

Benjamin H. Cohen

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

Eli M. Remolona

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

---

## 1. Überblick: Finanzmärkte erweisen sich als widerstandsfähig

Die Terroranschläge am 11. September in den USA versetzten die weltweiten Finanzmärkte in eine ganz neue Unsicherheit. Im Sommer hatte das Schwinden der Hoffnung auf eine wirtschaftliche Erholung die wichtigsten Aktienmärkte bereits geschwächt, und in den aufstrebenden Volkswirtschaften waren wieder Probleme aufgetreten. In den meisten Kategorien internationaler Finanzströme trat im zweiten Quartal und zu Beginn des dritten ein Rückgang ein, da die Schuldner ihre Investitionsvorhaben kürzten und ihre Bilanzen sanierten. Die Terrorakte erschütterten das Vertrauen der Verbraucher und Produzenten zusätzlich und liessen eine allgemeine weltweite Verlangsamung des Wachstums noch wahrscheinlicher werden. Aber nachdem der erste Schock überwunden war, begannen die Märkte trotz anhaltend ungünstiger Wirtschaftsdaten eine Erholung im Verlauf von 2002 zu antizipieren.

Die unmittelbaren Folgen der tragischen Ereignisse waren Störungen an einigen Märkten und Umschichtungen in weniger riskante Vermögenswerte. Die US-Aktienmärkte waren vier Tage lang geschlossen. Die Aktienmärkte Europas und Asiens blieben offen, stellten aber den Handel mit den Aktien von US-Unternehmen ein und verzeichneten Kursrückgänge. Als die US-Börsen wieder öffneten, fielen auch dort die Kurse, wenn auch weniger stark als vielerorts erwartet worden war. Durch den Schaden, den der Geschäftsbetrieb von Inter-Dealer-Brokern, Kommunikationsverbindungen und einige Clearing- und Abwicklungssysteme in New York erlitten, wurden manche Segmente der US-Festzinsmärkte vorübergehend stark in ihrer Funktion beeinträchtigt.

Angesichts der Umstände erwiesen sich die meisten Märkte wie auch die Stimmung der Marktteilnehmer als bemerkenswert widerstandsfähig. Die Währungsbehörden stellten mittels Offenmarktgeschäften, Diskontkrediten und Währungswaps Liquidität bereit und verstärkten diese Massnahmen noch durch Leitzinssenkungen. Innerhalb einer Woche arbeiteten die meisten Festzinsmärkte wieder, wenngleich mit geringerer Kapazität. Gegen Ende September erholte sich der Absatz am Markt für Unternehmensschuldtitel, und Mitte Oktober waren die Aktienkurse auf ihr Niveau vor den Anschlägen zurückgekehrt. Die Anleger rechneten jetzt zwar mit einer stärkeren weltweiten Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, glaubten aber offenbar weiterhin

an eine Erholung bis Mitte 2002. Diese Überzeugung wurde noch dadurch gestützt, dass in mehreren Ländern die Geldpolitik unverzüglich gelockert wurde, wobei in den USA noch eine expansivere Fiskalpolitik hinzukam.

Auf die aufstrebenden Volkswirtschaften erstreckte sich dieser beständige mittelfristige Optimismus nicht. Eine erhöhte Risikoscheu und Sorge über die Auswirkungen des Abschwungs in den Industrieländern führten zu höheren Risikoauflagen und zu Abflüssen von Portfolioinvestitionen aus mehreren, wenn auch nicht allen aufstrebenden Volkswirtschaften. Aufstrebende Volkswirtschaften mit defizitärer Leistungsbilanz bekamen den weltweiten Einbruch bei den Finanzierungen am Bankkredit- und am Wertpapiermarkt zu spüren. Die Probleme bestimmter Schuldner wie Argentiniens und der Türkei trübten die Stimmung ebenfalls, aber der Ansteckungseffekt auf die Finanzmärkte anderer aufstrebender Volkswirtschaften war offenbar begrenzt.

## Terrorangriffe lösen Marktstörungen aus

Die Verluste an Menschenleben und die Sachschäden an der Infrastruktur von Manhattan wegen der Angriffe vom 11. September führten zu schwerwiegenden Störungen an den Finanzmärkten. Der US-Aktienmarkt blieb vier Handelstage lang geschlossen, die längste Schliessung seit den dreissiger Jahren. Die US-Anleihemärkte für Direktgeschäfte schlossen für zwei Tage; nach der Wiedereröffnung verlängerten sich die Abwicklungszeiten. Am US-Interbankkreditmarkt für Tagesgeld behinderten der unterbrochene Geschäftsbetrieb von Inter-Dealer-Brokern und Telekommunikationsprobleme den Abgleich zwischen Kreditnehmern und -gebern. Im Rahmen eines „Gentlemen's Agreement“ wurden am Tag der Terrorangriffe alle Tagesgeldgeschäfte zum Zielsatz der Federal Reserve anstatt zu einem Marktsatz abgewickelt. In Europa sahen sich einige Finanzinstitute für kurze Zeit mit einem Mangel an Dollars für die Abwicklung von Devisengeschäften konfrontiert; ferner verzeichneten sie eine erhöhte vorsorgliche Nachfrage nach Liquidität in anderen Währungen.

Der Kassa- und der Repomarkt für US-Schatzanleihen waren wegen der Infrastrukturschäden und der Verluste an Menschenleben bei mehreren Inter-Dealer-Brokern, der Schäden an den Telekommunikationsverbindungen und der Zerstörung der Hauptbetriebsstelle einer bedeutenden Clearing-Bank besonders hart getroffen. Alle diese Probleme verhinderten während einiger Tage nach den Attacken die Abwicklung von Pensionsgeschäften im Wert von mehreren Milliarden Dollar. Infolgedessen stieg die Zahl der „gescheiterten“ Transaktionen an den Kassa- und Repo-Märkten für Schatztitel auf eine noch nie dagewesene Höhe, und dadurch erhöhte sich wiederum die Nachfrage nach bestimmten Schatzpapieren, insbesondere den zuletzt ausgegebenen Schatzanweisungen. Betriebsstörungen an den kurzfristigen Geldmärkten trugen zu einer Zunahme des Geschäfts mit den entsprechenden Derivaten bei, da die Marktteilnehmer nach Alternativen für Absicherungen und das Eingehen von Positionen suchten (s. „Märkte für derivative Instrumente“, S. 33).

