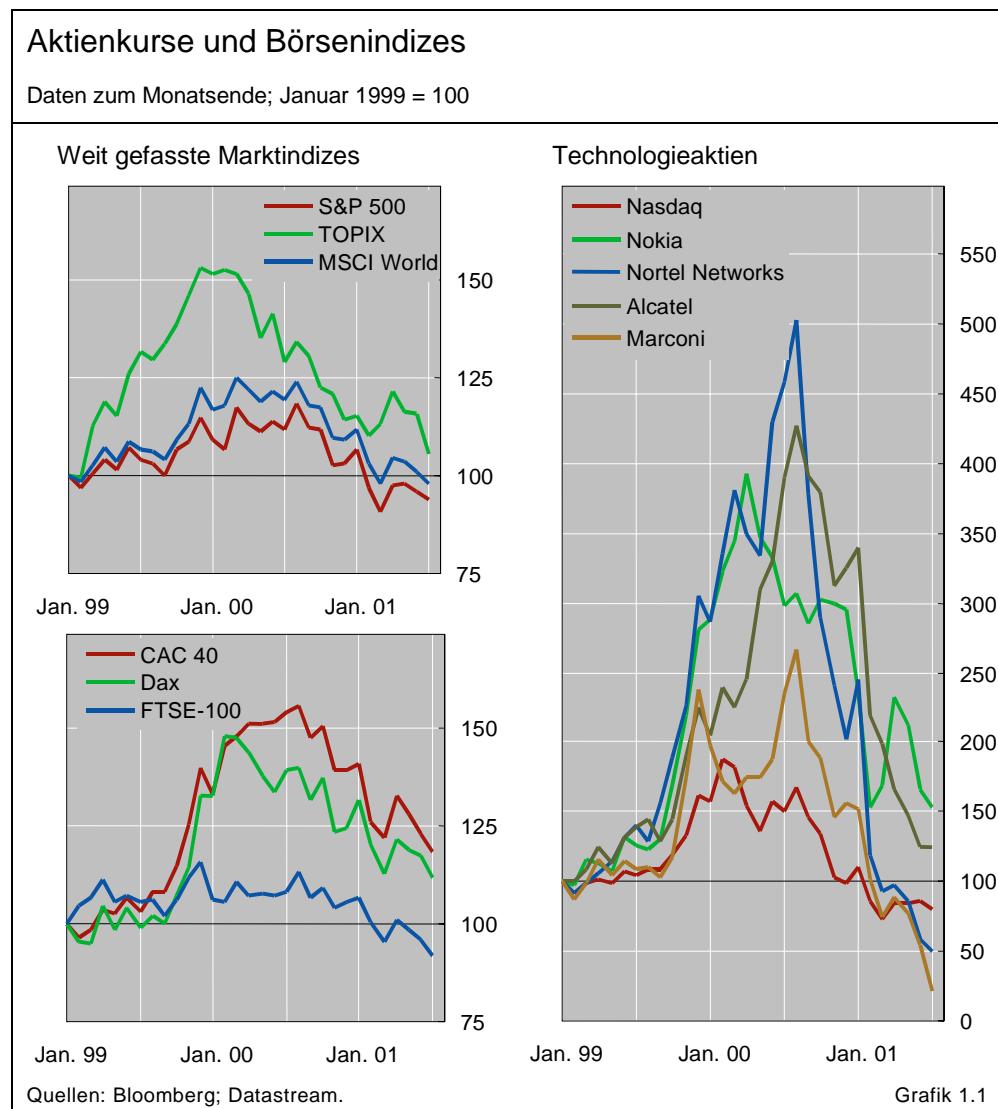
Im Gegensatz zu der düsteren Stimmung an den weltweiten Aktienmärkten gab es an den internationalen Märkten für festverzinsliche Instrumente kaum Anzeichen einer Kreditverknappung. Die Renditenstrukturkurven in den wichtigsten Volkswirtschaften behielten ihre steile Neigung bei, was ein gewisses Vertrauen in eine baldige wirtschaftliche Erholung anzeigen. Trotz wachsender Verluste wegen zahlungsunfähiger Schuldner wurden die Zinsaufschläge in der ersten Jahreshälfte stetig kleiner, da die Anleger bestrebt waren, Unternehmensanleihen in ihre Portfolios aufzunehmen. Selbst für die mit Problemen kämpfende Telekom-Branche wurden die Zinsspannen enger. Am internationalen Markt nutzten Emittenten weiterhin die günstigen Konditionen und legten im zweiten Quartal langfristige Schuldtitle auf, wenn auch in einem langsameren Tempo als zuvor. Da gleichzeitig die Banken bereitwillig Finanzierungen gewährten, nahmen die Ankündigungen neuer internationaler Konsortialkreditfazilitäten stark zu, nachdem sie zwei Quartale lang zurückgegangen

waren. Zahlreiche Unternehmensschuldner verwendeten allerdings die aufgenommenen Mittel, um andere Schulden zu tilgen, insbesondere fällig werdende langfristige Anleihen und Commercial Paper, anstatt sie in neue Ausrüstungsgüter und in Übernahmen zu investieren.

Bei hohen Abschreibungen durch Technologieunternehmen konzentrieren sich Aktienmärkte auf Gewinne

Die Teilnehmer an den Aktienmärkten hatten im April Grund zum Jubel. Nach drastischen Kursrückgängen bei den Technologieaktien im Februar und März begrüßten die Anleger eine Reihe relativ ermutigender Gewinnankündigungen im April, insbesondere die Nachricht, dass Dell Computer ihre jüngsten Gewinnprognosen erfüllen würden. Der Effekt dieser positiven Meldungen wurde zwei Wochen später dadurch verstärkt, dass die Federal Reserve in den USA ihren Notenbankzins zwischen zwei Sitzungen senkte; dies war die zweite überraschende Zinssenkung nach Januar. Infolgedessen stieg der Nasdaq Composite Index im April um 15 % (Grafik 1.1). In Japan verlieh die Wahl eines

Kursschub durch Gewinnnachrichten und niedrigere Zinsen im April ...



