

V. Turbulenzen an den Märkten für Vermögenswerte

Schwerpunkte

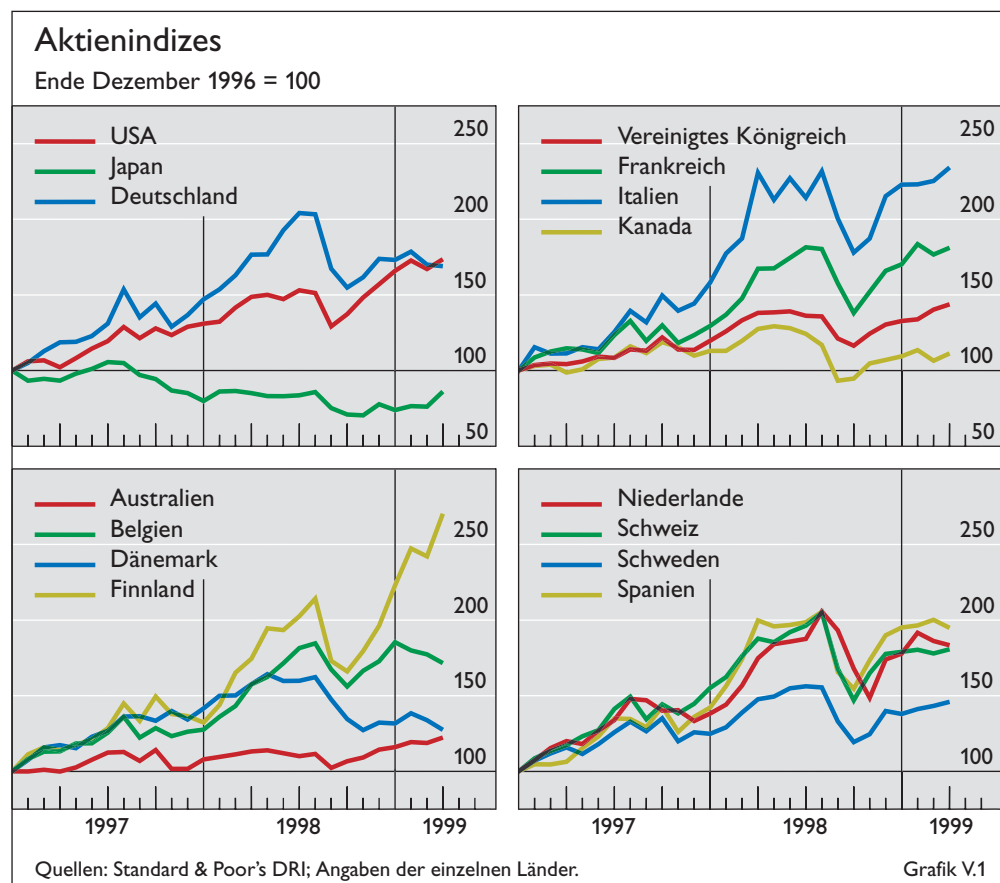
Einem Beobachter, dem nur Jahresdaten vorliegen, würde die Entwicklung in der Berichtsperiode als bloße Fortsetzung der Trends vorangegangener Jahre erscheinen. Im Vergleich zum Jahresanfang 1998 erreichten die lebhaften Aktienmärkte in der Mehrzahl der Industrieländer neue Rekorde, die Staatsanleiherenditen gaben weiter nach, und die Immobilienpreise setzten ihre Aufwärtsentwicklung fort. Kaum etwas in diesem Bild deutet darauf hin, daß die prägenden Ereignisse der Berichtsperiode in den beiden Monaten nach der Bekanntgabe des russischen Schuldenmoratoriums Mitte August 1998 stattfanden. Während dieses kurzen Zeitraums waren die Finanzmärkte weltweit außerordentlich starken Anspannungen ausgesetzt, was Marktteilnehmer und Wirtschaftspolitiker befürchten ließ, ein Zusammenbruch des Finanzsystems stünde unmittelbar bevor. Da die Anleger offenbar fast jede Art von Risiko scheuten, versiegte die Liquidität sowohl an den Finanzmärkten der Industrieländer als auch an denen der aufstrebenden Volkswirtschaften, und viele potentielle Kreditnehmer erhielten selbst zu extrem hohen Zinssätzen keine Finanzmittel. Die Preise aller Kategorien von Vermögenswerten, mit Ausnahme der Staatsanleihen der wichtigsten Industrieländer, gaben nach, und der Wertpapierabsatz kam zum Stillstand. Ebenso bemerkenswert sind jedoch die Erholung der Aktienkurse in den meisten Ländern seit November 1998 sowie die relative Ruhe, die sich an den Märkten für festverzinsliche Wertpapiere wieder eingestellt hat. Die Entwicklung der Preise von Vermögenswerten in den Industrieländern und die mit der aktuellen Bewertung der Aktienmärkte zusammenhängenden Fragen werden im ersten Teil dieses Kapitels diskutiert.

Die Ereignisse des vergangenen Jahres – so ungewöhnlich ihr Ausmaß auch war – könnten durchaus als natürliche Begleiterscheinung der modernen Finanzlandschaft angesehen werden, wie sie sich durch den gemeinsamen Einfluß von Innovation und Liberalisierung entwickelt hat. Größere und komplexere Finanzmärkte sind bei der Allokation von Kapital und Risiko effizienter, sie sind aber potentiell auch stärkeren Turbulenzen ausgesetzt, da sich Spannungen schneller denn je zuvor über zunehmend integrierte Marktsegmente ausbreiten können. Anhand der Erfahrungen der jüngsten Finanzmarkturbulenzen werden im zweiten Teil dieses Kapitels einige besondere Kennzeichen von Finanzmärkten in Phasen der Anspannung betrachtet.

Entwicklung an den Märkten für Vermögenswerte in den Industrieländern

Die seit langem etablierten Finanzmärkte (mit Ausnahme Japans) hatten gegenüber den Turbulenzen, von denen Südostasien im Jahr 1997 erfaßt worden war,

eine beträchtliche Widerstandsfähigkeit gezeigt. Anfang 1998 schien es, daß es außer dem Vergleich mit den in der Vergangenheit beobachteten Bewertungsrelationen kaum etwas gab, das den Aufwärtstrend der Preise von Finanzaktiva gefährden könnte. Der ausgeprägte Rückgang der Nachfrage in Asien wurde als nützliche Bremse der Preisauftriebstendenzen in Nordamerika gesehen, wo mit einer sehr lebhaften inländischen Nachfrage gerechnet wurde. Die Finanzmärkte in Europa antizipierten bereits die potentiellen Vorteile der Einführung einer einheitlichen Währung, als die Unsicherheit über die anfängliche Zusammensetzung des Euro-Raums noch nicht vollständig ausgeräumt war. Da die Aktienkurse verlorenes Terrain wiedergutmachten und ihre früheren Höchstwerte übertrafen, blieb als einzige Spur der Korrektur vom Oktober 1997 nur eine gewisse Unsicherheit, denn die Volatilität war weiterhin relativ hoch. Dieser Zustand der Selbstzufriedenheit wurde mit einem Male erschüttert, als Rußland ein Moratorium für einen Teil seiner Rubel-Schulden verhängte. Diese Ankündigung wirkte wie ein Katalysator und führte bei den Marktteilnehmern zu einer umfassenden Überprüfung ihrer Erwartungen. Auf diese Weise wurde eine Kettenreaktion ausgelöst, die rasch praktisch alle Marktsegmente erfaßte und in vielen Fällen sogar deren Funktionsfähigkeit beeinträchtigte. Die Lockerung der geldpolitischen Bedingungen in der Mehrzahl der wichtigsten Volkswirtschaften ermöglichte ab Oktober 1998 eine allmähliche Entspannung; zuvor jedoch war es bereits zu Befürchtungen hinsichtlich der Ertragskraft und zeitweise auch hinsichtlich der Überlebensfähigkeit wichtiger Finanzintermediäre gekommen.



Aktienmärkte

Von der wichtigen Ausnahme Japans abgesehen, setzten die Aktienkurse ihren Trend zu immer neuen Höhenrekorden bis Mitte 1998 fort. An den meisten größeren Finanzmärkten wurde dieser Trend Mitte Juli unterbrochen, weil negative Auswirkungen der Finanzkrise in Asien auf die Unternehmensgewinne befürchtet wurden. Die geänderte Risikobeurteilung durch die Marktteilnehmer im Gefolge des russischen Schuldenmoratoriums drückte zusätzlich auf die Kurse, so daß die wichtigsten Aktienindizes von Mitte Juli bis zur ersten Oktoberwoche um 20–40% nachgaben; dies waren die größten Rückschläge für die Aktienbörsen seit 1987. In Kontinentaleuropa war der Kursrückgang besonders dramatisch. Hier spielten möglicherweise die engen wirtschaftlichen Beziehungen zu Rußland und der gleichzeitige Eindruck einer Abschwächung der Konjunktur eine Rolle. Während des vierten Quartals 1998 erholten sich die Aktienmärkte in allen größeren Volkswirtschaften, und die Kurse erreichten in vielen Fällen wieder ihr Niveau vom Frühsommer. Zwar wurde die Kurserholung durch die Lockerung der Geldpolitik in den USA und in Europa unterstützt, wenn auch nur in Form eines Signals der Bereitschaft von seiten der Zentralbanken, den Gefahren von Finanzmarkt-turbulenzen zu begegnen; das Tempo, mit dem sich die Kurse dann erholten, überraschte jedoch viele Beobachter. Besonders deutlich war die Erholung in den USA, wo die Aktienbörse zum Jahresende mit Rekordwerten schloß. Dagegen drückte die anhaltende Rezession in Japan fast während der gesamten Berichtsperiode weiter auf die Aktienkurse. Im ersten Quartal 1999 förderte ein Kursanstieg bei den Bankaktien, der auf das erhöhte Vertrauen der Anleger in die geplante Sanierung des Bankensektors zurückzuführen war, eine begrenzte Erholung der japanischen Aktienkurse.

Deutliche Kursrückgänge im Herbst ...