Terrorangriffe beeinträchtigen mehrere Finanzmärkte ...

... insbesondere US-Schatztitelmärkte

Rasches Handeln der Währungs- und Finanzbehörden trägt zur Wiederherstellung des Marktbetriebs bei

Die Währungs- und Finanzbehörden reagierten rasch. In den Tagen nach den Terrorangriffen stellte die Federal Reserve mit Pensionsgeschäften und dem Diskontfenster reichlich Liquidität im Bankensystem bereit. In einer gemeinsamen Erklärung, die dazu beitrug, die Flucht in sichere Werte zu bremsen, hielten die Finanzminister der G7-Länder ihre Entschlossenheit fest, jegliche „Beeinträchtigung der Weltwirtschaft“ möglichst gering zu halten. Swapvereinbarungen zwischen der Federal Reserve und mehreren Zentralbanken milderten die Befürchtungen über einen Dollar-Engpass bei ausländischen Finanzinstituten.

Dank staatlicher Massnahmen, der Wiederherstellung der Telekommunikationsverbindungen und der Zusammenarbeit unter Marktteilnehmern konnten die meisten Märkte schon eine Woche nach den Angriffen wieder annähernd normal arbeiten. Die Innertagesvolatilität der US-Tagesgeldsätze blieb bis in den Oktober hinein ungewöhnlich hoch, aber dank der Liquiditätszufuhr der Federal Reserve überschritt der effektive Satz die Zielvorgabe nie in nennenswertem Ausmass.

Als letzter kehrte der Repomarkt zum Normalbetrieb zurück; bis in den Oktober hinein blieb die Zahl der gescheiterten Transaktionen hoch. In den Wochen unmittelbar nach den Attacken stieg sie sogar noch an. Dies führte zu einem Problem beim Sicherheitenangebot, da sich Wertpapierverleiher vom Markt zurückzogen. Um Abhilfe zu schaffen, hob die Federal Reserve zügig einige Beschränkungen ihres Wertpapierleiheprogramms auf und bot Wertpapiere, an denen ein Mangel herrschte, im Austausch gegen leichter erhältliche an. In der Zeit vom 11. bis Ende September verlieh die Federal Reserve Schatzpapiere im Nominalwert von insgesamt \$ 70 Mrd. Am 4. Oktober vergrösserte das US-Finanzministerium das Angebot an Schatzpapieren nochmals, indem es für \$ 6 Mrd. 10jährige Schatzanweisungen in einer ungeplanten Aufstockung einer früheren Emission ausgab. Mitte Oktober war das Ausmass gescheiterter Transaktionen am Repomarkt auf ein gemässigtes Niveau gesunken.

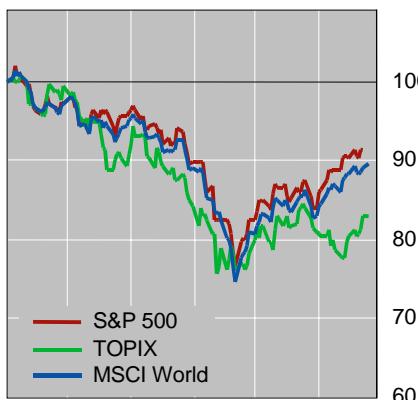
## Rasche Rückkehr der Zuversicht an den Aktienmärkten

Enttäuschende Wirtschaftsnachrichten lösen schon vor dem 11. September Baisse aus ...

Schon vor dem 11. September waren die Nachrichten aus der Weltwirtschaft nicht gut. Während fast des ganzen Sommers hatten enttäuschende gesamtwirtschaftliche Daten und Gewinnwarnungen die Kurse an den Aktienmärkten gedrückt. Am 30. August hatten Gewinnwarnungen von Sun Microsystems und Corning den Dow Jones zum ersten Mal seit April unter 10 000 Punkte sinken lassen. Am 7. September meldete der Bericht über die Beschäftigungssituation in den USA (ohne Agrarsektor) eine Einbusse von 113 000 Stellen, mehr als doppelt so viel wie erwartet. Auch die düstere Einschätzung der europäischen Wirtschaftslage hatte sich verstärkt. Die Daten wiesen einen Rückgang der deutschen Industrieproduktion um 1,5 % im Juli aus, viel mehr, als die Marktteilnehmer erwartet hatten. In der Zeit von Ende Mai bis 10. September hatte

## Weitgefassste Aktienindizes

1. Juni 2001 = 100



Quellen: Datastream; nationale Angaben.

Grafik 1.1

der S&P 500 17 % eingebüsst, der TOPIX 24 %, der FTSE 100 16 % und der Dax 26 %. Die meisten Märkte verzeichneten das tiefste Kursniveau seit der Krise von 1998.

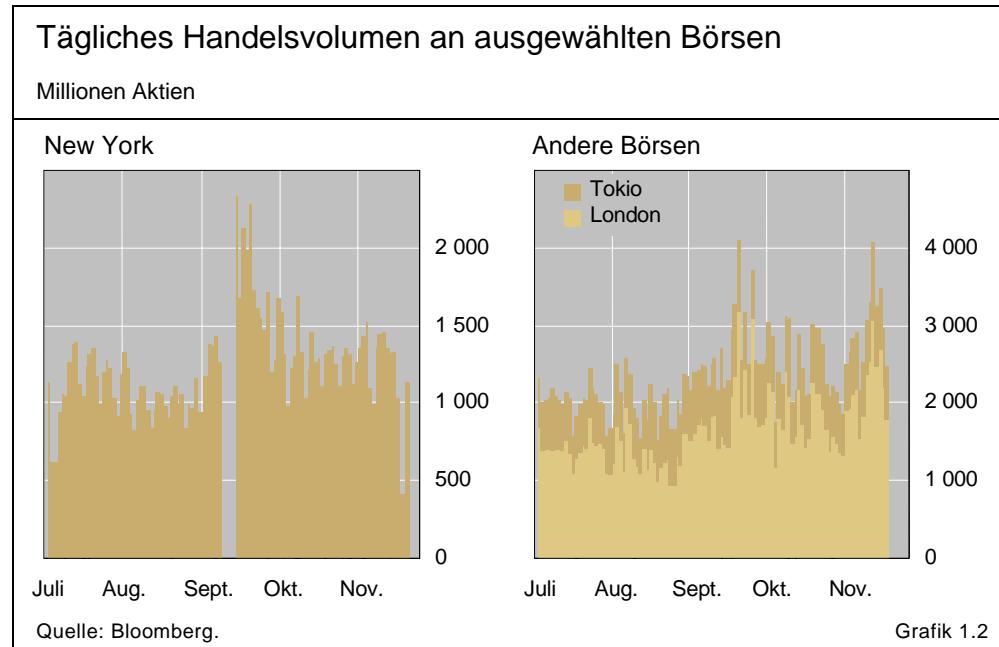
Der Schock der Ereignisse vom 11. September verstärkte die allgemeine Unsicherheit noch. Die Reaktion der Aktienkurse auf die Terrorangriffe zeigte sich zuerst an den Märkten ausserhalb der USA. An den europäischen Märkten, die noch für den Nachmittagshandel offen waren, begannen die Kurse sofort abzubröckeln (Grafik 1.1). Als die asiatischen Märkte am folgenden Tag öffneten, fielen auch dort die Kurse. Im Verlauf der Woche fielen der FTSE 100 um 5,5 %, der Dax um 11,9 % und der TOPIX um 2,3 %; zum Teil wurden damit erhebliche Kurseinbussen in New York vorweggenommen.