Nachrichten und Aktienmärkte				
März-August 2001				
Datum	Ereignis	Meist-betroffener Markt (Index)	Kumulierte Kursänderung (in %)	Anzahl Tage der Kursänderung
9. März	Beschäftigungsentwicklung ausserhalb des Agrarsektors besser als erwartet	Nasdaq	– 11,6	2
21. März	Ifo-Erhebung schlechter als erwartet	Dax	– 7,0	2
5. April	Dell erreicht geschätzten Gewinn	Nasdaq	8,9	1
18. April	US-Zinssenkung	Nasdaq	13,0	2
24. April	Wahl von Koizumi in Japan	TOPIX	6,2	3
8. Juni	Gewinnwarnung Nortel	TSE 300	– 1,2	2
2. Juli	<i>Tankan</i> -Erhebung schlechter als erwartet	TOPIX	– 1,1	1
2. Juli	IWF verzögert Kredit für Türkei	National 100	– 23,8	4
5. Juli	Gewinnwarnung Marconi	FTSE	– 3,8	5
6. Juli	Beschäftigungsentwicklung ausserhalb des Agrarsektors schlechter als erwartet	Nasdaq	– 3,7	1
10. Juli	Anleihenauktion Argentiniens	Merval	– 13,6	3
12. Juli	Positive Gewinnwarnung von Yahoo! und Microsoft	Nasdaq	5,7	2
14. August	Bank of Japan gibt Erhöhung des Geldangebots bekannt	TOPIX	2,7	1

Quellen: Bloomberg; nationale Angaben.

Tabelle 1.1

neuen Premierministers am 24. April dem Markt in Tokio Schwung und trieb den TOPIX in den darauffolgenden Tagen um 6 % nach oben (Tabelle 1.1).

Im Juni schlug der Jubel jedoch in Trübsal um, als weniger günstige Gewinnnachrichten die Hoffnungen auf eine rasche wirtschaftliche Erholung zunichte machten. Diesmal stammten viele der wichtigen Gewinnmeldungen von Unternehmen ausserhalb der USA. Der erste Schock kam Anfang des Monats aus Kanada, als Nortel Networks einen Verlust von \$ 17 Mrd. bekanntgaben. Der Aktienmarkt in Toronto fiel um 1,2 % (Tabelle 1.1). Eine Reihe ungünstiger Informationen folgten, darunter enttäuschende Gewinnmeldungen Ende Juni von mehreren führenden europäischen Technologiefirmen. Nachrichten über einige führende Unternehmen haben den Markt oft sogar überproportional stark beeinflusst. Betrachtet man den bisherigen Jahresverlauf 2001, so waren jeweils in den letzten Wochen im Januar, April und Juli die

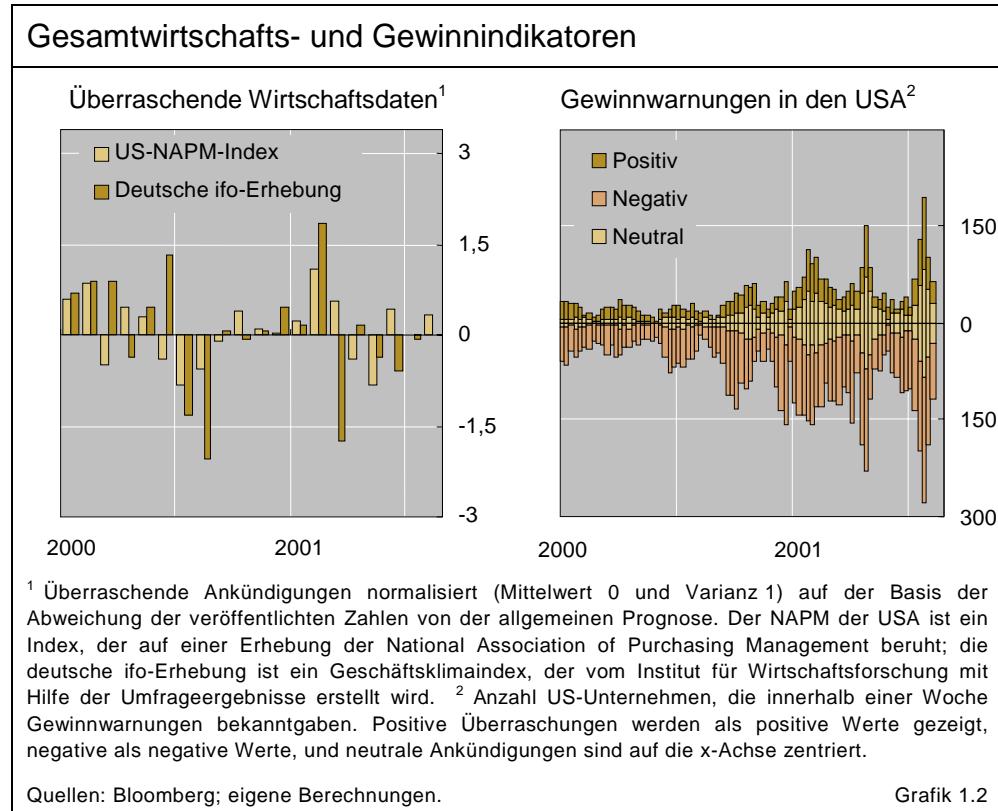
meisten Gewinnwarnungen in den USA zu verzeichnen (Grafik 1.2). Dennoch stieg der S&P 500 im Durchschnitt in diesen Wochen und fiel in anderen Wochen. Die führenden Unternehmen geben ihre Gewinnwarnungen zumeist Anfang des Monats heraus, und diese Termine erklären den allgemein rückläufigen Trend des Marktes.

Erwähnenswert an den Nachrichten über die Unternehmenserträge war die auffallende Rolle der Abschreibungen durch Technologieunternehmen. Die grössten Abschreibungen bezogen sich in der Regel auf den Firmenwert im Falle von Übernahmen, in erheblichem Masse aber auch auf Lieferantenkredite und Lagerbestände. Der von Nortel Networks angekündigte Verlust stammte beispielsweise weitgehend aus der Beeinträchtigung der Firmenwerte von durch das kanadische Unternehmen übernommenen Gesellschaften. Der Verlust, den JDS Uniphase, ein nordamerikanischer Hersteller faseroptischer Elemente, im Juli meldete, hing mit der Abschreibung von fast \$ 45 Mrd. auf den Wert seiner Übernahmen zusammen.