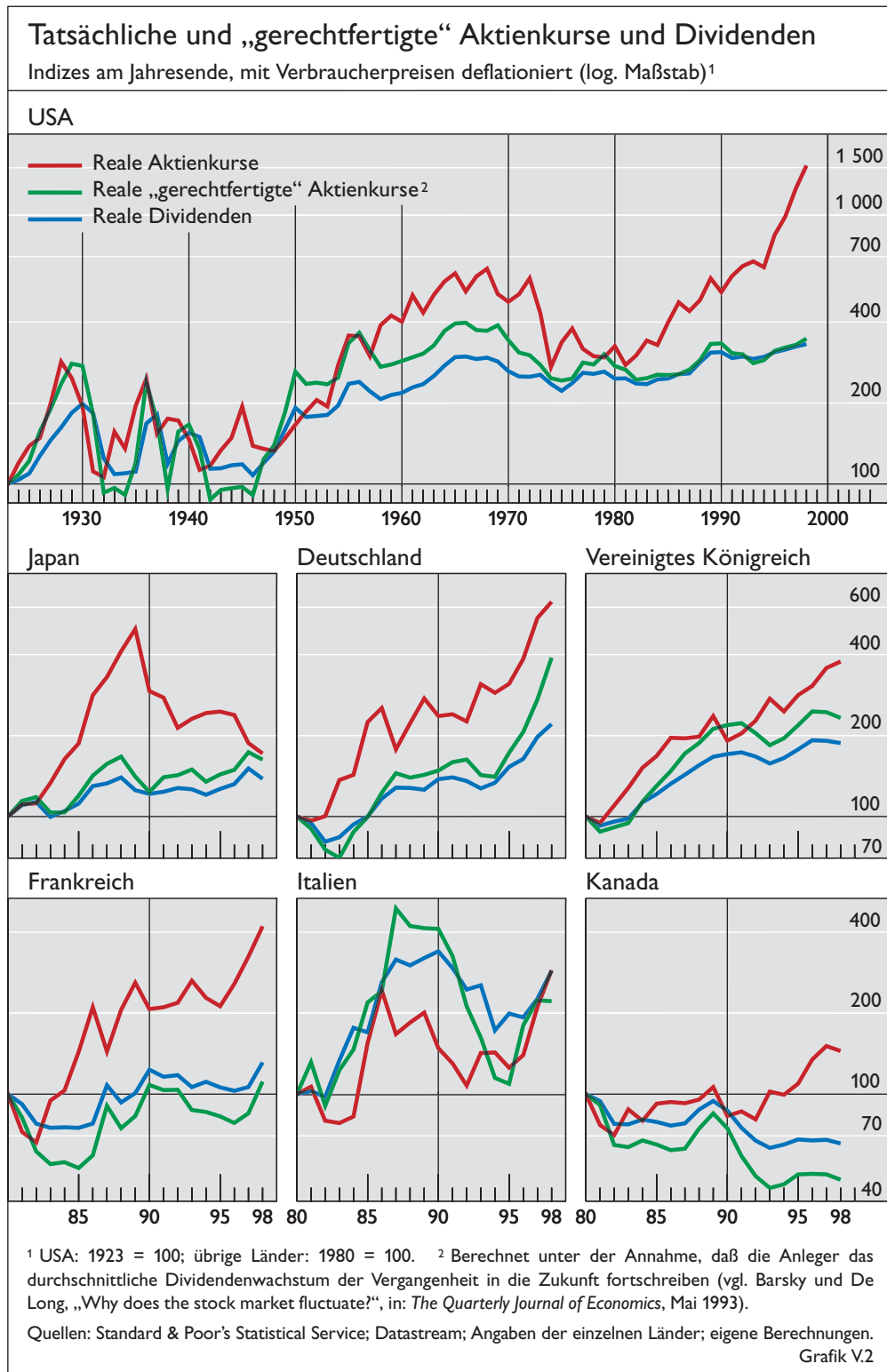
... mit späterer Umkehr

Das aktuelle Kursniveau an den Aktienmärkten gibt möglicherweise Anlaß zur Sorge, zumindest wenn man die in der Vergangenheit angewandten

Wertkennzahlen von Aktienkursen ¹								
	Dividendenrendite				Kurs/Gewinn-Verhältnis ²			
	Tiefstwert		Durchschnitt	März 1999 ³	Spitzenwert		Durchschnitt	März 1999 ³
	Niveau	Jahr			Niveau	Jahr		
USA	1,3	1999	2,7	1,3	34	1998	11	34
Japan	0,4	1987	0,9	0,8	77	1987	27	60
Deutschland	1,2	1998	1,9	1,4	26	1998	9	19
Frankreich	2,0	1998	2,9	2,2	30	1973	9	22
Italien	1,0	1981	2,1	2,0	34	1998	13	26
Vereinigtes Königreich	2,6	1999	3,4	2,6	26	1994	9	24
Kanada	1,4	1998	2,4	1,6	37	1998	9	26
Niederlande	1,7	1998	3,4	2,2	27	1998	8	27
Belgien	1,4	1998	3,0	1,6	29	1973	9	21
Schweiz	1,0	1998	1,7	1,4	28	1998	9	24
Schweden	1,1	1994	1,7	1,8	30	1994	12	21

¹ Seit 1973; auf der Basis von Tagesdaten. ² Italien: seit Juni 1986; Vereinigtes Königreich: seit 1980; Kanada: ohne 1991–94, als der Wert infolge abschreibungsbedingt sehr niedriger Erträge außergewöhnlich hoch war (Spitzenwert 1994: 504). ³ Monatsendstand.

Quelle: Datastream. Tabelle V.1



Aktuelles Kursniveau schwierig zu erklären durch historische Vergleichsmaßstäbe ...

Bewertungsmaßstäbe anlegt. Die Dividendenrenditen sind in den meisten G10-Ländern seit Anfang der achtziger Jahre dem Trend nach gefallen, da die Aktienkurse schneller gestiegen sind als die Dividendenzahlungen. Außer in Japan, Italien und Schweden liegen die Dividendenrenditen derzeit überall nahe ihren Tiefstwerten, und im Vereinigten Königreich und in den USA haben sie sogar historische Tiefstände erreicht (Tabelle V.1). Geht man davon aus, daß

die Dividenden weiterhin entsprechend ihren bisherigen durchschnittlichen Zuwachsraten steigen, würde das allgemein niedrige Niveau der Dividendenrenditen bedeuten, daß viele Aktienmärkte derzeit überbewertet sind. In den USA ist die Anfang der achtziger Jahre begonnene Aktienhausse jener der fünfziger und sechziger Jahre vergleichbar, die ebenfalls von sinkenden Dividendenrenditen gekennzeichnet war. Damals endete der lang andauernde Kursanstieg am Aktienmarkt mit einem scharfen Rückgang der Aktienkurse nach dem ersten großen Ölpreisschock im Jahr 1973.

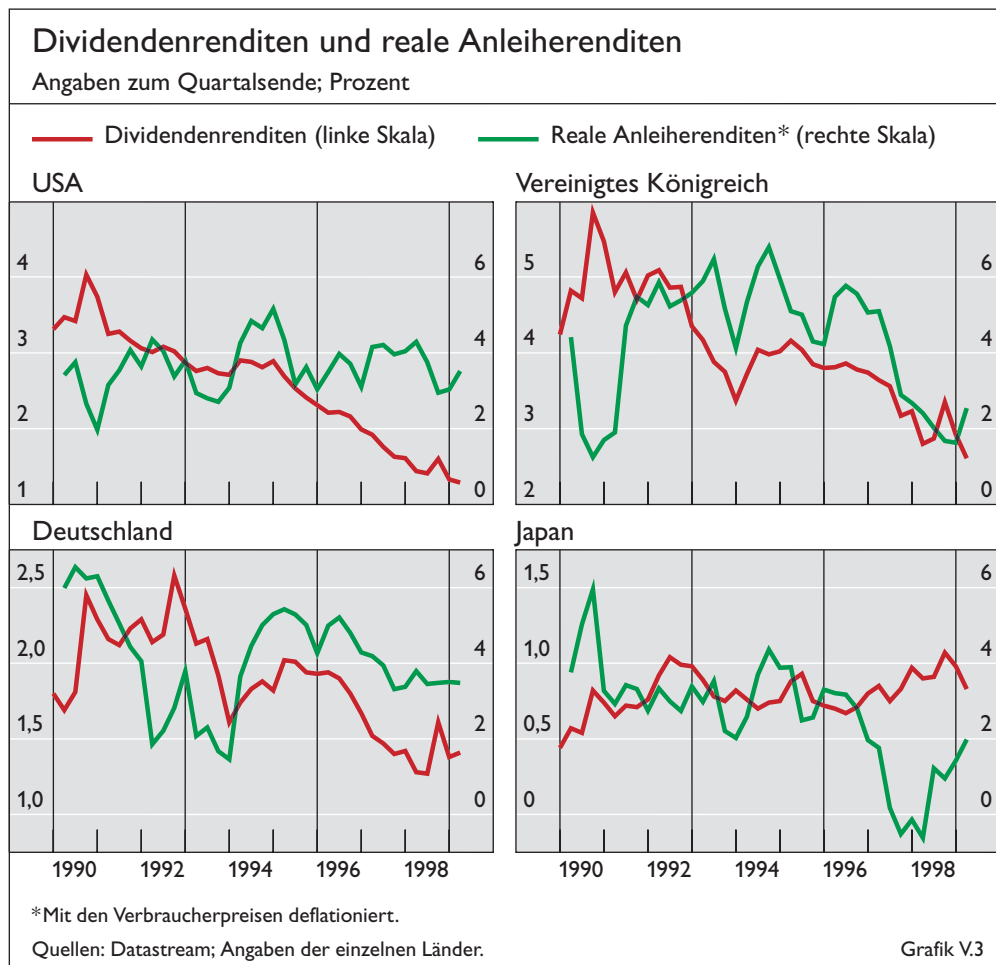
Ein anhaltender Rückgang der Dividendenrenditen wäre mit Erwartungen einer dauerhaften Erhöhung der Wachstumsrate der realen Dividenden in der Zukunft vereinbar. Wenn die Anleger die jüngsten Wachstumsraten der Dividenden fortschreiben, könnte die starke Zunahme der Dividenden im Vereinigten Königreich seit Mitte der achtziger Jahre und in Deutschland seit Mitte der neunziger Jahre möglicherweise ein Grund für den sogar noch stärkeren Anstieg der Aktienkurse in diesen Ländern sein. Allerdings lassen sich mit dieser These die aktuellen Bewertungen nur zum Teil erklären, da die auf dieser Basis „gerechtfertigten“ Kurszuwächse hinter der tatsächlichen Kursentwicklung zurückbleiben (Grafik V.2). Auch kann diese These nicht die weltweite Stärke der Aktienmärkte erklären, da das Dividendenwachstum in Ländern wie z.B. den USA und Frankreich in letzter Zeit relativ bescheiden und in Kanada sogar rückläufig war. Ein weiterer Grund, einen unmittelbar bevorstehenden Anstieg der Dividendenzahlungen zu erwarten, könnte das starke Wachstum der Unternehmensgewinne über einen längeren Zeitraum hinweg sein. Allerdings ist Deutschland das einzige Land, in dem das Wachstum der Unternehmensgewinne das der Dividendenzahlungen seit 1980 übertroffen hat. In den USA und in Frankreich sind die realen Unternehmensgewinne je Aktie in ungefähr dem gleichen Tempo gestiegen wie die realen Dividenden, während sie in den anderen G10-Ländern hinter dem Dividendenwachstum zurückgeblieben sind (Tabelle V.2). Die jüngst verzeichnete Zunahme

... oder durch die jüngsten Trends ...

Reale Dividenden und realer Gewinn je Aktie ¹				
	Reale Dividende	Realer Gewinn je Aktie		Implizites künftiges Gewinn- wachstum ³
	Durchschnittliches Wachstum auf Jahresrate hochgerechnet			
	1980–98	seit dem letzten Tiefstwert ²		
USA	1,6	1,6	8,6	8,3
Japan	0,0	-2,1	-	7,0
Deutschland	4,5	5,2	8,8	8,3
Frankreich	2,7	2,7	7,1	7,9
Italien	6,0	-0,2	7,6	7,5
Vereinigtes Königreich	3,3	1,4	5,3	6,6
Kanada	-2,3	-5,6 ⁴	2,7 ⁴	9,3

¹ Mit dem Verbraucherpreisindex deflationiert. ² Gilt nicht für Japan, da der Tiefstwert im Jahr 1998 erreicht wurde. ³ Erwartetes permanentes jährliches Gewinnwachstum, das sich aus dem Kurs/Gewinn-Verhältnis und dem langfristigen realen Zinssatz vom März 1999 ergibt, ausgehend von einer Aktienrisikoprämie von 5%. ⁴ Ohne 1991–94, als die Gewinne abschreibungsbedingt außergewöhnlich niedrig waren.

Quellen: Datastream; Angaben der einzelnen Länder; eigene Berechnungen. Tabelle V.2



der Aktienrückkäufe schließlich – oftmals ein Ersatz für Dividendenzahlungen – könnte ebenfalls ein Grund sein, warum unterdurchschnittliche Dividendenerträge kein Anzeichen für eine Überbewertung des Aktienmarktes sein müssen. Allerdings beeinflussen Aktienrückkäufe, die in Frankreich, Deutschland, dem Vereinigten Königreich und den USA besonders ausgeprägt waren, nicht notwendigerweise das aktuelle Kurs/Gewinn-Verhältnis; dieses liegt an allen Börsen jeweils deutlich über dem historischen Durchschnitt (Tabelle V.1).