... die sich nach den Terrorattacken beschleunigt

Als der US-Aktienmarkt am Montag nach den Attacken den Handel wieder aufnahm, büsste der S&P 500 an diesem Tag 4,9 % ein, im Verlauf der Woche 11,6 %. Der MSCI World Index büsste im Zeitraum vom 10. bis zum 21. September insgesamt 12 % ein, was einem Wertverlust von \$ 3 Bio. für den gesamten weltweiten Markt entspricht. Im Verhältnis waren diese Einbussen jedoch kleiner als am 19. Oktober 1987, als der US-Markt um über 20 % einbrach. Die asiatischen und europäischen Märkte machten sogar einen Teil ihrer Verluste rasch wieder wett, als die dortigen Anleger sahen, dass der Kursrückgang am US-Markt weniger schlimm als befürchtet war.

Während der viertägigen Schliessung des US-Marktes hatte sich ein Verkaufsdruck aufgebaut, der bei der Wiedereröffnung zu einem Rekordhandelsvolumen führte. Die Kapazitäten der Börsen wurden dadurch jedoch nicht überfordert. Die New Yorker Aktienbörse im besonderen setzte am ersten Handelstag nach den Terrorangriffen ein Rekordvolumen von 2,2 Milliarden Aktien um, rund zweieinhalb Mal soviel wie sonst. In den folgenden Tagen war der Handel wieder weniger hektisch, aber noch Ende September lag der

Erfolgreiche Verarbeitung grosser Handelsvolumina an den Märkten ...



Umsatz mindestens 25 % über dem Einjahresdurchschnitt (Grafik 1.2). Der Umsatzsprung in New York griff offenbar auch auf die europäischen Märkte über, obwohl diese in der Woche der Terrorangriffe offen geblieben waren.

Die allgemeinen Aktienkurseinbussen Mitte September wurden weitgehend durch Unsicherheit über die Folgen der Angriffe für die Weltwirtschaft als Ganzes verursacht. Diese Unsicherheit hinderte die Anleger jedoch nicht daran, jene Unternehmen zu identifizieren, deren Ertragslage vermutlich unmittelbar betroffen war. Aktien von Fluglinien und Reiseunternehmen litten am meisten. Auch Versicherungsaktien erlitten Einbussen; sie erholteten sich jedoch wieder, als klar wurde, dass sich die Zahlungen im Zusammenhang mit den Terrorakten breit auf die Branche verteilen würden und dass die Nachfrage nach Versicherungsleistungen wahrscheinlich steigen würde. Titel der Rüstungsindustrie erlebten einen Kursanstieg.

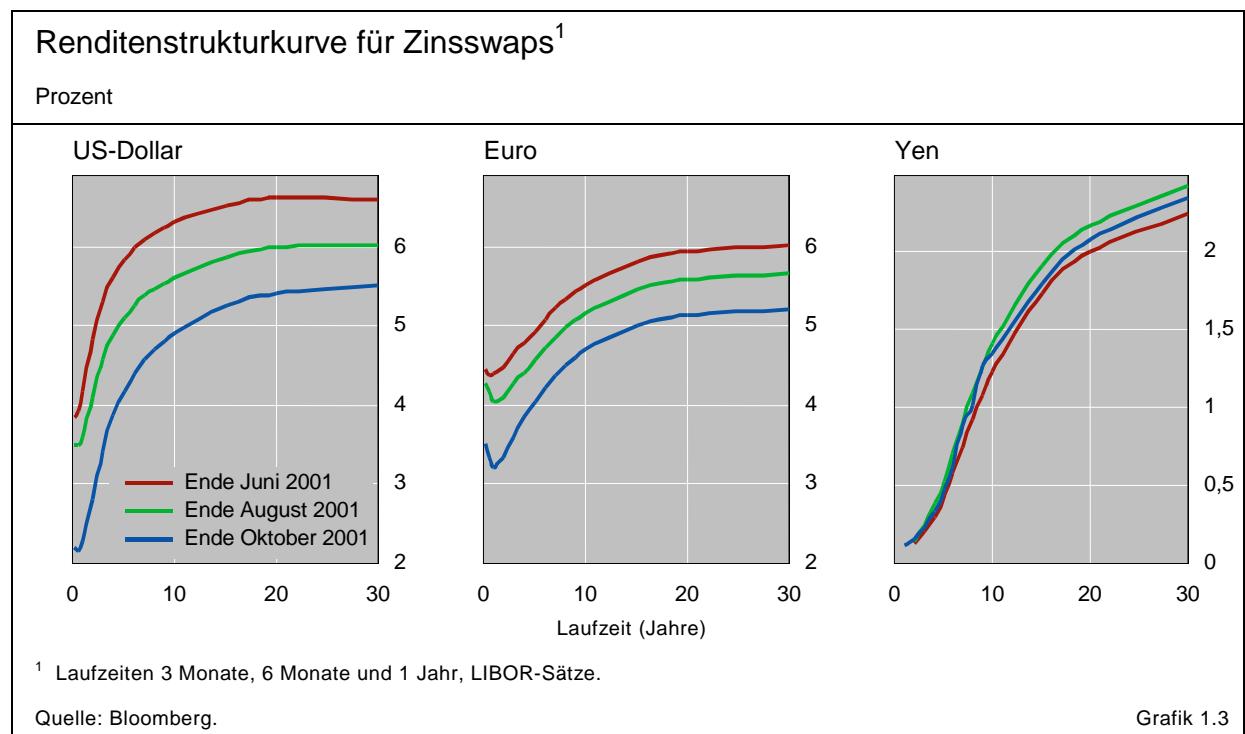
Durch das Vorgehen verschiedener Behörden und Anleger konnte eine Abwärtsspirale bei den Kursen verhindert werden. Die Federal Reserve senkte ihren Leitzinssatz am frühen Morgen des 17. September, kurz bevor die Märkte in New York öffneten, um 50 Basispunkte. Die EZB und andere Zentralbanken schlossen sich dem kurz darauf an. Im Verlauf dieses Tages und während der restlichen Woche sahen einige institutionelle Anleger freiwillig von Verkäufen ab, und Analysten verzichteten bei ihren Anlageempfehlungen auf Herabstufungen. Unternehmen nutzten die Lockerung der Wertpapiervorschriften, um eigene Aktien zurückzukaufen. US-Aktieninvestmentfonds, die mit aussergewöhnlich hohen Nettorücknahmen konfrontiert waren, verwendeten ihre Barmittel, anstatt Aktienbestände aufzulösen. Banken- und Versicherungsaufsicht interpretierten vorübergehend einige Vorschriften grosszügig, z.B. wenn Institute gezwungen gewesen wären, in grossem Umfang Vermögenswerte zu veräussern, um die vorgeschriebene Eigenkapitaldecke zu halten.