Die Märkte in Europa und den USA wurden auch durch neue gesamtwirtschaftliche Daten beeinträchtigt. Hier richtete sich die Reaktion der Märkte auf wirtschaftliche Nachrichten ebenso eher nach deren Auswirkungen auf die Unternehmenserträge als nach ihrer Bedeutung für die Geldpolitik, wie es Anfang des Jahres der Fall gewesen war. Diese Konzentration auf die Erträge lässt darauf schliessen, dass die Anleger an den Aktienmärkten die Lockerung der Geldpolitik in den USA für weitgehend abgeschlossen hielten, wobei Kontinentaleuropa im Konjunkturzyklus weniger weit fortgeschritten war. Spezielle

... aber hohe Abschreibungen drücken Märkte im Juni

Märkte konzentrieren sich auf Bedeutung gesamtwirtschaftlicher Nachrichten für Gewinne ...



Bedeutung für die Marktteilnehmer hatte der Vergleich des US-Index NAPM für die Industriekonjunktur mit der deutschen ifo-Erhebung über die Stimmung in der Wirtschaft, wonach der Euro-Raum der US-Wirtschaft im Konjunkturzyklus 6-7 Monate nachfolgte (Grafik 1.2). Der am 6. Juli veröffentlichte Bericht über die Beschäftigungssituation in den USA zeigte ungewöhnlich hohe Einbussen bei der Beschäftigung ausserhalb des Agrarsektors. Sechs oder neun Monate zuvor hätte ein solcher Bericht zu einem Aufschwung an den Märkten führen können, da eine Lockerung der Geldpolitik erwartet worden wäre. Diesmal fiel der Nasdaq Composite um 3,7 %, nachdem die Fed gerade angedeutet hatte, dass der Senkung der Notenbankzinsen um 25 Basispunkte am 27. Juni wahrscheinlich vorerst keine weitere folgen werde.

... und in Japan auf
wirtschaftspolitische
Beschlüsse

In Japan reagierte der Markt nach wie vor stärker als in Europa und den USA auf gesamtwirtschaftliche Nachrichten im Hinblick auf deren Bedeutung für die Wirksamkeit der Fiskal- und Geldpolitik. Die am 2. Juli veröffentlichte *Tankan*-Erhebung liess eine weitere Abschwächung der Wirtschaft erkennen und führte dazu, dass der TOPIX am selben Tag um 1,1 % nachgab. Am 14. August kletterte der Index um 2,7 %, nachdem die Bank of Japan erklärt hatte, sie werde das Geldangebot erhöhen, indem sie einen Anstieg der Bankreserven zulassen und in grösserem Umfang Staatsanleihen erwerben werde. Nachdem die neue Regierung zuvor die Bekämpfung der Haushaltsdefizite angekündigt hatte, signalisierte die Zentralbank mit diesem Schritt ihre Absicht, die geldpolitische Unterstützung für die Ankurbelung der Konjunktur noch zu verstärken. Bald darauf nahmen die japanischen Aktien ihren allgemeinen Abwärtstrend jedoch wieder auf, als dem Markt bewusst wurde, wie sehr die sich verschlechternden weltwirtschaftlichen Aussichten die Erträge selbst relativ gesunder exportorientierter Unternehmen drücken würden.

Vorübergehend wieder Ansteckungseffekte in den aufstrebenden Volkswirtschaften

Krisen in der Türkei
und Argentinien
Anfang 2001 ...

Seit Ende 2000 zogen ungünstige Entwicklungen sowohl in Argentinien als auch in der Türkei die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer auf sich. Im Februar waren die türkischen Währungsbehörden zur Abwertung der Lira gezwungen gewesen, nachdem Refinanzierungsschwierigkeiten bei einer türkischen Bank und Anzeichen politischer Störungen Bedenken hinsichtlich der Stabilität des Bankensystems aufgeworfen hatten, was wiederum eine Kapitalflucht auslöste. Einige Wochen darauf hatten sich die Zinsspannen bei argentinischen Staatstiteln gegenüber ihrem Februarniveau auf das Doppelte ausgeweitet, als sinkende Steuereinnahmen und der Rücktritt von zwei Finanzministern in zwei Wochen Zweifel an der Fähigkeit der Regierung zur Durchführung von Fiskalreformen entstehen liessen. In beiden Fällen hatten die Anleger nicht automatisch ihr Engagement gegenüber allen aufstrebenden Volkswirtschaften verringert, sondern schienen vielmehr sorgfältig nach Länderrisiko zu differenzieren. Die Krise in der Türkei schien vorüber, als ein IWF-Stützungspaket Spielraum für eine längerfristige Sanierung versprach. Im Juni war auch der Ausblick für Argentinien wieder günstiger, nachdem es gelungen

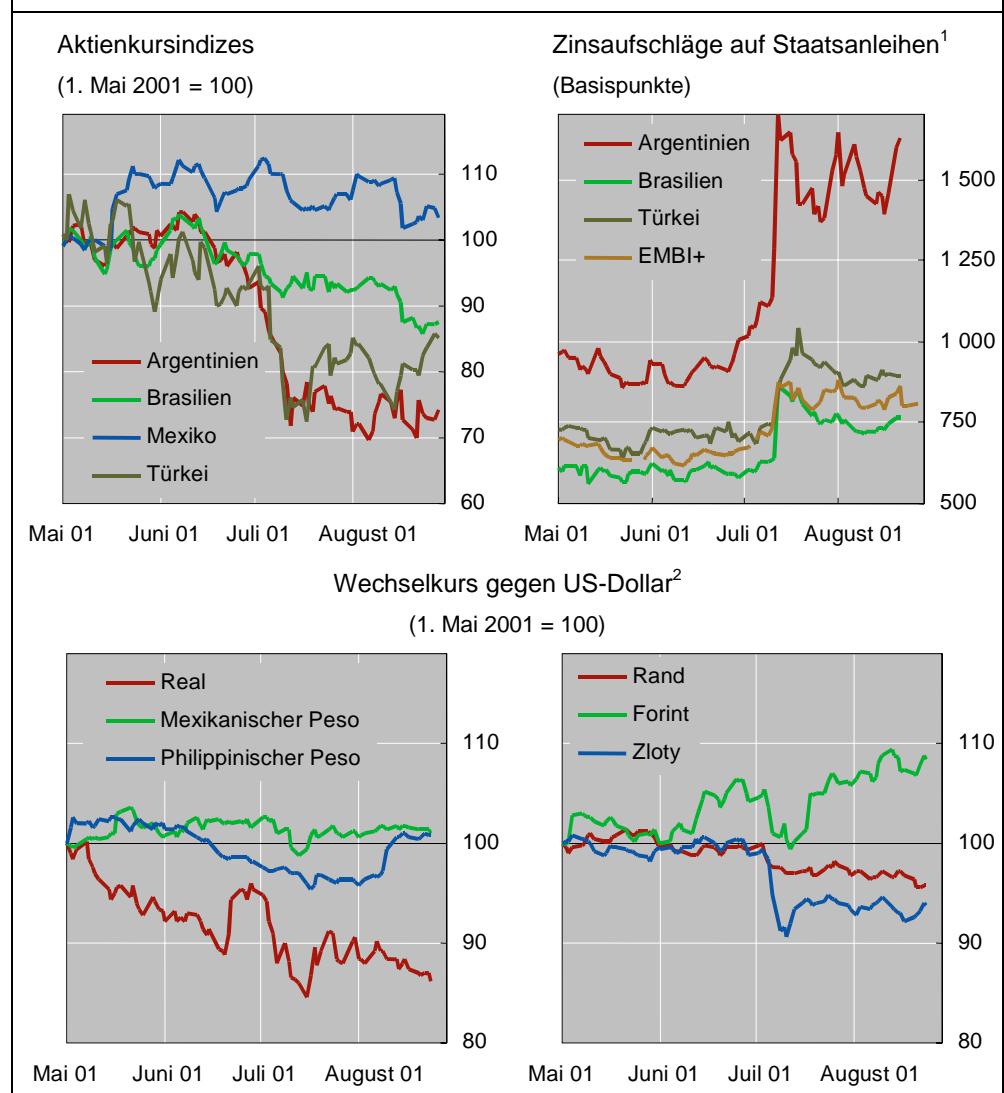
... greifen nicht auf
andere aufstrebende
Volkswirtschaften über