Eine plausible Erklärung für die Kombination aus niedriger Dividendenrendite und hohem Kurs/Gewinn-Verhältnis an vielen Märkten könnte sein, daß die Anleger mit einem überdurchschnittlichen Wachstum der Unternehmensgewinne rechnen. In der Tat könnte argumentiert werden, daß die rasche Einführung neuer Technologien die Effizienz der Unternehmen erhöht hat. Ausgehend von der Annahme, daß die Anleger eine dauerhafte Veränderung der Ertragskraft der Unternehmen erwarten, wird in der letzten Spalte von Tabelle V.2 das künftige Gewinnwachstum berechnet, das sich im März 1999 für die G7-Länder aus dem jeweiligen Kurs/Gewinn-Verhältnis und den langfristigen Zinsen ergab. Diese impliziten Wachstumsraten der Gewinne ähneln im allgemeinen den nach dem vorangegangenen Tiefpunkt gemessenen Raten, liegen aber um ein Vielfaches höher als der jeweilige historische Durchschnitt. Ob solche Erwartungen angemessen sind, hängt teilweise davon ab, ob das beschleunigte Tempo des Produktivitätswachstums längerfristig aufrechterhalten werden kann.

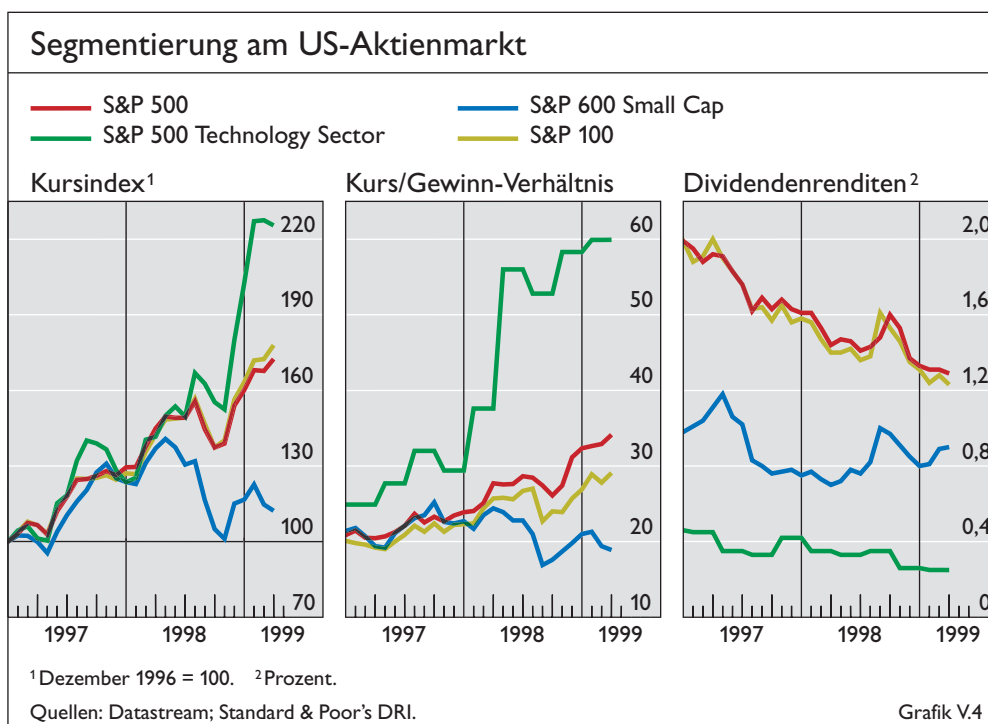
... wegen Hinweisen auf eine Beschleunigung des Gewinnwachstums ...

Der oben skizzierte Ansatz überzeichnet möglicherweise die erwartete Gewinnwachstumsrate insoweit, als die Anleger einen weiteren Rückgang der langfristigen Zinssätze antizipieren. Tatsächlich war der Rückgang der Realzinsen in vielen Ländern während der vergangenen vier Jahre ein wichtiger Grund für die anhaltend niedrigen Dividendenrenditen (Grafik V.3). Allerdings scheint dies auf die USA nicht zuzutreffen. Dort sind die Dividendenrenditen im selben Zeitraum um die Hälfte zurückgegangen, während sich die realen Anleiherenditen weitgehend konstant um rund 3,5% bewegten. Dies ist möglicherweise ein Anzeichen dafür, daß sich die von den Anlegern verlangte Prämie für das mit dem Aktienbestand verbundene höhere Risiko verringert hat. Ein solcher Rückgang könnte die Auffassung widerspiegeln, daß künftige Rezessionen aufgrund einer angemesseneren Fiskal- und Geldpolitik weniger wahrscheinlich sein bzw. nicht so schwerwiegend ausfallen werden.

... oder einen dauerhaften Rückgang der verlangten Renditen

Hinter der aktuellen aggregierten Bewertung des US-Aktienmarktes verbergen sich deutliche Unterschiede in der Entwicklung der verschiedenen Branchen. Aktien aus dem weiten Bereich der Informationsverarbeitungs- und Kommunikationstechnologie haben sich spektakulär besser entwickelt als der Index des Gesamtmarktes (Grafik V.4). Der bemerkenswerte Erfolg vieler Unternehmen dieser Branche bei der Eigenkapitalbeschaffung am offenen Kapitalmarkt hat die Aktivität auf dem Primärmarkt kräftig angeregt, und oft konnten die Aktien unmittelbar nach ihrer Einführung einen enormen Kursanstieg verzeichnen. Dies könnte als Anzeichen für ein Umdenken in bezug auf die Art der Außenfinanzierung gesehen werden: Dabei übernimmt die Eigenkapitalbeschaffung am offenen Kapitalmarkt bei der Finanzierung hochriskanter, aber potentiell sehr profitabler Unternehmen die Rolle, die früher individuelle Kapitalbeteiligungen spielten. Insgesamt dürften die Bewertungen auf der Basis der aktuellen Unternehmensgewinne im Technologiesektor somit zwar verglichen mit den langjährigen

Segmentierung des US-Marktes



Kennzahlen ungewöhnlich hoch erscheinen; dieser Eindruck wird jedoch relativiert, wenn man die Erwartungen einer höheren künftigen Ertragskraft, wie sie typischerweise bei Unternehmen reiferer Sektoren auftritt, berücksichtigt.

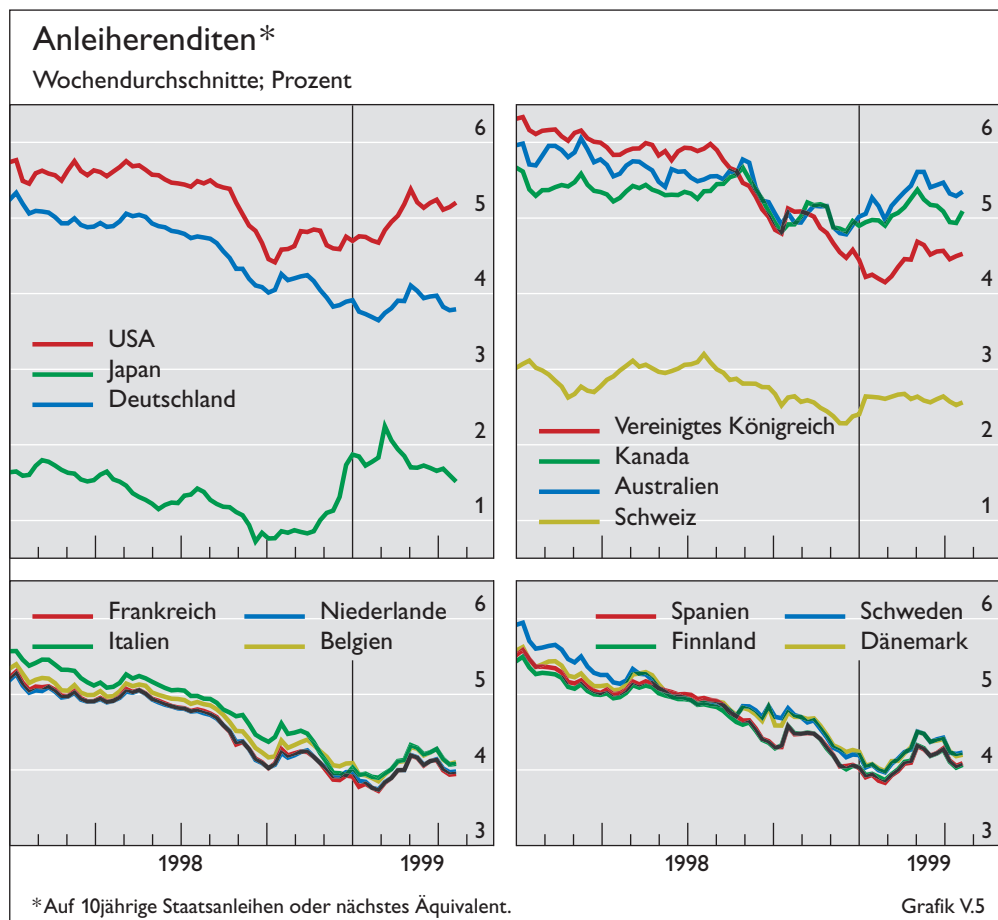
Anleihemärkte

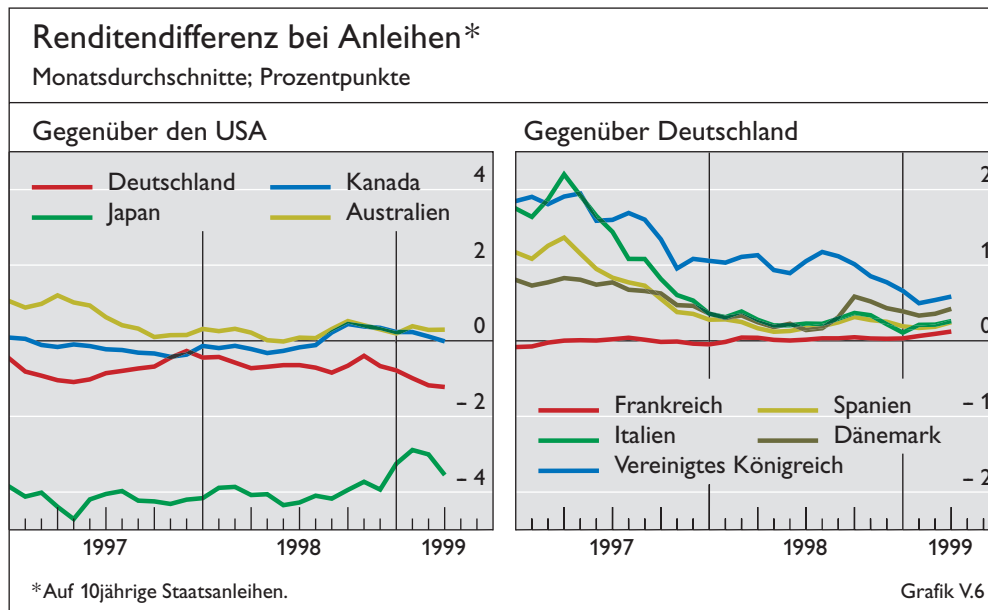
Tendenzieller Rückgang der Anleiherenditen ...

Im ersten Halbjahr 1998 gingen die langfristigen Zinsen in den Industrieländern weiter zurück und fielen in den meisten Fällen unter die 5%-Marke. Dieser Trend wurde von der moderaten Preisentwicklung, der akkommodierenden Geldpolitik und dem Vertrauen in die Aussichten für die Währungsunion in Europa beeinflusst (Grafik V.5). Es gab kaum Vorboten der bevorstehenden Turbulenzen an den Finanzmärkten. Die historischen und impliziten Indikatoren für die Volatilität der Anleiherenditen hatten im Juli in allen Ländern – Japan ausgenommen – annähernd oder tatsächlich einen Tiefstand erreicht. Niedrige Aufschläge für das Kreditrisiko bei Schuldtiteln aus den USA oder Europa – insbesondere bei solchen von Unternehmen mit geringerer Bonität – deuteten ein Jahr nach Beginn der Asien-Krise auf eine gewisse Nachlässigkeit der Marktteilnehmer gegenüber dem Risiko hin. Dies zeigte sich auch an dem anhaltenden Zufluß von privaten Finanzmitteln in die aufstrebenden Volkswirtschaften außerhalb Asiens (s. Kapitel III).