In der letzten Septemberwoche setzte eine allgemeine Markterholung ein. Der Kursanstieg wurde zum Teil durch die Empfehlung von Marktstrategen, wieder Aktien zu kaufen, ausgelöst, zum Teil auch durch die erklärte Unterstützung einer unerwartet breiten Länderkoalition für die unter Führung der USA ergriffenen Massnahmen zur Bekämpfung des Terrorismus. Offenbar setzte sich die Ansicht durch, dass eine gelockerte Geldpolitik und massiv erhöhte Ausgaben der öffentlichen Hand die Weltwirtschaft wirksam ankurbeln würden. In diesem Umfeld zählten wirtschaftliche Daten oft weniger als Meldungen über politische und militärische Entwicklungen. Bis Mitte Oktober hatten die Aktienmärkte beinahe den gesamten Wertverlust nach den Attacken wieder wettgemacht, obwohl in mehreren Ländern die Beschäftigung, die Verbraucherstimmung und die Industrieproduktion unerwartet stark sanken. Im November zogen die Märkte noch weiter an, als positivere Wirtschaftsdaten bekannt wurden und der Krieg in Afghanistan Ergebnisse zeitigte.

... und schliesslich weitgehende Erholung

### Steilere Renditenstrukturkurven angesichts erwarteter rascher Erholung

In allen drei wichtigsten Währungsräumen wurden die Renditenstrukturkurven nach dem 11. September steiler, womit sich ein Trend fortsetzte, der im Sommer begonnen hatte (Grafik 1.3). Im Falle der USA und des Euro-Raums war dies auf den Rückgang der kurzfristigen Sätze zurückzuführen, mit dem die Wirtschaft stimuliert werden sollte. In Japan verharrten die kurzfristigen Sätze nahe bei null, die längerfristigen erhöhten sich im Zuge einer expansiven Fiskalpolitik geringfügig.



Steilere  
US-Renditenstrukturkurve Ergebnis  
tieferer kurzfristiger Leitzinsen ...

... und engere  
Swapspreads  
Ergebnis eines  
erhöhten Schatztitelangebots

Sinkende kurzfristige Sätze auch  
im Euro-Raum ...

Die US-Dollar-Swapsätze fielen im Zeitraum Ende Juni bis Ende Oktober um rund 110 Basispunkte am langen Ende und um 170 Basispunkte am kurzen. Angesichts der sich rasch verschlechternden Wachstumsaussichten und des Fehlens von Inflationsdruck senkte die Federal Reserve ihre Zielvorgabe für den Tagesgeldsatz am 27. Juni und am 21. August um je 25 Basispunkte. Nach den Terrorangriffen nahm sie noch drei Reduktionen um je 50 Basispunkte vor, am 17. September, 2. Oktober und 6. November. Der Umsatz am US-Schatztitelmarkt konzentrierte sich auf die 2jährige Schatzanweisung, traditionellerweise die Laufzeit, die für das Eingehen von Positionen auf künftige Massnahmen der Fed verwendet wird. Bewegungen der 2-Jahres-Renditen lassen darauf schliessen, dass die Märkte nach der Zinssenkung vom 6. November nicht mehr die Erwartung weiterer Zinssenkungen in die Preisbildung einfließen liessen, sondern mit stabilen oder steigenden kurzfristigen Sätzen zu rechnen begannen.