war, fast \$ 30 Mrd. fällig werdender Schulden in längerfristige Wertpapiere umzuwandeln.

Im Juli entstand dagegen in der Türkei und in Argentinien erneut Druck, und zusätzlich traten noch Probleme in Polen auf. Am 2. Juli hatten Unstimmigkeiten über die Zusammensetzung eines neuen Vorstands für die staats-eigene Turk Telekom zur Folge, dass der IWF die Freigabe seiner Mittel verzögerte. Vier Tage später wurden die Marktteilnehmer dadurch überrascht, dass die polnische Regierung beinahe an einem unerwartet hohen Haushaltsdefizit scheiterte. Am 10. Juli wurde das Feuer durch Nachrichten über den Anleihetender in Argentinien geschürt. Der Tender wurde so schlecht aufgenommen,

Im Juli erneuter Druck ...

Aktienkurse, Auslandsschulden und Währungen der aufstrebenden Volkswirtschaften



Quellen: Bloomberg; Datastream.

Grafik 1.3

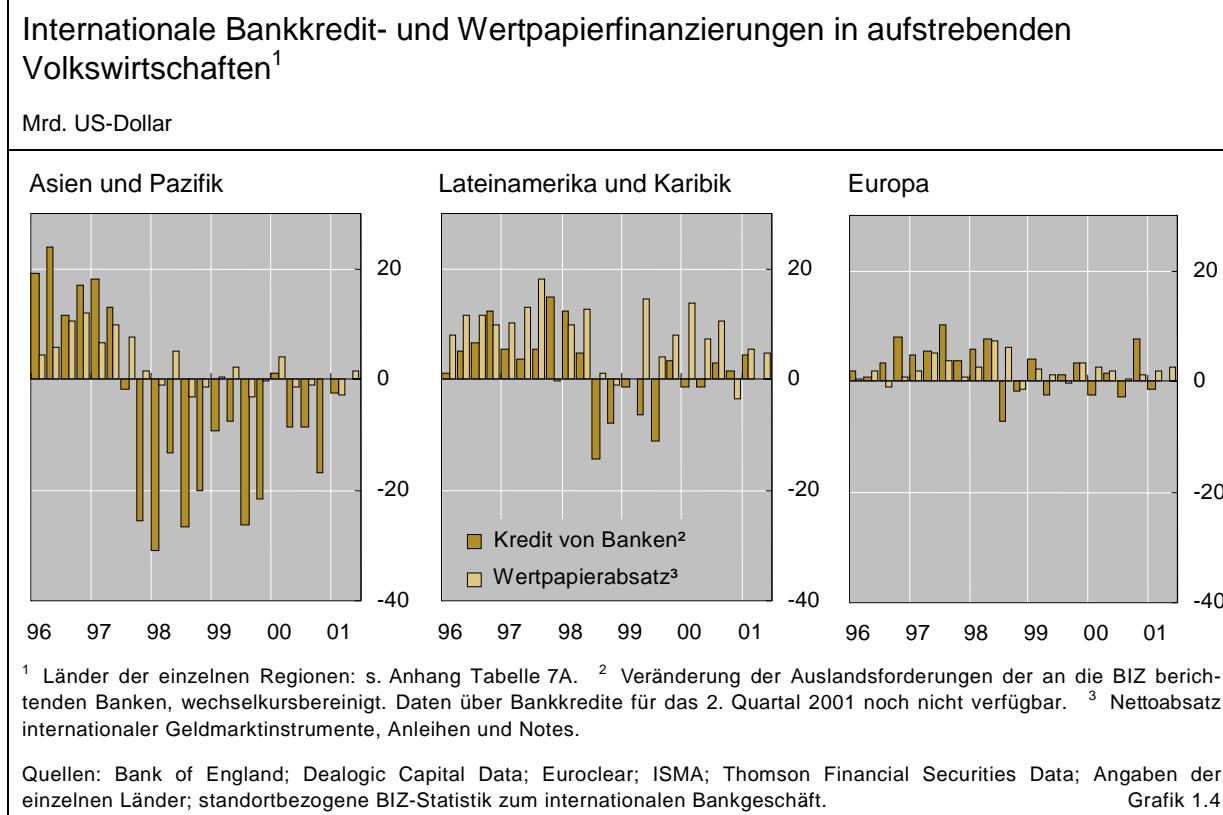
dass die Regierung gezwungen war, die Fälligkeit der neuen Schulden zu reduzieren und so hohe Zinsen zu zahlen wie während der Russland-Krise 1998.

... und deutlichere Spillover-Effekte ...