... im August beschleunigt ...

Die plötzliche Umkehr der Markteinschätzung infolge des russischen Schuldenmatoriums erschütterte die trendmäßige Konvergenz der langfristigen Zinssätze, die die seit langem etablierten Finanzmärkte seit Ende 1994 charakterisiert hatte. Das Bestreben der Anleger, den Turbulenzen durch Umschichtungen





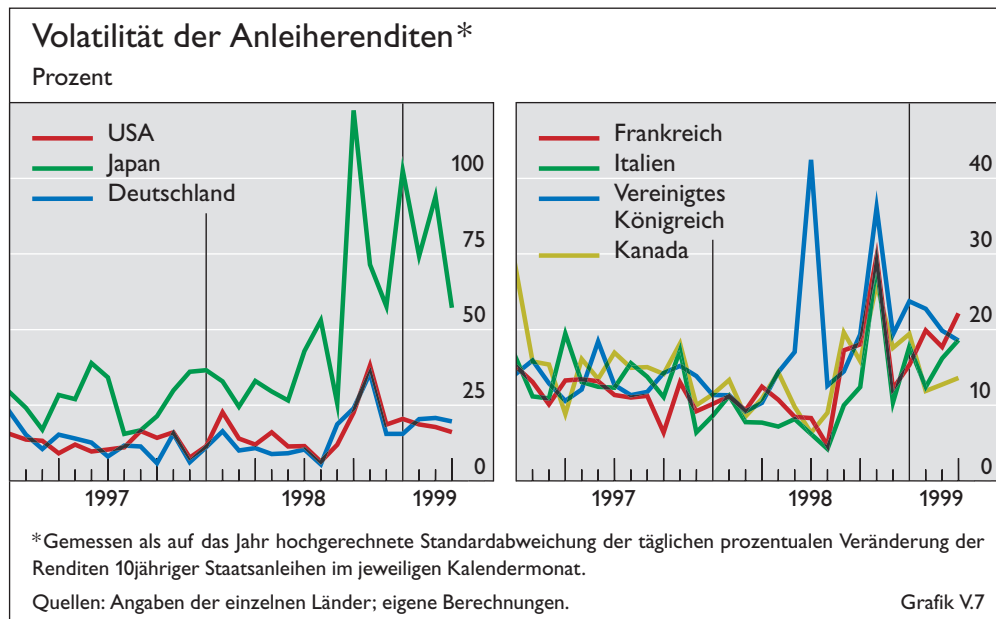
in traditionell sichere Häfen zu entkommen, beschleunigte den Abwärtstrend der Zinsen von langfristigen Staatsanleihen. Dabei gab es jedoch Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Da die Zinssätze in den USA und in Deutschland weiter nachgaben, weiteten sich die Renditendifferenzen bei Anleihen gegenüber diesen Ländern aus. Innerhalb des künftigen Euro-Gebiets war die Ausweitung der Zinsabstände hingegen vergleichsweise schwächer ausgeprägt (Grafik V.6).

Die allgemeine Flucht in die Qualität erreichte in der letzten Septemberwoche und Anfang Oktober ihren Höhepunkt. Der Anstieg der historischen und impliziten Volatilität der Anleiherenditen erwies sich im nachhinein als gerechtfertigt, als sich die internationalen Anleiherenditen im Oktober in den meisten Ländern wieder sprunghaft erhöhten (Grafik V.7). Dies war u.a. darauf zurückzuführen, daß sich die Anleger entschlossen hatten, ihre internationalen Engagements zu verringern. Ein Beispiel hierfür war die Auflösung von Yen-Zinsdifferenzgeschäften („carry trades“) auf breiter Basis, die zu dem plötzlichen Anstieg des Yen Anfang Oktober beitrug (s. Kapitel VI). Noch stärker wurde der Markt in Unruhe versetzt, als Anleger mit hoher Risiko/Eigenkapital-Relation ihre liquiden sowie ihre außerbilanziellen Positionen auflösten, weil sie Nachschüsse leisten mußten, als die Preise von Vermögenswerten nach unten sackten.

Da in den einzelnen Ländern sowohl die Konjunkturlage als auch die Reagibilität gegenüber Verlusten in den aufstrebenden Volkswirtschaften unterschiedlich waren, verlief die Entwicklung der langfristigen Zinsen weit weniger synchron, als die Referenzzinssätze nach der Krise wieder anstiegen. In den USA führte die hohe Verschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten vor dem Hintergrund einer robusten Konjunktur tendenziell zu einer Verschärfung des Renditenanstiegs nach Oktober 1998. Demgegenüber änderten sich die Renditen und die Zinsabstände in Europa weit weniger. Dies lag teilweise daran, daß sich ein schwächerer Gang der Konjunktur als ursprünglich erwartet abzeichnete, wurde aber auch dadurch begünstigt, daß von den Banken, die im Finanzintermediationsprozeß auf dem europäischen Kontinent traditionell eine

... aber im Oktober unterbrochen

Weiterhin konjunkturelle Unterschiede ...



wichtige Rolle spielen, eine abfedernde Wirkung ausging. Im Euro-Gebiet war daher erst im ersten Quartal 1999 eine Umkehr der Renditenentwicklung zu verzeichnen. Anders war die Lage wiederum in Japan. Dort führten die Pläne der Regierung für eine fiskalische Stimulierung und für die Rekapitalisierung der Banken zur Jahreswende dazu, daß die Renditenstrukturkurve erheblich steiler wurde, als das Finanzministerium und die Bank of Japan ihren Kurs vorübergehend änderten, um den Kauf und die Verwendung langfristiger Staatsanleihen durch die Bank of Japan zu beschränken.

... bei Beruhigung der Marktlage

Bei dem graduellen Rückgang der Zinsabstände zwischen Mitte Oktober und Ende November auf das Niveau von vor der Krise zeigte sich, daß sich das Vertrauen der Marktteilnehmer auf ungleichmäßige Weise erholte. Die Volatilitätskennzahlen gingen deutlich zurück, obwohl sie im Vergleich zum ersten Halbjahr weiterhin auf hohem Niveau lagen. Von großer Bedeutung waren in vielen Fällen geldpolitische Maßnahmen, die wieder mehr Liquidität bereitstellten und die Marktteilnehmer überzeugten, daß die Anleihekurse auf den Weltfinanzmärkten im großen und ganzen wieder besser den Fundamentaldaten entsprachen. In Europa und den USA reagierten die Märkte positiv auf die zeitliche Abfolge der geldpolitischen Maßnahmen im Verlauf der Krise. Auf ähnliche Weise signalisierte die Einigung auf ein Wirtschaftsprogramm für Brasilien den Willen der internationalen Gemeinschaft, Ansteckungseffekte im Zaum zu halten. So trug sie dazu bei, die Befürchtungen der Anleger zu zerstreuen, daß sich die Finanzkrise in den aufstrebenden Volkswirtschaften verschärfen könnte.

Immobilienmärkte

Weitere Erholung der Immobilienpreise

Die meisten Industrieländer verzeichneten 1998 einen Anstieg der Immobilienpreise. Allerdings liegen die aktuellen inflationsbereinigten Preise in manchen Ländern unter den Höchstwerten aus der ersten Hälfte der neunziger Jahre. Die Preissteigerungen bei Wohneigentum waren in den nordischen Ländern, im Vereinigten Königreich und in Irland am ausgeprägtesten, während der Marktwert

Nominale und inflationsbereinigte Immobilienpreise								
	Nominale Preise				Inflationsbereinigte Preise			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
Index, 1994 = 100								
Preise für Wohnbauten								
USA	101	106	113	119	99	100	104	108
Japan ¹	97	96	94	91	97	96	93	89
Deutschland ²	99	99	94	89	97	96	89	84
Frankreich	100	101	102	105	98	98	97	100
Italien	101	98	93	94	96	90	83	83
Vereinigtes Königreich	101	104	114	127	97	99	104	112
Kanada	95	95	98	97	93	92	93	91
Spanien	104	105	107	112	99	97	97	100
Niederlande	104	114	125	133	102	110	118	123
Australien	101	102	106	114	97	95	99	105
Schweiz	95	90	85	85	94	88	83	82
Belgien	105	109	114	116	103	106	108	109
Schweden	100	101	107	118	98	98	104	114
Dänemark	108	119	133	143	105	114	124	132
Norwegen	108	117	127	139	105	112	119	127
Finnland	96	102	119	132	96	100	116	126
Irland	107	120	139	171	105	115	132	158
Preise für gewerbliche Immobilien in größeren Städten								
New York	100	109	125	150	97	103	115	136
Tokio ¹	83	72	66	59	83	72	65	58
Frankfurt	97	97	97	105	95	94	92	98
Paris	89	83	88	102	88	80	83	96
Mailand	100	91	88	111	95	84	79	98
London	107	112	128	132	103	106	118	117
Toronto ³	91	84	87	100	89	81	83	94
Madrid	100	118	128	183	95	109	116	162
Amsterdam	109	118	128	156	107	114	121	144
Sydney	102	106	113	118	97	99	105	109
Zürich	99	90	87	84	97	88	84	81
Brüssel	100	106	109	109	99	102	104	103
Stockholm	129	137	163	185	126	133	158	179
Kopenhagen	107	107	119	124	105	103	111	115
Oslo	108	115	131	119	105	111	123	110
Helsinki	105	107	111	121	104	105	108	116
Dublin	112	134	169	241	109	128	160	222

Anmerkung: Die Angaben für die Niederlande, Belgien und Dänemark für 1998 sind vorläufig.
¹ Grundstückspreise. ² In vier großen Städten. ³ Preisindex für Büroraum in Ontario.
Quellen: National Association of Realtors; Frank Russell Canada Limited; Jones Lang LaSalle; Ministère de l'Équipement, des Transports et du Logement; Nomisma; OPAK; Sadolin & Albæk; Investment Property Databank Ltd; Wüest & Partner; weitere private Immobilienverbände; Angaben der einzelnen Länder.
Tabelle V.3

in den meisten kontinentaleuropäischen Ländern lediglich mit der allgemeinen Preisentwicklung Schritt hielt. In Japan setzte sich der Rückgang der Grundstückspreise gegenüber dem Höchststand im Jahr 1990 allmählich, aber stetig fort. Die

Preise für Wohneigentum liegen derzeit um 30% unter diesem Höchststand, während die Preise der stärker betroffenen gewerblichen Immobilien nur noch gut ein Viertel ihres früheren Höchstwerts erreichen. Die – wenngleich geringfügige – Beschleunigung des Preisrückgangs bei den gewerblichen Immobilien in Japan im vergangenen Jahr hat erneut Befürchtungen ausgelöst, die Überwindung der Rezession könnte sich wegen der Abhängigkeit der Bankbilanzen von den Immobilienpreisen schwieriger gestalten als erwartet. Außerhalb Japans entwickelten sich die Preise für gewerbliche Immobilien im allgemeinen lebhafter. In vielen Städten wiesen sie zweistellige Zuwachsraten auf und markierten damit oftmals die Umkehr eines zuletzt rückläufigen Trends. Die starke Nachfrage nach Büroraum hat zusammen mit dem in jüngster Zeit relativ geringen Angebot an Neubauten solche Preiszuwächse begünstigt.