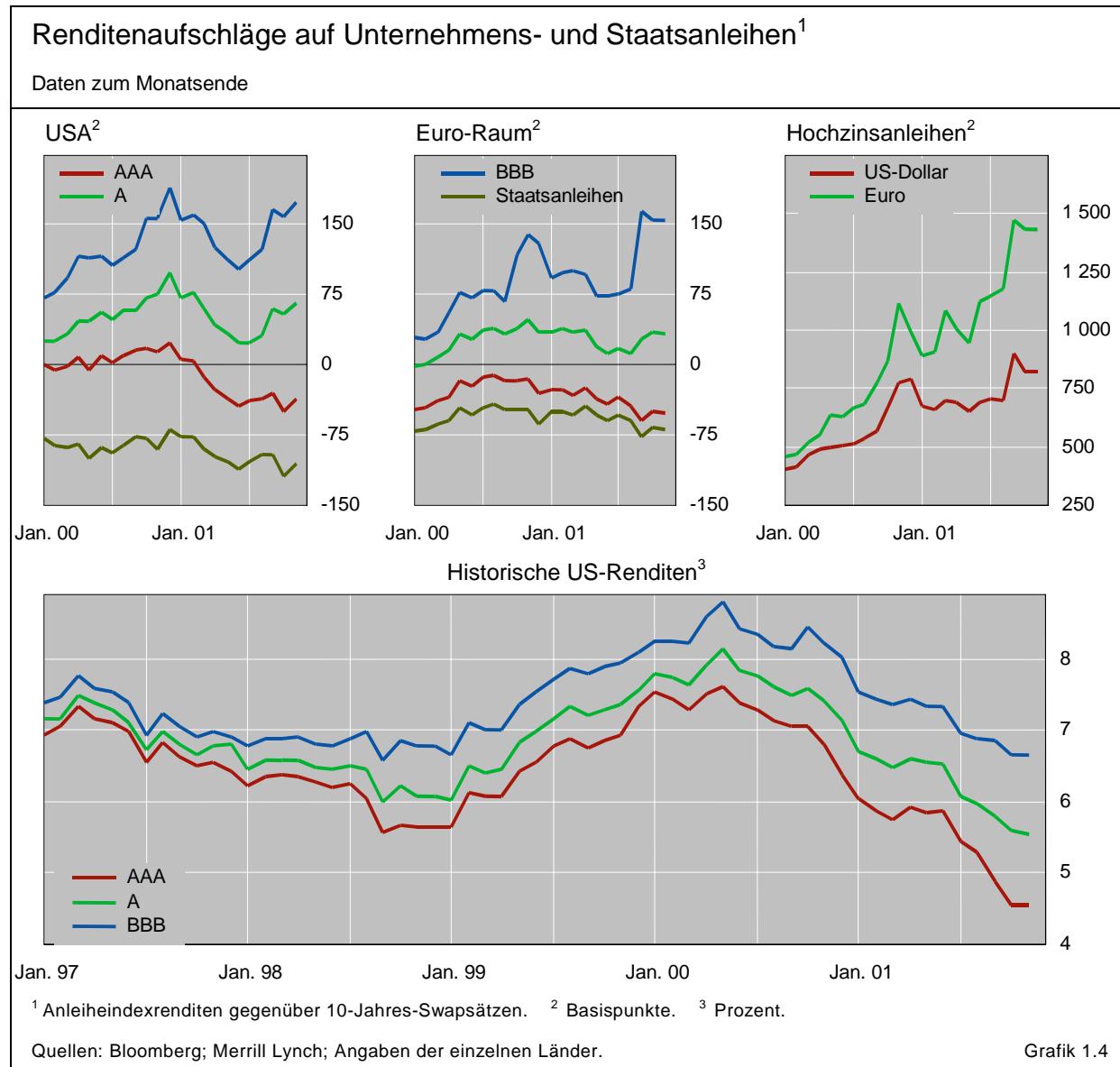
Die Aussicht auf ein grösseres Angebot an Staatsanleihen verhinderte, dass sich die Senkungen der kurzfristigen Sätze voll am langen Ende der Zinsertragskurve niederschlügen. Die Märkte rechneten mit dem Wiederauftreten von Defiziten im Staatshaushalt, zum Teil als unvermeidliche Folge der Rezession, zum Teil wegen Plänen einer aggressiven Lockerung der Fiskalpolitik. Die voraussichtliche Erhöhung des Angebots an Staatspapieren veranlasste die Anleger, eine relativ höhere Rendite für das Halten dieser Papiere zu verlangen. Infolgedessen verengte sich der Swapspread von 80-90 Basispunkten für 10jährige Anleihen vor dem 11. September auf 70 Basispunkte danach. Die steile Zinsertragskurve signalisierte ferner, dass die Anleger immer noch mit einer „V-förmigen“ Erholung rechneten, auch wenn die Erwartungen hinsichtlich des Ausmasses des Abschwungs weiter stiegen und der voraussichtliche Zeitpunkt der Erholung immer weiter in die Zukunft verschoben wurde. Ende Oktober war in die kurzfristige Terminkurve die Erwartung eingeflossen, dass die Zinssätze im zweiten Quartal 2002 ihre Richtung ändern würden, was bedeutet, dass die Anleger damit rechneten, dass bis dann Anzeichen einer Erholung zu beobachten sein würden. Als das US-Finanzministerium am 30. Oktober bekanntgab, der Absatz der 30jährigen Anleihe werde eingestellt, erhöhte sich die Knappheitsprämie für diese Emission, und die Zinsertragskurve wurde etwas weniger steil; insgesamt veränderte sich ihre Form jedoch kaum.

Eine ähnliche Kombination eines Rückgangs der Zinssätze insgesamt und eines Steilerwerdens der Zinsertragskurve trat auch im Euro-Raum auf. Die EZB senkte ihren Leitzinssatz am 30. August um 25 Basispunkte und am 17. September und 8. November um je 50 Basispunkte. Da mit praktisch jeder neuen Veröffentlichung von Statistiken das Bild eines langsameren Wachstums, zunehmender Arbeitslosigkeit und einer schwachen Inflation deutlicher wurde, bezogen die Terminkurven im September und Oktober die Erwartung der Märkte ein, in den nächsten Monaten würden die Zinssätze weiter gesenkt. Nach der Zinssenkung der EZB im November verschwand diese Erwartung. Wie in den USA rechneten die Märkte weiterhin damit, dass das Wachstum

sich irgendwann im Jahr 2002 erholen würde. Anders als in den USA beeinflussten Angebotseffekte offenbar die Entwicklung am langen Ende der Zinskurve nur wenig.

In Japan zogen die langfristigen Zinssätze leicht an, während die kurzfristigen Sätze sehr tief blieben. Dies war den anhaltend schlechten Nachrichten aus der Wirtschaft und der damit verbundenen Erwartung zuzuschreiben, dass die Haushaltspolitik expansiv bleiben werde. Die Märkte rechneten auf kurze und mittlere Sicht mit keinen grossen Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, da ein Rückgang der Nachfrage nach japanischen Exportgütern zu erwarten war und das Programm der Regierung zur Restrukturierung des Bankensektors nur zögerlich vorankam.

... und kaum veränderte Zinsertragskurven in Japan



## Grössere Kreditzinsspannen, aber Erholung bei den Anleiheemissionen der Unternehmen

Ausweitung der Kreditzinsspannen im dritten Quartal ...