Eine überraschend hohe Zahl aufstrebender Volkswirtschaften geriet unter Abgabedruck, wobei die Spillover-Effekte im Juli etwas ausgeprägter waren als in den Monaten davor. Die bereits unter Druck stehenden Währungen wie z.B. die türkische Lira und der brasilianische Real werteten drastisch ab. Der polnische Zloty, der in diesem Jahr bisher zu den Währungen mit der besten Entwicklung gehört hatte, verlor 4 % gegenüber dem Dollar, offenbar als Spekulanten Carry Trades aufzulösen begannen, die sie mit Krediten in Euro und Schweizer Franken finanziert hatten. Aber auch zuvor nicht betroffene Währungen, wie der mexikanische Peso, der ungarische Forint und der südafrikanische Rand, begannen sich abzuschwächen (Grafik 1.3). Ein Grund für die Ausbreitung der Turbulenzen war vermutlich die erhöhte Risikoscheu in bezug auf die aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere Länder mit Problemen bei der Inlandsverschuldung. Im Falle des Rand wurden die Auswirkungen dieser Bedenken noch dadurch verstärkt, dass der Rand als Richtwert für andere afrikanische Währungen verwendet wird. Die wichtigsten aufstrebenden Volkswirtschaften in Asien blieben von diesen Ansteckungseffekten jedoch weitgehend verschont.

... wenngleich noch begrenzt

Die Ansteckung blieb nicht nur räumlich begrenzt, sondern war auch von kurzer Dauer. Nach wenigen Tagen schienen die internationalen Anleger bereits wieder sorgfältig nach Länderrisiken zu unterscheiden. Die Lösung des



Disputs zwischen der Türkei und dem IWF sowie die Verabschiedung eines niedrigeren Staatshaushalts in Polen hatten zur Folge, dass sich die Preise von Vermögenswerten in den aufstrebenden Volkswirtschaften wieder etwas erholt.

Vor der Phase der Ansteckung hatten die Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften begonnen, in erheblichem Umfang an die Kapitalmärkte zurückzukehren. Viele wichtige aufstrebende Volkswirtschaften hatten seit dem russischen Schuldenmoratorium 1998 keine nennenswerten Mittel mehr aufgenommen (Grafik 1.4). Im zweiten Quartal 2001 begaben die Entwicklungsländer Schuldtitle im Umfang von \$ 10 Mrd. Die Turbulenzen im Juli liessen es zunächst weniger wahrscheinlich aussehen, dass sich diese Rückkehr an die Kapitalmärkte fortsetzen würde. Im August hatten jedoch sowohl Mexiko als auch Brasilien erfolgreich grosse Emissionen aufgelegt. Dass die internationales Anleger die 30jährige Anleihe von Mexiko über \$ 1 Mrd. und die 2jährige Samurai-Anleihe von Brasilien über ¥ 200 Mrd. so kurz nach den Schwierigkeiten in Argentinien und der Türkei so gut aufnahmen, deutet auf einen recht widerstandsfähigen Markt hin.

Rückkehr Mexikos und Brasiliens an den Markt

US-Dollar gerät in Bewegung

Der US-Dollar schien während der Krisen in Argentinien und der Türkei erstmals nachzugeben. Auf dem Höhepunkt der Krisen, vom 6. bis 11. Juli, verlor er gegenüber dem Euro 2,7 %. Einige Marktteilnehmer führten diese Veränderung auf die Auflösung von Carry Trades mit offenen Positionen gegenüber Polen zurück. Bei diesen Zinsdifferenzgeschäften dürften sich die Spekulanten – trotz der gegenüber dem Dollar höheren Euro-Zinsen – in Euro verschuldet haben, da der Euro und der Zloty stark korreliert waren. Die Auflösung dieser Geschäfte bedeutete den Verkauf polnischer Vermögenswerte und den Kauf von Euro, was den Euro stärkte und den Dollar schwach erscheinen liess.

Auflösung von Carry Trades möglicherweise relevant ...

Kurz darauf begann der Dollar gegenüber den anderen wichtigen Währungen auf breiterer Ebene nachzugeben. Von seinen Höchstständen Anfang Juli sank er bis zum 20. August um insgesamt 9,1 % gegenüber dem Euro und 4,6 % gegenüber dem Yen. Damit kehrte sich seine vorangegangene Aufwertung nur zum Teil um; er blieb gegenüber dem Euro um 22,7 % und gegenüber dem Yen um 7,1 % stärker als Anfang 1999. Dennoch gab es Hinweise, dass viele der Faktoren, die in den beiden vorangegangenen Jahren zur Stärke des Dollars beigetragen hatten, nunmehr geringeren Einfluss auf die Markteinschätzungen hatten. Anhaltend schwache makroökonomische Indikatoren veranlassten die Marktteilnehmer, ihre Erwartungen einer raschen Erholung in den USA zu revidieren. Da die früheren Schätzungen des Produktivitätswachstums nach unten korrigiert wurden, geriet auch die zuvor herrschende Überzeugung ins Wanken, dass das BIP in den USA im Anschluss an die derzeitige Abschwächung erneut erheblich rascher wachsen würde als in anderen entwickelten Volkswirtschaften. Da die Aktienmärkte weiter rückläufig waren, begann die Euphorie der Privatanleger und übernahmeorientierten Unterneh-

... doch nachfolgende Dollarabwertung wohl vor allem durch Wachstumsausichten verursacht