Obwohl die soliden makroökonomischen Fundamentaldaten dem Markt Auftrieb verliehen, blieben auch die Immobilienunternehmen von den Finanzmarkturbulenzen während der zweiten Jahreshälfte 1998 nicht verschont. Am US-Markt stiegen die Aufschläge für hypothekarisch gesicherte Wertpapiere im August auf das Doppelte, weil die Anleger eine höhere Risikoabgeltung verlangten, und im dritten Quartal gingen die Neuemissionen drastisch zurück. Die Verschärfung der Kreditstandards sowie der Konditionen für neue Kredite seitens der Banken erschwerte es den Immobilienanlegern darüber hinaus, Finanzmittel für neue Geschäfte aufzunehmen. Trotz der dämpfenden Wirkung, die von diesen Faktoren ausging, stiegen die Preise für gewerbliche Immobilien in New York im Jahr 1998 um 20%.

Kennzeichen angespannter Finanzmärkte

Die meisten Finanzkontrakte stellen eine Form intertemporaler Vermögensübertragung dar. Deshalb sind Finanzmarkttransaktionen besonders anfällig gegenüber Änderungen der Zukunftserwartungen und des Vertrauens der Marktteilnehmer in den Marktprozeß. Dieses Vertrauen wird während Phasen einer verbesserten Gewinnsituation oftmals gestärkt, wenn der Konkurrenzdruck die Risikobereitschaft fördert; durch Ereignisse, die die vorherrschende Risikobeurteilung in Frage stellen, kann es allerdings erschüttert werden. Nach solchen Vorkommnissen schwindet die Zuversicht der Anleger; dies löst massive Wechselwirkungen zwischen ihrer Einschätzung der Kreditwürdigkeit der Schuldner einerseits und ihren Erwartungen hinsichtlich des Kontrahierungswillens der Geschäftspartner auf dem Sekundärmarkt andererseits aus. Dies wiederum führt zu einer atypischen Preisdynamik, die die Anspannungen auf dem Finanzmarkt weiter verschärfen kann, weil sich vorangegangene, auf normalen Marktbedingungen basierende Berechnungen des erforderlichen Eigenkapitals als falsch herausstellen und es zu einer Flucht in Sicherheit und Liquidität kommt. Gewiß sind solche Zyklen kein neues Phänomen, und die Geschichte der Finanzmärkte bietet viele Beispiele für Phasen der Euphorie, auf die solche der Ernüchterung folgten, und umgekehrt. Neu ist hingegen die größere Anfälligkeit der gegenwärtigen Finanzstruktur, die sich aus dem raschen Wachstum der Finanzmärkte und Akteure verbunden mit der erhöhten Komplexität und wechselseitigen Abhängigkeit, die die Beziehungen zwischen ihnen kennzeichnet, ergibt.

Stimmungsänderungen bei den Anlegern

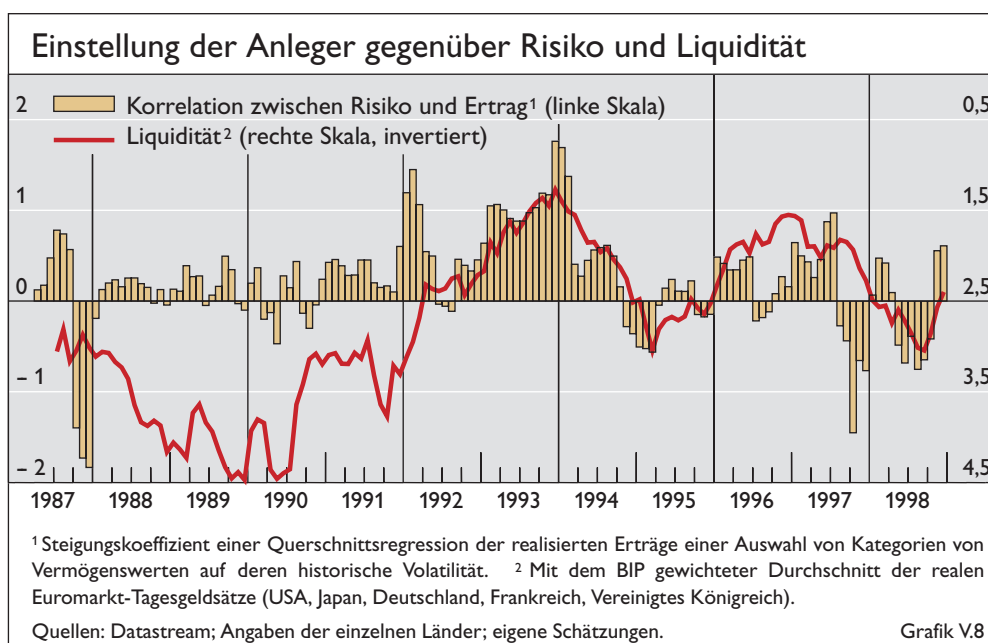
Das gleichzeitige Auftreten deutlich gesteigener Risiko- und Liquiditätsprämien und rückläufiger Emissionstätigkeit bei praktisch allen Wertpapierkategorien nach Bekanntgabe des russischen Moratoriums deutet auf eine starke Verringerung des Angebots an Risikokapital hin. Der geringfügige Anteil, den in Rubel denominated Wertpapiere in den Anlageportfolios weltweit ausmachten, steht allerdings in keinem Verhältnis zu der Tiefe und dem Ausmaß der Anspannungen, denen die seit langem etablierten Finanzmärkte ausgesetzt waren. Die Tragweite des Ereignisses erklärt sich daher eher aus seiner Katalysatorwirkung, denn das russische Moratorium hatte zur Folge, daß die Angemessenheit der damals vorherrschenden Risiko- und Ertragseinschätzung von Grund auf neu beurteilt wurde. Die Ankündigung wurde als grundlegende Kursänderung interpretiert, weil einseitig verkündete Zahlungseinstellungen souveräner Schuldner in der jüngeren Vergangenheit stets durch die Implementierung offizieller Stützungsprogramme vermieden werden konnten.

Geändertes
Risikoverhalten ...

Die durchschnittliche Korrelation zwischen dem ex ante wahrgenommenen Risiko und dem ex post realisierten Ertrag für eine Auswahl verschiedener Finanzanlageformen kann als Indikator für die Risikobereitschaft der Anleger verwendet werden. Diese Beziehung ist in Phasen, in denen Risikoüberlegungen hinter das Streben der Anleger nach höheren Renditen zurücktreten, deutlich positiv. Während solcher Phasen stimuliert die verbesserte Stimmung der Anleger das Interesse an – gemessen an ihrer höheren Volatilität in der Vergangenheit – risikoreicheren Anlageformen. Weil die Preise aufgrund der erhöhten Nachfrage nach oben getrieben werden, steigen – wenn auch nur vorübergehend – die realisierten Erträge solcher Vermögenswerte überproportional. Umgekehrt sind die Erträge risikoreicherer Anlageformen am stärksten betroffen, wenn die Befürchtungen der Marktteilnehmer zur Flucht in sichere Anlagen führen (Grafik V.8).

... mit Auswirkungen
auf die Preise von
Vermögenswerten ...

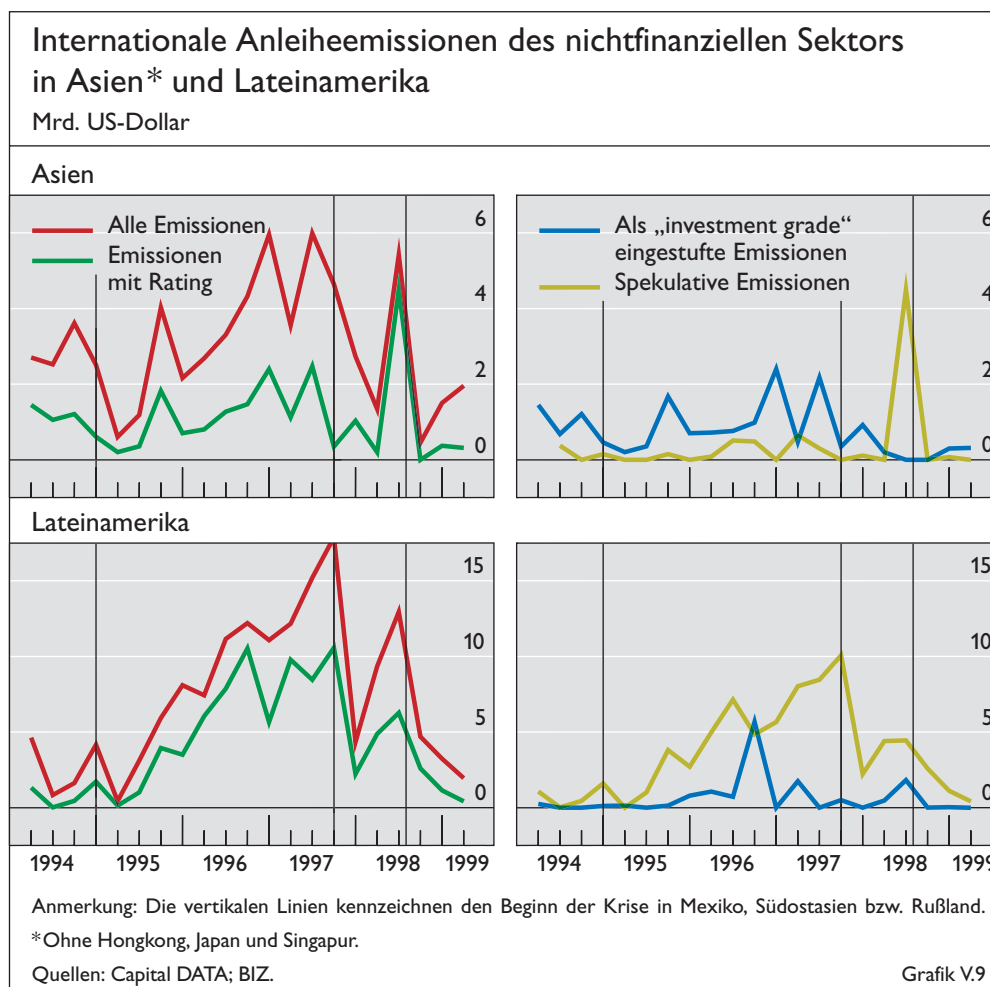
Eine abrupte Umkehr des Stimmungsindikators kann bei einer Reihe von Finanzmarkturbulenzen der letzten Jahre festgestellt werden, wie z.B. dem Ein-



bruch der Aktienmärkte 1987, den Anspannungen an den Anleihemärkten und der Krise in Mexiko in den Jahren 1994/95 sowie zuletzt der Krise in Asien 1997 und den Ereignissen des vergangenen Herbstes. Die offensichtlich gleichgerichtete Bewegung der Risikoeinstellung der Marktteilnehmer und der Geldmarktliquidität an wichtigen Finanzplätzen deutet darauf hin, daß das Streben der Anleger nach höheren Renditen oftmals durch günstige Fremdfinanzierungsmöglichkeiten verstärkt wird und häufig dann einen Dämpfer erhält, wenn sich diese Möglichkeiten nicht mehr bieten. Ebenso dürften ein niedriges Zinsniveau und der damit verbundene grundsätzlich positive Effekt auf den Kurswert der Portfolios die Anleger zu der offensichtlichen Vernachlässigung von Risiken ermutigen.

Die Gliederung nach Emittenten und das Absatzvolumen an den internationalen Anleihemärkten können ebenfalls als Beispiel dafür herangezogen werden, wie sich eine Umkehr der Risikoneigung der Anleger auf die allgemeine Verfügbarkeit von Risikokapital auswirkt. Eine größere Differenzierung beim Anstieg der externen Finanzierungskosten je nach Kreditwürdigkeit des Schuldners wäre ein erstes natürliches Anzeichen dafür, daß sich die Stimmung an den Märkten verschlechtert. Einige Nichtbankenschuldner könnten womöglich vollständig vom Finanzmarkt ausgeschlossen werden, und nur die kreditwürdigsten könnten dann noch neue Emissionen auf den Markt bringen. Diese Tendenzen werden möglicherweise dadurch noch verstärkt, daß sich auch die Refinanzierungskosten für die Banken ändern, die selbst den Wertpapiermarkt in Anspruch nehmen.