Der Abstand zwischen den Renditen auf Unternehmensanleihen mit niedrigerer Bonitätseinstufung und den Swaprenditen weitete sich im dritten Quartal stetig aus (Grafik 1.4, obere Felder), womit sich ein seit Januar zu beobachtender Trend umkehrte. Zuzuschreiben war diese Entwicklung den immer schlechteren Wirtschaftsnachrichten aus den USA und Europa und dem Anstieg der Ausfallraten auf einen Stand, wie er seit mindestens zehn Jahren nicht mehr verzeichnet worden war. Während die Zinsaufschläge bei Papieren mit Anlagequalität im allgemeinen unter ihrem jüngsten Spitzenwert vom Dezember 2000 blieben, erhöhten sie sich im spekulativen Bereich deutlich über die Niveaus von Ende 2000, insbesondere in Europa. Der Anstieg der Zinsaufschläge für Papiere mit Anlagequalität gegenüber Swaps war weitgehend das Ergebnis sinkender Swaprenditen, wobei die Unternehmensrenditen selbst im allgemeinen eher sanken oder stabil blieben (Grafik 1.4, unteres Feld).

... insbesondere nach dem 11. September ...

Die langfristigen Kreditzinsspannen weiteten sich in den Tagen nach dem 11. September weiter aus. Der Abstand zwischen den Renditen von 10jährigen Unternehmensanleihen mit BBB-Rating und Swaps vergrösserte sich um 8 Basispunkte, als die Märkte wieder öffneten, und um insgesamt 37 Basispunkte bis Ende September. Einige Beobachter befürchteten, die Versicherungsgesellschaften würden unverzüglich in grossem Umfang Unternehmensanleihen verkaufen, um damit ihre Leistungen im Zusammenhang mit der Katastrophe zu finanzieren, aber das geschah nicht. Wie auch am Aktienmarkt waren die Anleihen verwundbarer Branchen wie Fluggesellschaften besonders hart getroffen, und diese mussten mit einer Herabstufung durch die Rating-Agenturen rechnen. Die Zinsaufschläge auf Commercial Paper, bei denen zu Beginn des Jahres Turbulenzen eingekehrt waren, die aber seither stetig enger geworden waren, schnellten nach den Attacken hoch. Sie blieben während des ganzen Monats Oktober hoch und volatil, nachdem mehrere prominente Emittenten herabgestuft worden waren (Grafik 1.5).

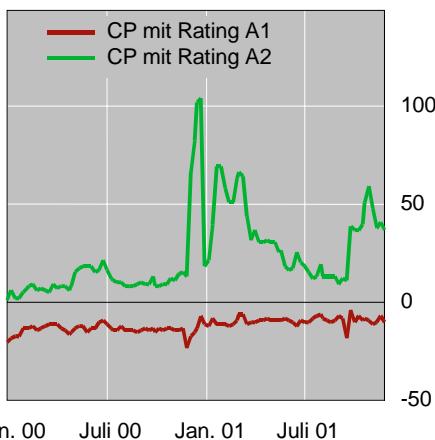
... wenn auch weniger stark als angesichts fallender Aktienkurse zu erwarten

Im Vergleich zu der Ausweitung, die im Kurseinbruch der Aktien impliziert war, war die tatsächliche Ausweitung der Kreditzinsspannen nach dem 11. September gering. Die Zinsspannen wurden aber umgekehrt auch nicht wesentlich enger, als sich die Aktienkurse ab Ende September erholteten. Bis Mitte Oktober waren die Märkte offenbar zu dem Schluss gelangt, dass die wirtschaftlichen Folgen der Attacken zwar das schon hohe Kreditrisiko des Unternehmenssektors noch verstärken würden, dass aber Aktien immer noch eine Gelegenheit boten, von den Vorteilen einer zukünftigen Erholung zu profitieren. Mit anderen Worten: Offenbar reduzierten die Anleger ihre Gesamtbewertung von Anlagen in Unternehmenstiteln nicht nennenswert, berücksichtigten jedoch möglicherweise eine erhöhte Unsicherheit dieser Bewertungen. In einigen Fällen, insbesondere bei Unternehmen mit hoher Fremdfinanzierung, führte diese erhöhte Unsicherheit zu relativ niedrigeren

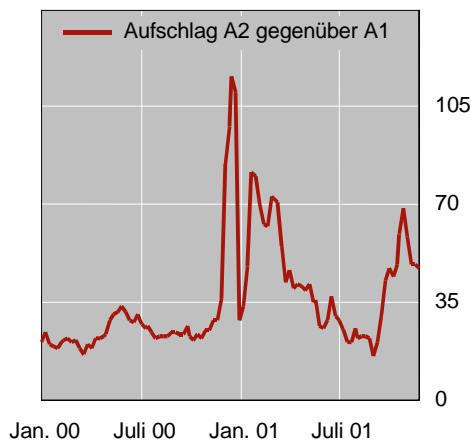
## Zinsaufschläge auf US-Commercial-Paper<sup>1</sup>

Wochendurchschnitt

### Aufschlag gegenüber LIBOR



### Relativer Aufschlag



<sup>1</sup> Gegenüber 30-Tages-Rendite, Basispunkte.

Quellen: Bloomberg; eigene Berechnungen.

Grafik 1.5

Marktwerten von Anleihen (die als Short-Positionen auf Volatilität interpretiert werden können) und höheren Marktwerten von Aktien (die von stärkerer Volatilität profitieren).<sup>1</sup>

Schon vor dem 11. September hatte die weltweite Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zu einem starken Rückgang sowohl des Brutto- als auch des Nettoabsatzes von Wertpapieren beigetragen. Im Gegensatz zu Ende 2000/Anfang 2001, als die Schuldner je nach den gerade herrschenden Marktbedingungen zwischen verschiedenen Finanzierungsarten hin- und herwechselten, war im dritten Quartal 2001 ein Rückgang in praktisch allen Kategorien von Finanzströmen zu verzeichnen. Am internationalen Markt für Schuldtitle fiel der Nettoabsatz um beinahe 40 %, wobei der Rückgang fast ausschliesslich auf den verringerten Nettoabsatz des privaten Sektors (Finanzinstitute und Wirtschaftsunternehmen) zurückzuführen war (s. „Die internationalen Märkte für Schuldtitle“, S. 25). Der Umlauf internationaler Geldmarktinstrumente sank während des Quartals um \$ 46 Mrd., und an verschiedenen inländischen Märkten wurde ein vergleichbarer Rückgang des Absatzes kurzfristiger Schuldinstrumente beobachtet. Auch die Bruttomittelaufnahme am internationalen Konsortialkreditmarkt brach ein (s. „Internationale Konsortialkredite: Verlagerung zu Kreditnehmern mit höherer Bonitätseinstufung“, S. 23).