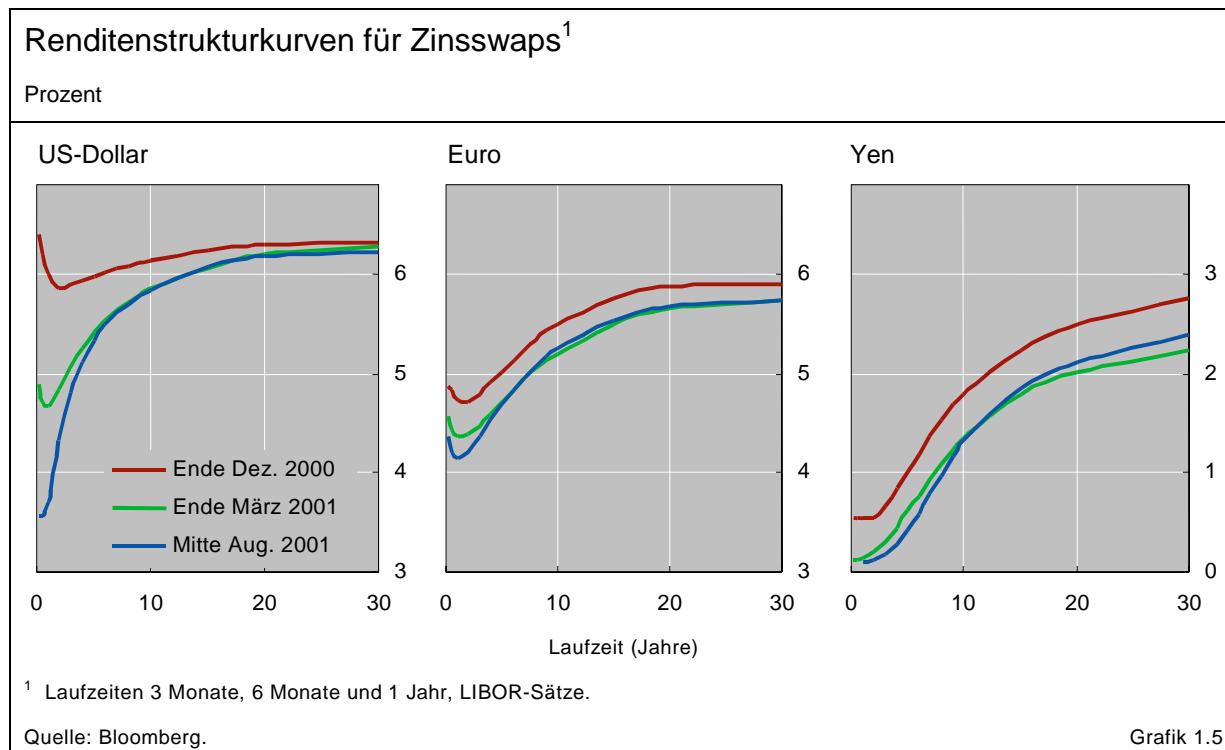
mensverantwortlichen für US-Unternehmensaktien abzuflauen. Die Aufmerksamkeit konzentrierte sich auf die Tragfähigkeit der grenzüberschreitenden Ströme in US-Unternehmensanleihen, denen eine Rolle bei der Dollarstärke im ersten Halbjahr 2001 zugeschrieben wurde. Auch die Unsicherheit der Märkte hinsichtlich der offiziellen Haltung gegenüber den Wechselkursen dürfte zur Abschwächung des Dollars im Juli beigetragen haben.

Grösseres Vertrauen an den Festzinsmärkten

Geldpolitik fördert
Vertrauen in Fest-
zinsmärkte ...

Der trüben Stimmung an den Aktienmärkten und in den aufstrebenden Volkswirtschaften stand ein vorsichtiger Optimismus an den Märkten für festverzinsliche Instrumente gegenüber. Im Laufe der ersten sechs Monate des Jahres hatte die Federal Reserve in den USA ihren Zielsatz für Tagesgeld um 275 Basispunkte gesenkt, zuletzt um 25 Basispunkte am 27. Juni. Die EZB und die Bank of England führten ihre Notenbankzinsen ebenfalls zurück. Die Bank of Japan, die im März den Übergang zu einer engagierteren Politik der „quantitativen Lockerung“ angekündigt hatte, ging im August einen Schritt weiter und erklärte, sie werde ihre Käufe von Staatspapieren erhöhen und einen weiteren Anstieg der Bankreserven zulassen. Im Spätsommer waren die Teilnehmer an den Festzinsmärkten zumeist zu dem Schluss gekommen, dass dieser Trend der geldpolitischen Lockerung ausreichen würde, um eine weitere konjunkturelle Abschwächung in den wichtigsten Volkswirtschaften zu verhindern. Die Ansichten über den genauen Zeitrahmen der Erholung blieben jedoch von Unsicherheit geprägt.

Dieser relative Optimismus kam darin zum Ausdruck, dass die Swap-Renditenkurven in US-Dollar, Euro und Yen tendenziell steiler wurden (Grafik 1.5).



In den USA und im Euro-Raum zeigten die steileren Renditenstrukturkurven die Hoffnung auf eine relativ rasche wirtschaftliche Erholung an, auch wenn weniger oft von einer v-förmigen Kehrtwende die Rede war. Während sich die Dollar- und Euro-Renditenstrukturkurven im ersten Halbjahr 2001 am kurzen Ende deutlich senkten, gingen die längerfristigen Renditen allenfalls leicht zurück. Zum Teil waren die anhaltend hohen langfristigen Renditen auf vorübergehende Sonderfaktoren zurückzuführen, insbesondere auf einen langsamer als erwartet voranschreitenden Schuldenabbau in den USA. Bedenken wegen erhöhter Inflationsrisiken dürften ebenfalls eine Rolle gespielt haben. Dennoch fiel auf, dass sowohl die überraschende Zinssenkung durch die Federal Reserve am 18. April als auch der Zinsschritt der EZB am 10. Mai lediglich ein Absinken der Dollar- bzw. Euro-Renditenstrukturkurve am kurzen Ende nach sich zogen, ohne dass ein Rückgang der langfristigen Renditen zu verzeichnen gewesen wäre, so dass die Kurven steiler wurden. In Japan war die steilere Renditenstrukturkurve dagegen das Ergebnis höherer langfristiger Renditen, bedingt wahrscheinlich durch die Erwartung einer anhaltend hohen Staatsverschuldung.

... wobei steile Renditenstrukturkurven vorsichtigen Optimismus nahelegen

Diese Veränderungen in der Kurvenneigung verweisen auf die wichtige Rolle, die die Geldpolitik sowie die erwartete mittelfristige Reaktion der Wirtschaft bei der jüngsten Entwicklung der Referenz-Renditenstrukturkurven in den wichtigsten Volkswirtschaften gespielt haben. Die steileren Renditenstrukturkurven blieben den Sommer über weitgehend unverändert, selbst als sich die gesamtwirtschaftlichen Bedingungen verschlechterten. Dies lässt darauf schliessen, dass die Marktteilnehmer an ihren grundsätzlich zuversichtlichen Zukunftserwartungen festhielten.