... und auf die
Finanzströme



Grafik V.9 zeigt das vom nichtfinanziellen Sektor in Asien und Lateinamerika emittierte Anleihevolumen, gegliedert nach der Bonitätseinstufung. Im Zeitraum jeweils unmittelbar vor der Krise war im Jahr 1997 in Lateinamerika und im Jahr 1998 in beiden Regionen ein deutlicher Anstieg der Emissionen – zumeist Staatspapiere – mit einem Rating unterhalb von „investment grade“ zu verzeichnen. In dieser Hinsicht erscheinen die Krisen der beiden vergangenen Jahre als Korrekturen der spekulativen Übertreibungen und der übermäßig fremdfinanzierten Portfolios der vorangegangenen Perioden. Auf dem Höhepunkt der Turbulenzen schien die Differenzierung zwischen den einzelnen Emittenten weniger von der Krediteinstufung selbst abhängig zu sein als davon, ob eine solche überhaupt vorlag. In allen untersuchten Fällen wurde die Kreditrestriktion in erster Linie durch die deutliche Verringerung des Anteils der Emissionen ohne Rating erreicht. Nachdem Rußland seine Zahlungsunfähigkeit erklärt hatte, kam das Geschäft an den Märkten fast völlig zum Erliegen, so daß auch als „investment grade“ eingestufte Anleihen und spekulative Anleihen von den spürbar verschlechterten Kreditbedingungen betroffen waren. Insbesondere im privaten Nichtfinanzsektor wurden praktisch keine Emissionen mit Rating aufgelegt. Dieses Syndrom aufeinanderfolgender Phasen der Begeisterung und der Ernüchterung stützt die Ansicht, daß die Finanzkrise vom August 1998 überwiegend ein angebotsseitiges Phänomen war, da weniger Risikokapital bereitgestellt wurde und die Banken und Wertpapierhäuser potentielle Verluste fürchteten.

Flucht in Qualität und Liquidität

Der allgemeine Ausstieg aus risikoreicheren Anlageformen bei Turbulenzen an den Finanzmärkten hat seinen Ursprung normalerweise in wohlbegründeten Befürchtungen hinsichtlich der Kreditqualität, kann sich allerdings später zu einer Liquiditätskrise größeren Ausmaßes entwickeln. Daher ist genau zu unterscheiden zwischen geänderten Einschätzungen der Kreditwürdigkeit der Schuldner und allgemeineren Störungen, die das Funktionieren der Kreditmärkte selbst beeinträchtigen. Die Wechselwirkungen zwischen Kredit- und Liquiditätsrisiko hatten während der vergangenen zwei Jahre offenbar beträchtliche Auswirkungen auf die Abhängigkeit der Märkte voneinander sowie auf die Geschwindigkeit, mit der sich die Krisen ausbreiteten.

Einige Unregelmäßigkeiten der Preisbildung führen vor Augen, wie die normale Beziehung zwischen Zinsabstand und Ausfallrisiko während der jüngsten Krise zerbrach, und ermöglichen es darüber hinaus, eine Trennlinie zwischen der Flucht in die Qualität und der Flucht in die Liquidität zu ziehen. Erstens konnten deutliche Erhöhungen der Zinsabstände in bestimmten Fällen nicht vollständig auf das Kreditrisiko zurückgeführt werden, da sie nicht Zinssteigerungen bei schlechten Risiken, sondern gesunkene Renditen auf sichere Vermögenswerte widerspiegeln. Zweitens erreichten die Renditedifferenzen zwischen der aktuellen 30jährigen US-Referenz-Schatzanleihe und gleichen, aber früher begebenen Emissionen Mitte Oktober mit einem Niveau von über 30 Basispunkten ihren Höhepunkt, was einen abrupten Anstieg der Anlegernachfrage nach der Liquidität, die durch die aktuelle Emission gewährleistet wird, signalisiert (Grafik V.10). Ebenso nahm der Zinsabstand zwischen der 10jährigen Anleihe der Kreditanstalt für Wiederaufbau und der deutschen Referenz-Staatsanleihe mit gleicher Laufzeit

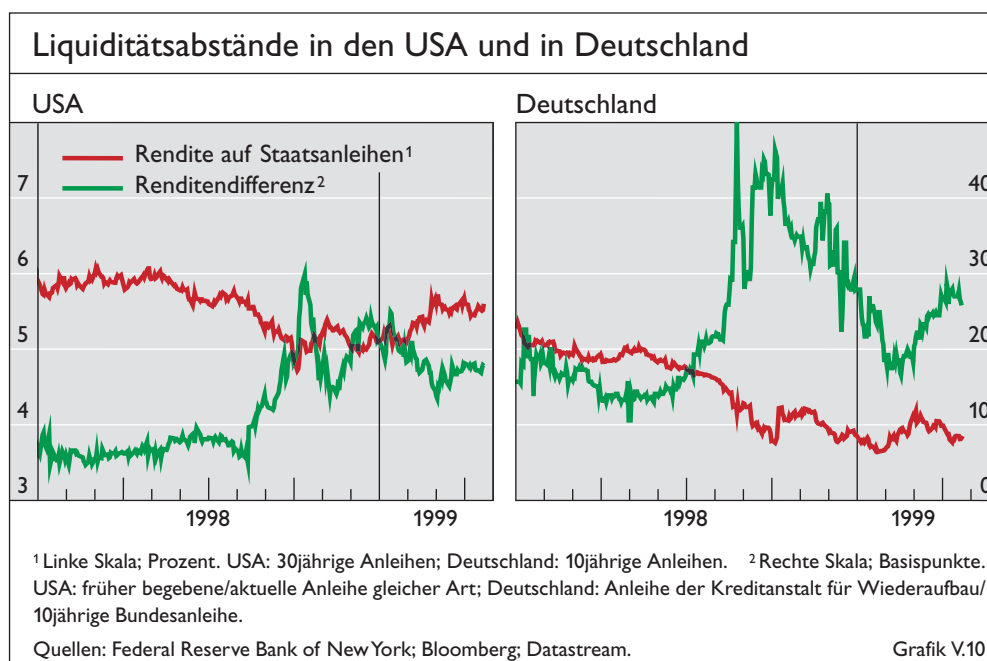
Abkehr von
der üblichen
Preisbildung ...

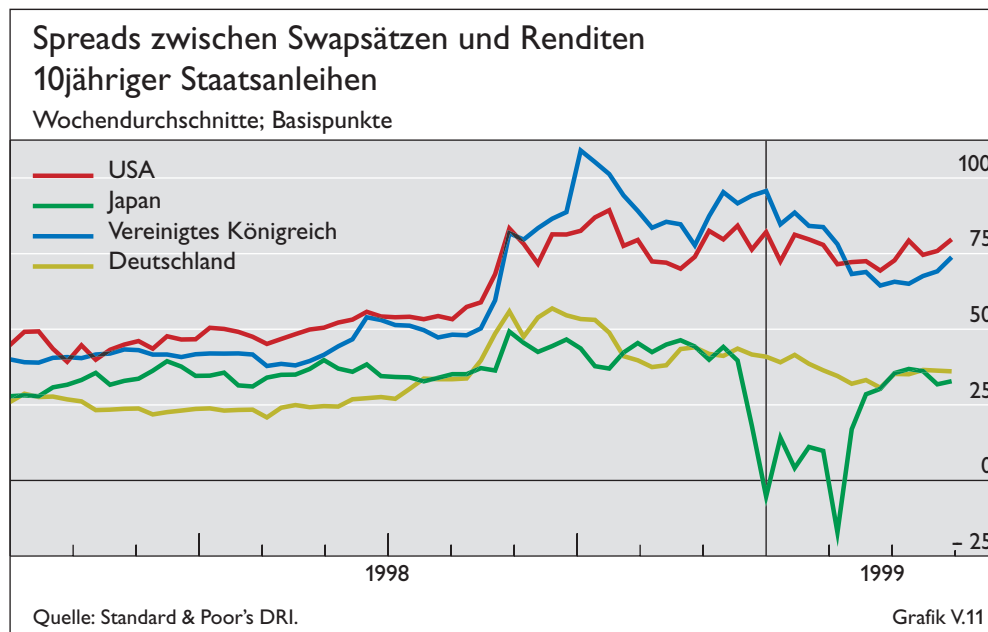
im vergangenen August innerhalb von nur zwei Wochen auf mehr als das Doppelte zu. Da beide Anleihen mit derselben staatlichen Garantie ausgestattet sind, muß der Anstieg auf die geringere Liquidität der Anleihe der Kreditanstalt für Wiederaufbau an den internationalen Anleihemärkten zurückzuführen sein. Drittens schließlich konvergierten die Sekundärmarktrenditen bei den Eurobonds von Unternehmen mit den besten Ratings im September deutlich. Die in weiterer Folge stark gleichgerichteten Bewegungen ließen darauf schließen, daß ihre Kursentwicklung eher vom Liquiditätsbedarf der Finanzinstitute bestimmt war als von der Wahrscheinlichkeit der Zahlungsunfähigkeit des einzelnen Unternehmens.

... beeinträchtigt
Risikomanagement

Ausgeprägte Erweiterungen der Zinsabstände können auch die Komplexität des Risikomanagements der Finanzintermediäre veranschaulichen. Der Höhenflug der Swapsreads in den USA und Europa war Teil einer weltweiten Neubewertung des Kreditrisikos, die darauf zurückzuführen war, daß die Akteure im Großkundengeschäft selbst in den aufstrebenden Volkswirtschaften und bei Finanzmarktakteuren, die eine hohe Hebelwirkung anstreben, engagiert waren. Die ausgeprägten Schwankungen am deutschen Swapmarkt können jedoch nicht allein mit Kreditrisikofaktoren erklärt werden (Grafik V.11). Sie resultieren vielmehr teilweise daraus, daß Swaps die Bund-Futures als bevorzugte Absicherungsinstrumente für Long-Positionen an den Derivativmärkten ersetzen. Da die Absicherungskosten als Folge der gestiegenen Spreads und der nachgebenden Renditen für Bund-Futures in die Höhe schnellten, waren die Marktmacher auf Swaps als billigere Alternative zu den Futures angewiesen. Die Finanzintermediäre, die als Geschäftspartner der Marktmacher fungierten, hatten ihrerseits größer werdende Swap-Long-Positionen, die glattgestellt werden mußten. Dies führte schließlich zu einem Ansteckungseffekt auf dem Swapmarkt, weil die entsprechenden Swapverkäufe die Kurse nach unten drückten und so die Swapsätze sehr stark unter Druck brachten.

Die Gliederung der Nettokapitalströme nach Asien und Lateinamerika gibt einen gewissen Einblick in die gegenseitige Abhängigkeit zwischen Finanzinstituten





und Märkten in den verschiedenen Phasen, in denen sich Anleger aus risikoreicheren Anlageformen zurückzogen. Die Liberalisierung der Finanzmärkte hat die Kreditnehmer dazu ermutigt, über den internationalen Anleihemarkt Mittel zu niedrigeren Kosten aufzunehmen. Es gehört jedoch zu den wohlbelegten stilisierten Fakten, daß Schuldner, die ein weniger gutes Risiko darstellen, weiterhin die Banken in Anspruch nehmen, weil diese eher in der Lage sind, in Zeiten finanzieller Schwierigkeiten zu helfen. Dieses Verhalten dürfte in Phasen erhöhter Risikoaversion, die von einer hohen erwarteten Volatilität gekennzeichnet sind, noch stärker auftreten. In solchen Phasen sind die Kosten der Neuverhandlung von Krediten im allgemeinen niedriger als die von Anleiherestrukturierungen, die einen Konsens zwischen verschiedenen Gläubigern erfordern. Banken verfügen zudem über langjährige Beziehungen zu ihren Kunden und oftmals über einen privilegierten Zugang zu Informationen, so daß sie bessere Entscheidungen hinsichtlich der Fortführung oder der Einstellung von Geschäftsbeziehungen treffen können als eher unpersönliche Märkte. Demgegenüber kann die Euphorie der Anleihegläubiger auf ihrer Suche nach hohen Renditen bei Ausbruch einer Krise durchaus in fluchtartige Verkäufe von Vermögenswerten umschlagen.