Trotz der unsicheren Lage nach den Terroranschlägen behielten Schuldner mit Anlagerating im wesentlichen Zugang zu den Märkten für Schuldtitle. Als Bristol-Myers Squibb am 25. September eine Anleihe mit AAA-Rating im Umfang von \$ 5 Mrd. auflegte, war das ein Signal, dass beim Absatz von Unternehmensschuldtitlen mit Anlagerating am internationalen Markt wieder

Die meisten Kategorien von Finanzströmen im dritten Quartal rückläufig ...

... Schuldner mit Anlagequalität jedoch weiter am Markt

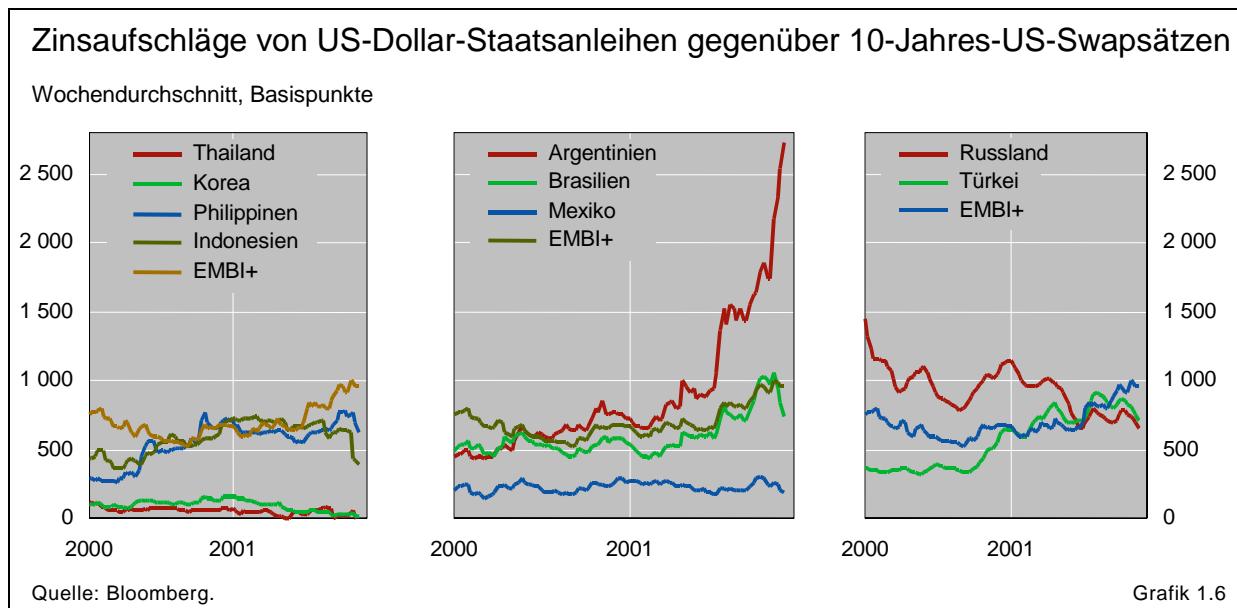
<sup>1</sup> Eine ausführliche Erörterung dieser „optionsgestützten“ Theorie der Anleihen- und Aktienbewertung findet sich im Kasten „Kreditzinsspannen und Volatilität der Aktienmärkte“ von B. Cohen im BIZ-Quartalsbericht vom November 2000.

einigermassen normale Verhältnisse eingekehrt waren. Im Oktober wurde von sehr starkem Absatz berichtet; zum Teil dürfte es sich aber um die Aufarbeitung von Rückständen gehandelt haben. Angesichts des schlechten Abschneidens der Aktienmärkte und der niedrigen Renditen von Staatsanleihen und kurzfristigen Instrumenten waren die Anleger nach wie vor dankbare Abnehmer von Schuldtiteln mit Anlagequalität. Schuldner mit niedrigerer Bonitätseinstufung sahen sich jedoch nicht nur mit höheren Zinsaufschlägen konfrontiert, sondern auch mit geringeren Absatzmöglichkeiten. Der japanische Inlandsmarkt für Unternehmensanleihen wurde durch die am 14. September erklärte Zahlungsunfähigkeit von Mycal Corp. erschüttert, einem grossen Einzelhändler, dem inländische Rating-Agenturen ein Anlagerating gegeben hatten.

### Aufstrebende Volkswirtschaften leiden unter zunehmender Risikoscheu

Fallende Aktienkurse, steigende Kreditzinsaufschläge und sinkende Finanzierungsströme in den meisten aufstrebenden Volkswirtschaften ...

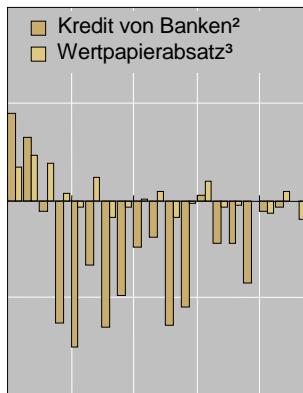
Die wachsende Erkenntnis, dass sich das Wirtschaftswachstum in den Industrieländern erheblich verlangsamte und die Risikoscheu der internationalen Anleger zunahm, liess die Aktienkurse in den aufstrebenden Volkswirtschaften fallen und die Risikoprämien für Kredite steigen (Grafik 1.6). Der Absatz von Schuldtiteln von Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften ging im dritten Quartal zurück, und auch die Bankkredite für diese Schuldner zeigten Anzeichen einer Verlangsamung (Grafik 1.7). Im Gegensatz zu den früheren Turbulenzen in den aufstrebenden Volkswirtschaften in den Jahren 1997/98 schienen die Möglichkeiten, die Exporte zu steigern und so die verringerten Kapitalzuflüsse zu kompensieren, begrenzt. Einige Schuldner, wie Mexiko und die führenden osteuropäischen Volkswirtschaften, profitierten nach



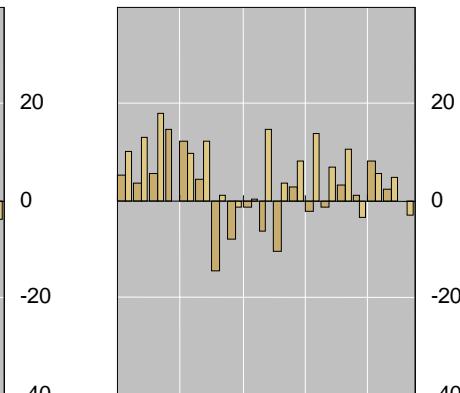
## Internationale Bankkredit- und Wertpapierfinanzierungen in aufstrebenden Volkswirtschaften<sup>1</sup>