Markt für Unternehmensanleihen weiterhin widerstandsfähig

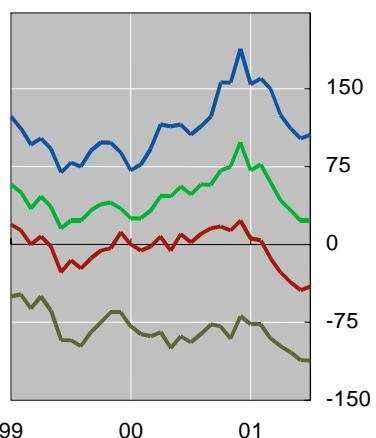
Die geldpolitische Lockerung in den USA, im Vereinigten Königreich, im Euro-Raum und in Japan scheint die Bewertungen am Markt für Unternehmensanleihen erheblich beeinflusst zu haben. Während sich die Erholungen an den Aktienmärkten im ersten Halbjahr 2001 als nur vorübergehend erwiesen, verengten sich die Kreditzinsspannen für Anleihen mit Anlagequalität stetig (Grafik 1.6). Von Anfang 2001 bis Ende Juli sanken die Spreads von Unternehmensanleihen mit A-Rating gegenüber Swaps von 71 auf 24 Basispunkte im Dollarbereich und von 35 auf 23 Basispunkte im Euro-Bereich. Anders als im Jahr 2000 verengten sich die Spreads auf Schulden von Telekom-Unternehmen im ersten Halbjahr 2001 in gleicher Weise wie bei anderen Unternehmen; einige Telekom-Emissionen, insbesondere mit einem Rating von BBB oder darunter, wurden von den Anlegern allerdings weiterhin gemieden. Die niedrigen Renditen kurzfristiger Instrumente und die weiterhin geringen Erträge an den Aktienmärkten reichten für die Anleger offenbar aus, um das Unternehmenskreditrisiko günstiger einzustufen, auch wenn sie hinsichtlich der Gewinnaussichten für Unternehmen skeptisch blieben.

Unternehmenszinsspannen stetig rückläufig ...

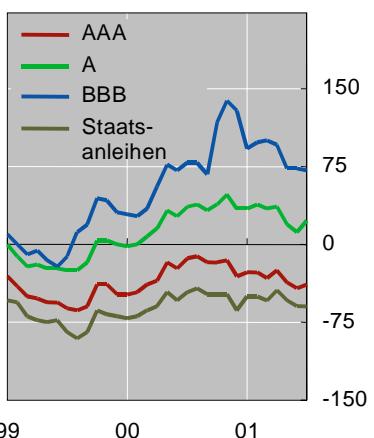
Renditenaufschläge auf Unternehmens- und Staatsanleihen¹

Daten zum Monatsende

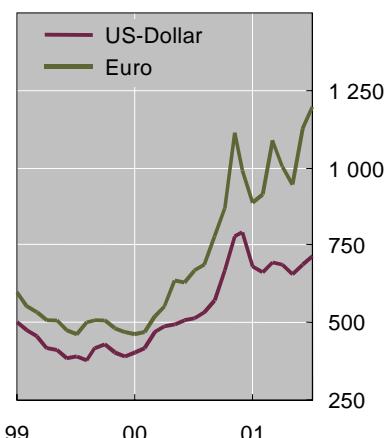
USA²



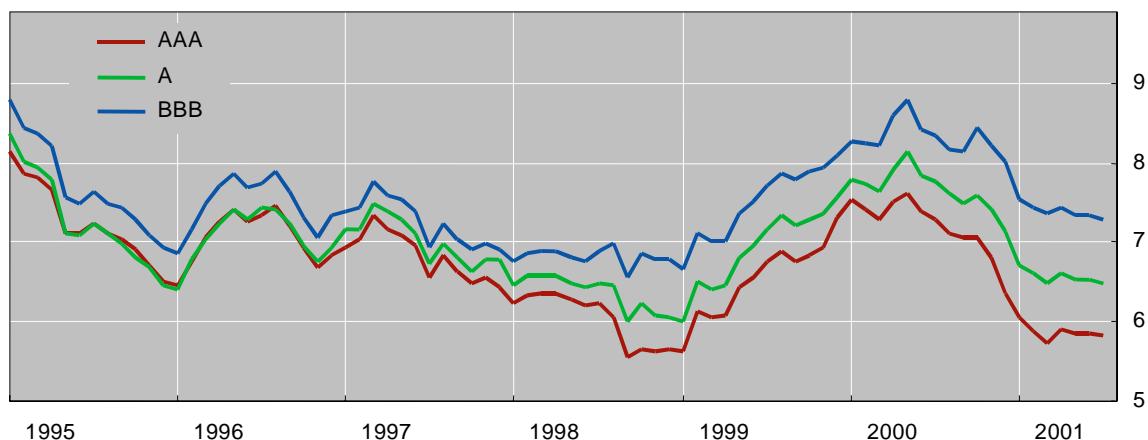
Euro-Raum²



Hochzinsanleihen²



Historische US-Renditen³



¹ Anleiheindexrenditen gegenüber 10-Jahres-Swapsätzen. ² Basispunkte. ³ Prozent.

Quellen: Bloomberg; Merrill Lynch; Angaben der einzelnen Länder.

Grafik 1.6

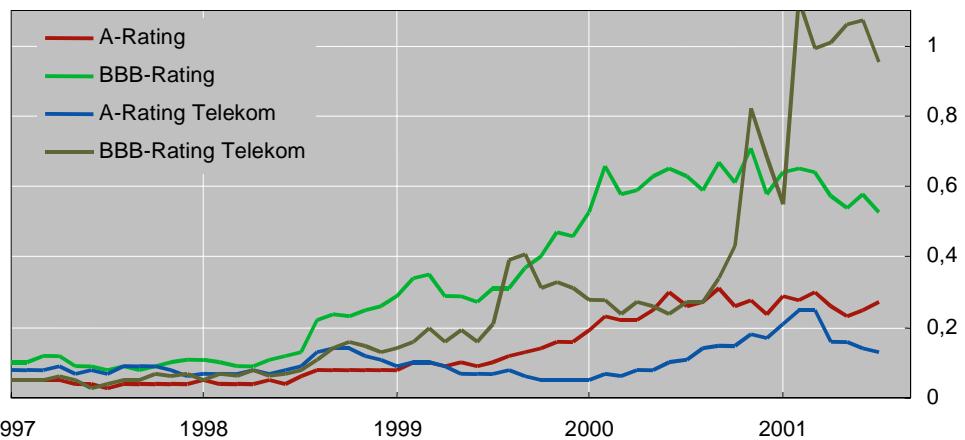
Auch die Zinsspannen am Markt für Commercial Paper, die sich Ende 2000 und im ersten Quartal 2001 deutlich ausgeweitet hatten, wurden im zweiten Quartal allmählich kleiner und waren Anfang Juni praktisch verschwunden. Die Schockeinflüsse auf die Märkte um die Jahreswende, die von den Herabstufungen und Ausfällen von Technologieunternehmen, Elektrizitätsgesellschaften und in Asbestprozessen verwickelten Unternehmen ausgegangen waren, liessen endlich nach.