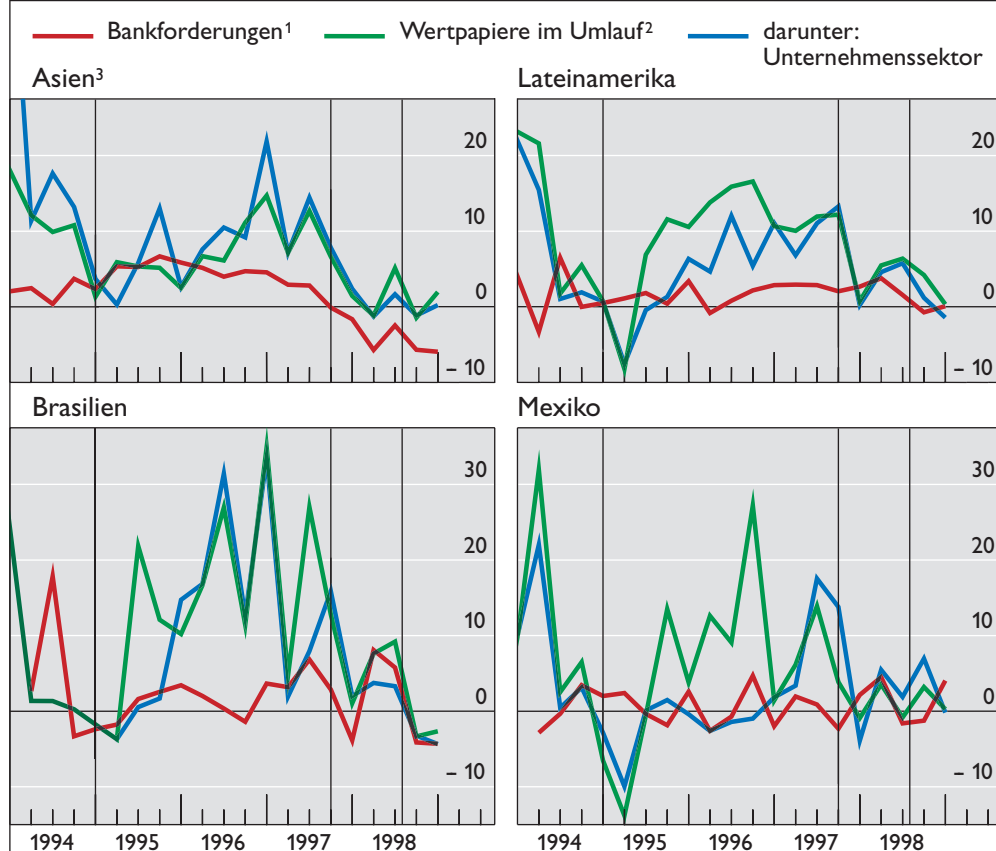
Grafik V.12 verwendet Daten aus Asien und Lateinamerika, um diese Beobachtungen empirisch zu belegen. Dabei lassen sich einige allgemeine Aussagen treffen. Erstens war der Bestand der internationalen Schuldtitel volatiler als die ausstehenden Bankkredite, und zwar sowohl im Hinblick auf das Ausmaß als auch auf die Verteilung der Schwankungen. Die Banken haben also – wie oben vermutet – ihre Schuldner eher unterstützt. Zweitens kann der beobachtete trendmäßige Rückgang des Anteils der Banken an der Fremdfinanzierung ein Grund sein, warum der Finanzsektor in diesen Ländern sensibler reagiert, wenn sich die Stimmungslage der Marktteilnehmer sprunghaft ändert. Drittens haben die Banken offenbar den Kapitalabfluß im Gefolge des russischen Moratoriums nicht abgedeckt, wie dies bei der mexikanischen Peso-Krise und im zweiten Halbjahr 1997 der Fall gewesen war, als sie den Stillstand am Markt für internationale Schuldtitel teilweise ausglich.

Bestehende enge Beziehungen bei der Vergabe von Bankkrediten ...

... während der Krise auf die Probe gestellt ...

Quellen internationaler Finanzierung des Nichtbankensektors in Asien und Lateinamerika

Veränderung gegenüber dem Vorquartal in Prozent



Anmerkung: Die vertikalen Linien kennzeichnen den Beginn der Krise in Mexiko, Südostasien bzw. Rußland.

¹ Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken gegenüber Ländern in Asien und Lateinamerika. ² Internationale Geldmarktinstrumente, Anleihen und Notes. ³ Ohne Hongkong, Japan und Singapur.

Quellen: Bank of England; Capital DATA; Euroclear; *International Financing Review*; International Securities Market Association; Angaben der einzelnen Länder; BIZ.

Grafik V.12

... angesichts zunehmender Liquiditätsengpässe der Banken

In gewisser Weise ist diese Verhaltensänderung eine Bestätigung für die zunehmende Abhängigkeit der Banken von den Bedingungen am weltweiten Finanzmarkt. Ein zentrales Merkmal der Krise des vergangenen Jahres ist offenbar, daß die Banken mit denselben Refinanzierungsproblemen konfrontiert waren wie ihre Kunden. Da sie mehr Kredite vergeben hatten, als durch die bestehenden Einlagen finanziert werden konnten, gerieten die Banken sowohl in den USA als auch in Europa in einen Liquiditätsengpaß, der nicht mit marktorientierten Lösungen zu bewältigen war. Die Verbriefung von Vermögenswerten und die Emission neuer Wertpapiere gestalteten sich schwierig zu einer Zeit, da die Aktienindizes im Bankenbereich starke Einbrüche erlitten. Der Liquiditätsengpaß der Banken, der auch die Tilgung früherer Kredite und alle liquiden Vermögenswerte in ihrem Portfolio betraf, wurde zudem direkt durch die Verluste im Geschäft mit den aufstrebenden Volkswirtschaften im dritten Quartal 1998 verschärft. Dementsprechend mußten sich die Banken auf ein engeres Spektrum von Refinanzierungsquellen stützen, wie z.B. die Rückschleusung von Mitteln über den internationalen Interbankmarkt und die Gewinnung neuer Direkteinlagen von Nichtbanken.

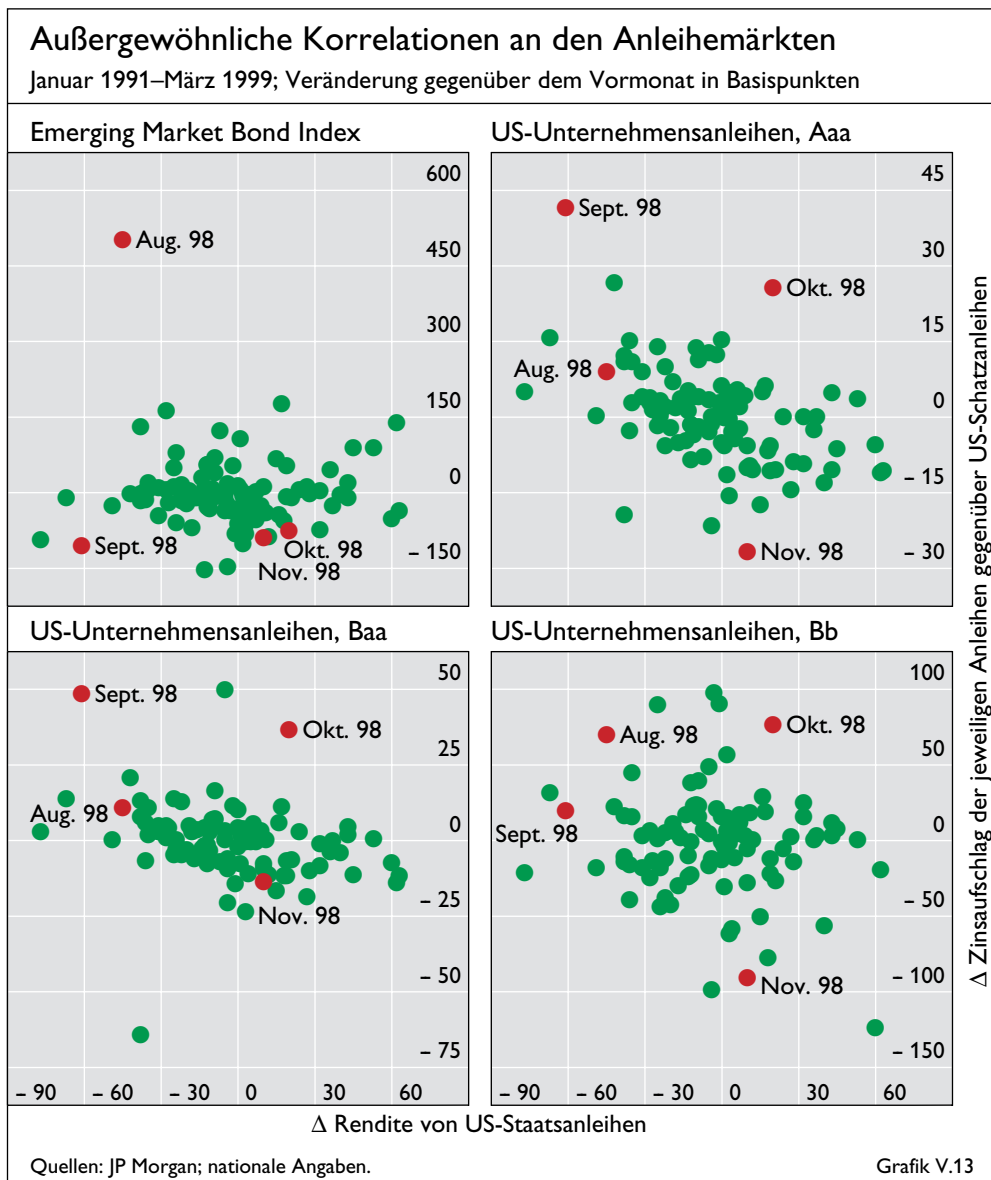
Außergewöhnliche Dynamik der Preise von Vermögenswerten

Die Neubewertung des Risikos durch die Marktteilnehmer nach dem russischen Schuldenmoratorium löste an allen wichtigen Märkten einen beträchtlichen Abwärtsdruck auf die Aktienkurse aus. Obwohl eher ungewöhnlich, war die gleichzeitig auftretende Korrektur an den Aktienmärkten der meisten G7-Länder kein völlig neues Phänomen, sondern schon im Oktober 1987 zu beobachten gewesen. Eine weitere Parallele zwischen den beiden Perioden waren die außergewöhnlich hohen Korrelationen der Aktienkursentwicklung zwischen den einzelnen Ländern. Während der jüngsten Krisenphase konnten weltweit tätige Anleger deutlich weniger Vorteile aus einer internationalen Diversifizierung ihrer Aktienbestände ziehen, als dies in ruhigeren Zeiten der Fall ist.

Was die Märkte für festverzinsliche Wertpapiere betrifft, so unterschied sich die jüngste Phase von Marktturbulenzen gegenüber früheren Fällen z.B. durch das Ausmaß, in dem die Flucht der Anleger aus dem Risiko zu einer Vergrößerung der Zinsdifferenzen führte. Innerhalb von nur wenigen Tagen erreichten die Aufschläge

Engere Parallelbewegungen der Aktienkurse ...