Mrd. US-Dollar

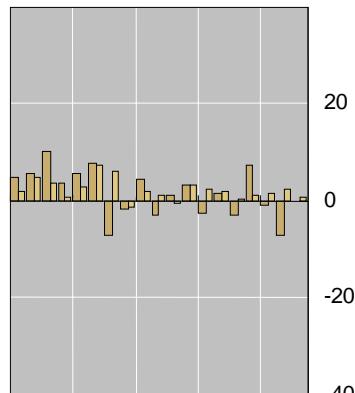
### Asien und Pazifik



### Lateinamerika und Karibik



### Europa



<sup>1</sup> Länder der einzelnen Regionen: s. Anhang Tabelle 7A. <sup>2</sup> Veränderung der Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken, wechselkursbereinigt. Daten über Bankkredite für das 3. Quartal 2001 noch nicht verfügbar. <sup>3</sup> Nettoabsatz internationaler Geldmarktinstrumente, Anleihen und Notes.

Quellen: Bank of England; Dealogic Capital Data; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; nationale Angaben; standortbezogene BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft.

Grafik 1.7

wie vor von relativ engen Zinsspannen und stabilen Währungen. Ob sie aber unter den Bedingungen nach dem 11. September immer noch ohne weiteres Zugang zu den Kapitalmärkten haben, bleibt abzuwarten. Die Aktienkurse in den aufstrebenden Volkswirtschaften erholten sich im Gegensatz zu den Indizes der Industrieländer generell nicht vollständig von ihren Tiefständen Ende September.

Argentinien und die Türkei standen weiterhin im Zentrum der Aufmerksamkeit. Anfang September erhöhte der IWF das Argentinien zur Verfügung gestellte Kreditpaket um \$ 8 Mrd. auf rund \$ 22 Mrd. Davon waren \$ 3 Mrd. zur Unterstützung einer freiwilligen Umstrukturierung der Schulden Argentiniens bestimmt. Die Probleme Argentiniens drückten auch auf die Stimmung der Anleger gegenüber Brasilien, wo die Währung wegen einer erheblichen Verlangsamung des Wachstums, zu der noch eine Energiekrise hinzukam, in der Zeit von Jahresbeginn bis Ende Oktober 28 % ihres Wertes einbüßte. Die Türkei kämpfte weiterhin mit Schwächen ihres Bankensystems, und darüber hinaus muss sie für 2001 mit einem beträchtlichen Rückgang des realen BIP rechnen.

... und Probleme Argentiniens und der Türkei im Zentrum der Aufmerksamkeit ...

Am 1. November gab die argentinische Regierung Pläne zur Umstrukturierung der Staatsschulden durch Schuldenabtausch bekannt. Es wurde eine Verzinsung von 7 % für Anleihen und andere Instrumente angeboten, deren ursprünglicher Kupon 10 % und mehr betragen hatte (und deren implizite Fälligkeitsrendite angesichts der im Preis argentinischer Anleihen enthaltenen Ausfallprämie noch weit höher gewesen war). Die erste Phase des Abtauschs betraf inländische Anleger, die die angebotenen Konditionen grossenteils

akzeptierten, und sie wurde am 30. November abgeschlossen. Eine zweite, auf die internationalen Anleger ausgerichtete Phase ist geplant. Einige internationale Anleger sahen die ursprüngliche Ankündigung des Abtauschs als De-facto-Ausfall an, und der Preis der zinsvariablen Referenzanleihe des Landes sank am 1. November um 6,3 %. Da die Schuldensituation schon seit einiger Zeit in breiten Kreisen als unhaltbar angesehen worden war, dürfte diese Reaktion wohl kaum das Ergebnis einer grundlegenden Neubewertung der Bonität Argentiniens gewesen sein. Vielmehr dürfte der Kursrückgang darauf hindeuten, dass die Anleger auf eine Umstrukturierung gehofft hatten, bei der sich die multilateralen Organisationen stärker beteiligen würden.

... aber kaum  
Ansteckungseffekte

Diese Probleme griffen jedoch offenbar nur in sehr begrenztem Masse auf andere aufstrebende Volkswirtschaften über. Die Anleger hatten schon mehrere Monate lang ihr Engagement in aufstrebenden Volkswirtschaften auf das gewünschte Niveau korrigiert und überliessen das Risiko denjenigen, die eher bereit waren, die zu erwartenden Turbulenzen auszusitzen. Die Banken hatten schon im ersten Halbjahr 2001 begonnen, ihr Engagement in der Türkei und Argentinien zu verringern, in einigen Fällen durch Verwendung von risikomindernden Instrumenten wie Sicherheiten und Garantien (s. „Das internationale Bankgeschäft“, S. 14). Infolge dieser Auflösung von Positionen hatten sich die Zinsaufschläge für die als Risiken eingestuften Länder, insbesondere für die Schulden Argentiniens, schon im Juli stark ausgeweitet. Da die Portfolioanlagen ihren Stand von 1996/97 nicht wieder erreichten, waren die Zahl und der Einfluss globaler Anleger mit Engagements in einem breiten Spektrum aufstrebender Volkswirtschaften relativ gering. Da ausserdem viele Länder flexible Wechselkursregimes eingeführt hatten, konnten sie sich dem externen Schock der weltweiten Verlangsamung des Wirtschaftswachstums anpassen, ohne untragbare Leistungsbilanzdefizite auflaufen zu lassen.

Es schien daher unwahrscheinlich, dass eine weitere Verschlechterung der Aussichten bestimmter Länder zu einem überstürzten Rückzug der Anleger führen würde, wie dies in früheren Krisen der Fall gewesen war. Vielmehr verbesserte sich die Stimmung gegenüber Brasilien ab Mitte Oktober markant, und der Real legte von Mitte Oktober bis Ende November gegenüber dem US-Dollar rund 10 % zu. Auch gegenüber der Türkei wurde die Stimmung freundlicher, wozu Fortschritte bei der Verabschiedung eines neuen Unterstützungspakets des IWF beitrugen.