Der Unterschied in der Anlegerstimmung zwischen den Anleihe- und Aktienmärkten war in Messgrößen für das Ausfallrisiko abzulesen, die sich auf Aktienkursinformationen für einzelne Unternehmen stützen. Diese Messgrößen zeigten in den letzten Monaten nur einen geringen oder keinen spürbaren Rückgang des Ausfallrisikos (Grafik 1.7), selbst bei der Verringerung der Kreditzinsspannen. Dieser Unterschied dürfte auf die unangenehmen Erfah-

... trotz des in Aktienkursen implizierten hohen Ausfallrisikos

Implizite Ausfallwahrscheinlichkeit¹ von Unternehmensschuldnern

Prozent



¹ Mittlere Ausfallwahrscheinlichkeit für Zeithorizont 1 Jahr, basierend auf den erwarteten Ausfallhäufigkeiten von KMV. Die Wahrscheinlichkeiten werden anhand der Gleichungen von Robert Merton geschätzt, die die Marktbewertungen von Aktien, die Kursvolatilität und die Hebelwirkung einbeziehen.

Quelle: KMV.

Grafik 1.7

rungen der Anleger an den Aktienmärkten im letzten Jahr zurückzuführen gewesen sein; hinzu kam eine tiefgreifende Unsicherheit über die Ertragsausichten vieler grosser Technologieunternehmen. Einige Telekom-Gesellschaften sollen Schwierigkeiten gehabt haben, ihre Pläne zur Schuldenverringerung mittels Veräusserungen von Vermögenswerten umzusetzen.

Da sie kleinere lang- und kurzfristige Kreditzinsspannen akzeptierten, scheinen die Anleger auch die höheren gemessenen Ausfallquoten hingenommen zu haben. Angaben von Moody's zufolge gab es im 12-Monats-Zeitraum bis Ende Juni 2001 bei den als spekulativ eingestuften Emittenten 7,7 % Ausfälle (9,4 % in dollargewichteter Betrachtung). Sowohl emittentenbezogen als auch dollargewichtet stiegen die Ausfallquoten im spekulativen Bereich auf das Doppelte ihres Jahresdurchschnitts im Zeitraum 1995-2000. Für das Jahr 2001 insgesamt geht Moody davon aus, dass die Ausfallquote im spekulativen Bereich auf fast 10 % steigen wird. Gleichzeitig ist die Anzahl der in die spekulativen Kategorie herabgestuften Unternehmen langsam, aber stetig gestiegen. Von Juli 2000 bis Juni 2001 wurden um über 2 % mehr Emittenten herab- als heraufgestuft.

Ebenso wie die Anleihegläubiger waren auch die Banken weiterhin bereit, Kreditrisikoengagements gegenüber Unternehmen einzugehen. Die im ersten Quartal noch rückläufige Konsortialkreditvergabe weitete sich im zweiten Quartal aus (s. den Kasten über Konsortialkredite auf S. 24f.). Vorangegangen war ein erheblicher Anstieg der grenzüberschreitenden Kreditvergabe an Nichtbanken in den USA und – in geringerem Masse – Europa im ersten Quartal. Dies kam überraschend, da die Ankündigungen neuer Konsortialkreditfazilitäten niedrig gewesen waren. Anscheinend nahmen einige Unternehmen im ersten Quartal bereits zugesagte Bankkreditlinien in Anspruch und lösten diese

Banken weiterhin kreditwillig ...

Verbindlichkeiten dann im zweiten Quartal durch langfristige Anleihen und neue Konsortialkreditfazilitäten ab. Auch bei der Interbankkreditvergabe war eine Zunahme zu verzeichnen, die offenbar mit der Finanzierung der Unternehmensanleihebestände der Händler zusammenhing, da die Anleger ihre Käufe langfristiger Wertpapiere verstärkten (Kapitel 2).

Schuldner des privaten Sektors nutzten die günstigen Bedingungen an den Märkten für Unternehmensanleihen und für Konsortialkredite. Da die Anleger sehr bestrebt waren, Unternehmensanleihen in ihre Portfolios aufzunehmen, konnten die Unternehmen an den internationalen Märkten im ersten Halbjahr langfristige Schuldtitel in Rekordhöhe auflegen. Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes durch Wirtschaftsunternehmen am internationalen Markt erreichte im zweiten Quartal den Höchstbetrag von \$ 156 Mrd. und war damit geringfügig höher als im ersten. Der Yen-Absatz weitete sich im zweiten Quartal und bis in den Juli hinein besonders stark aus, da die Finanzierungskosten in Yen weiterhin niedrig waren. Einige Schuldner, für die sich der Zugang zum Markt für ungesicherte Commercial Paper um die Jahreswende erschwert hatte, konnten überforderungsunterlegte Instrumente Mittel aufnehmen. Selbst am Markt für Junk Bonds, wo die Kreditzinsspannen hoch und volatil sind, war der Unternehmensabsatz lebhaft. In der ersten Jahreshälfte betrug der Absatz am US-Inlandsmarkt für hochverzinsliche Titel rund \$ 50 Mrd., verglichen mit \$ 48 Mrd. im gesamten Jahr 2000.

Während die Stärke des *Bruttoabsatzes* auf einen aufnahmebereiten Markt zurückzuführen war, zeigte ein Rückgang des *Nettoabsatzes* ausserdem, dass die sich abschwächende Weltwirtschaft die Nachfrage nach Finanzierungen zu dämpfen begann. Der Nettoabsatz durch Schuldner ausserhalb des Finanzsektors nahm bei steigenden Tilgungen leicht ab, wobei die Unternehmensschuldner die Erlöse oftmals verwendeten, um ihre fällig werdenden langfristigen Schulden sowie ihre Commercial-Paper-Verbindlichkeiten zu tilgen (Kapitel 3). Trotz des Anstiegs der Konsortialkreditvergabe im zweiten Quartal verringerte sich der Nettoabsatz durch Finanzinstitute drastisch. Das lässt darauf schliessen, dass sich die Banken zwar nicht von der Kreditvergabe an den Unternehmenssektor zurückzogen, aber auch kein ausreichendes Potential für Neukredite sahen, um eine nennenswerte Ausweitung ihrer Bilanzen zu rechtfertigen.

... aber kaum
Kreditvergabe-
möglichkeiten