... und ungewöhnliche Konstellation der Preisdynamik an den Anleihemärkten



für das Kredit- und das Liquiditätsrisiko annähernd ihre historischen Höchststände und übertrafen diese in einigen Fällen sogar noch. Im Gegensatz zu den Turbulenzen am Anleihemarkt im Jahr 1994, als der Zinsanstieg in den USA und in Deutschland Fremdfinanzierungsstrategien vereitelte, die auf die Ausnutzung bestimmter Laufzeitstrukturen setzten, vollzogen sich die Ereignisse des letzten Jahres vor dem Hintergrund sinkender nominaler Zinsen. Eine ungewöhnliche Konstellation der Preisentwicklung einer Reihe von Vermögenswerten hatte verheerende Folgen für Investitionsstrategien und Risikomanagement-Systeme, die sich auf in der Vergangenheit beobachtete statistische Zusammenhänge stützten (Grafik V.13). Als sich bestimmte Renditekorrelationen noch verstärkten und sich verschiedene Zinsaufschläge abrupt in die entgegengesetzte Richtung entwickelten wie die Zinssätze von Referenzinstrumenten, erwiesen sich die zuvor kalkulierten Eigenkapitalpolster oftmals als unzureichend. Dies veranlaßte viele Anleger, sich sofort um Liquidität zu bemühen. Gleichzeitig führten die allgemeine Verunsicherung und die einseitige Nachfrage nur nach den sichersten Vermögenswerten dazu, daß die schrumpfende Eigenkapitalbasis der Marktmacher und Finanzintermediäre bald nicht mehr ausreichte, um die Anforderungen des Marktes zu befriedigen. Die durch verlangte Nachschußzahlungen und eine Kürzung der Kreditlinien hervorgerufene extreme Kreditverknappung zwang die Anleger, sich die notwendigen Mittel über den Verkauf von Wertpapieren auf Märkten zu beschaffen, die zunächst relativ liquide erschienen; hierdurch wurden die Spannungen auch auf die Märkte für Staatsanleihen in den entwickelten Industrieländern übertragen.

Das Beispiel LTCM: Ein Zeichen der Zeit?

Durch den drohenden Konkurs des Hedge Fund Long-Term Capital Management (LTCM) sah sich die Federal Reserve Bank of New York veranlaßt, als Alternative zu einem das Finanzsystem gefährdenden Zusammenbruch den Weg für eine Lösung innerhalb des Privatsektors zu ebnen. Der Vorfall liefert ein anschauliches Beispiel dafür, welche Art von Schwierigkeiten aus der Komplexität der heutigen Finanzmärkte erwachsen kann. Hedge Funds sind keineswegs neu, sie sind jedoch in jüngster Zeit angesichts ihrer zunehmenden Größe und ihres wachsenden Einflusses auf die Funktionsfähigkeit der Märkte in den Blickpunkt gerückt. Schätzungen nennen für Mitte 1998 eine Zahl von mindestens 1200 Hedge Funds mit Eigenmitteln in Höhe von mehr als \$ 150 Mrd. Anlagegesellschaften dieser Art agieren als spekulative Fonds, die bestimmte Publizitäts- und Eigenkapitalanforderungen umgehen, indem sie ihren Kundenkreis auf eine kleine Zahl vermögender Anleger begrenzen und häufig ihren Unternehmenssitz in Offshore-Zentren wählen. Ihre Anlagestrategie besteht darin, durch das Engagement in einer Vielzahl von Finanzinstrumenten unter Verwendung beträchtlicher Fremdmittel hohe Renditen zu erzielen.

Ein Beispiel der Chancen ...

LTCM selbst verfolgte offenbar eine Strategie, die darauf ausgerichtet war, Prognosen für die Entwicklung der Zinsdifferenzen und der Volatilität der Marktpreise zur Erzielung hoher Renditen zu nutzen. Seit seiner Gründung im Jahr 1994 war es dem Fonds gelungen, beständig überdurchschnittliche Renditen zu erzielen, die in den Jahren 1995/96 bei 40% und im Jahr 1997 bei 20% lagen. Hierfür bediente sich der Fonds eines sehr hohen Grads an Fremdfinanzierung. Zum 31. August 1998 wies seine Bilanz Aktiva in Höhe von mehr als \$ 125 Mrd. aus.

Unter Vernachlässigung der bis August entstandenen Verluste sowie unter Ausschluß der bilanzunwirksamen offenen Positionen bedeutete dies auf der Grundlage des Eigenkapitals in Höhe von \$ 4,8 Mrd. zu Beginn des Jahres eine Fremdfinanzierungsquote von über 25:1. Die Performance von LTCM und sein Ruf, hochentwickelte Verfahren zur Preisermittlung sowie ausgefeilte Handelsstrategien zu verwenden, hatten den Fonds zu einem Symbol dafür werden lassen, wie gewinnbringend technische Perfektion im Finanzsektor sein konnte.

Ebenso wurde der nur knapp vermiedene Zusammenbruch des Fonds zu einem Symbol für die Gefahren der neuen Finanzmarktlandschaft. Die ungewöhnlichen Preiskorrelationen nach dem russischen Schuldenmoratorium warfen für viele Finanzinstitute Probleme auf, insbesondere für diejenigen unter ihnen, die eine hohe Risiko/Eigenkapital-Relation aufwiesen. Im Falle von LTCM hatten sie beinahe den Zusammenbruch des Fonds zur Folge. Obwohl der Fonds in einer großen Bandbreite von Wertpapieren engagiert war, stützte er seine Strategie auf die Erwartung sinkender Kreditaufschläge und einer nachlassenden Volatilität der Märkte für Vermögenswerte. Angesichts der Entwicklungen an den Märkten im August erwies sich diese Erwartung plötzlich als falsch. Die schnelle Abfolge der Ereignisse im Zusammenhang mit dem drohenden Zusammenbruch des Fonds führte eindrucksvoll vor Augen, mit welcher hoher Geschwindigkeit sich Finanzkrisen mittlerweile ausbreiten können und wie sich entsprechend der zeitliche Spielraum für gegensteuernde Maßnahmen verengt. Die ersten öffentlich sichtbaren Anzeichen dafür, daß sich der Fonds in Schwierigkeiten befand, traten nach dem 2. September zutage, als der Inhalt eines Schreibens der LTCM-Partner an ihre Anleger bekannt wurde. Darin wurde eingeräumt, daß der Fonds vom Jahresbeginn bis zum 31. August Verluste in Höhe von 52% erlitten hatte und zusätzliches Kapital benötigte. Zwischen dem 2. September und dem 23. September, als 14 Banken und Wertpapierhäuser übereinkamen, \$ 3,6 Mrd. für eine Rekapitalisierung des Fonds einzuschließen, wurde immer deutlicher, wie dringend eine geregelte Lösung der Probleme gefunden werden mußte. Die Nachricht von den zunehmenden Schwierigkeiten des Fonds breitete sich aus; damit wuchs zugleich die Sorge, daß durch eine Zahlungsunfähigkeit des Fonds die Stabilität des Finanzsystems gefährdet werden könnte und seine Geschäftspartner gezwungen wären, Positionen übereilt und ungeordnet glattzustellen. Darüber hinaus wurde damit gerechnet, daß ein Verkauf der von diesen Geschäftspartnern gehaltenen Sicherheiten ebenso wie die Glattstellung der von anderen Akteuren gehaltenen Positionen, die denen des LTCM glichen, den Druck auf bereits angespannte Finanzmärkte übermäßig verstärken würden und die Nervosität der Marktteilnehmer hierdurch noch steigen würde.

Wie eng verflochten und voneinander abhängig Finanzinstitute und Märkte mittlerweile sind, wird durch die Unsicherheit über die möglichen Auswirkungen eines Zusammenbruchs von LTCM verdeutlicht. Insbesondere wurde befürchtet, daß auch Marktteilnehmer, die gar nicht bei diesem Hedge Fund engagiert waren, in Mitleidenschaft gezogen und die Effekte über die Grenzen der USA hinaus spürbar werden könnten. Für Verunsicherung sorgten in erster Linie Umfang und Reichweite der Geschäfte von LTCM, da sie eine Vielzahl von Finanzinstrumenten umfaßten und sich über verschiedene Märkte erstreckten, sowie die Art der Aktivitäten, die durch eine hohe Komplexität der Kontrakte gekennzeichnet war.

... und der Risiken der heutigen Märkte, an denen ...

... sich Anspannungen schneller übertragen ...

... und weiter ausbreiten als früher

Aber auch die allgemeine Lage an den Finanzmärkten, die noch immer durch die Instabilität infolge der Ereignisse des vorangegangenen Monats geschwächt waren, verstärkte die Unsicherheit. Die Gefahr weitreichender krisenhafter Entwicklungen im Finanzsektor, die durch eine plötzliche Zahlungsunfähigkeit des Hedge Fund hätten heraufbeschworen werden können, ist ein Grund dafür, daß eine Reihe von Finanzinstituten aus dem Privatsektor bereit waren, zu einer geregelten Lösung im Rahmen eines von der Zentralbank geförderten Verfahrens beizutragen.

Lehren aus der Krise vom September und Oktober 1998

Was die Marktteilnehmer und die für die Gestaltung der Rahmenbedingungen Verantwortlichen während der Finanzmarkturbulenzen im vergangenen Jahr am meisten überraschte, waren das Ausmaß, in dem sich die Lage verschlechterte, und die Geschwindigkeit, mit der die Liquidität in einigen Marktsegmenten versiegt. Die Ereignisse des vergangenen Jahres haben aufgezeigt, welche wichtige Rolle ein erhöhtes Kreditrisiko und eine starke Hebelwirkung durch Fremdfinanzierung für die Dynamik des Finanzmarktes in Phasen plötzlich umschlagender Anlegerstimmung spielen. Darüber hinaus haben sie die Bedeutung von als Marktmacher fungierenden Finanzinstituten für das Finanzsystem als Ganzes unterstrichen. Die Betrachtung der Krise und der nachfolgenden Erholung zusammengekommen wirft auch kritische Fragen hinsichtlich einer angemessenen Reaktion der Entscheidungsträger auf die Labilität der Finanzmärkte und die aktuellen Marktbewertungen auf.

Trotz der Aufmerksamkeit, die vor dem vergangenen Sommer dem Kursniveau an den Aktienmärkten gewidmet wurde, war der tatsächliche Auslöser der Krise die Ankündigung der Zahlungseinstellung eines Schuldners. Die darauffolgenden Ereignisse waren hauptsächlich von der Neubewertung des Kreditrisikos durch die Anleger geprägt. Der wesentliche Unterschied zwischen Marktrisiko und Kreditrisiko besteht darin, daß ersteres primär mit der Struktur und der Dynamik der Volatilität der Preise von Vermögenswerten zusammenhängt, während sich letzteres auf die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der Zahlungsfähigkeit der Schuldner und Geschäftspartner bezieht. Es ist kein Zufall, daß die Märkte, bei denen die Reagibilität gegenüber dem Kreditrisiko deutlicher erkennbar ist, nämlich der Markt für festverzinsliche Wertpapiere und der Derivatmarkt, von den Finanzmarkturbulenzen und auch von etwaigen bleibenden Folgen am stärksten betroffen waren. Diese Ereignisse zeigen außerdem, wie eine von der verbreiteten Sorge über Kreditrisiken ausgelöste Marktdynamik zu ungewöhnlichen Konstellationen bei den Kursbewegungen führen kann. Risikomanagement-Systeme, die primär darauf ausgerichtet sind, das Marktrisiko zu messen und zu steuern, können das Preisverhalten unter diesen Marktbedingungen nicht immer angemessen darstellen. Solche Systeme dürften sogar die Anspannungen verschärfen, weil sie implizieren, daß die Anleger an einem Baisse-Markt ihr Portfoliorisiko durch Auflösen ihrer Positionen reduzieren sollten.

Der Verlauf der Krise machte deutlich, in welchem Ausmaß sich Marktteilnehmer eine breite Palette von Methoden mit Hebelwirkung zunutze gemacht hatten, um die Rendite auf das eingesetzte Kapital zu erhöhen. Ebenso wurden die Probleme erkennbar, die auftreten, wenn die Marktteilnehmer bei einer Umkehr der Marktbedingungen ihre Positionen auflösen. Eine nachlässige Haltung der

Kreditrisiko und
Marktrisiko

Hebelwirkung

Kreditgeber gegenüber dem Risiko hatte generell die Finanzierungskosten verringert und die Verfügbarkeit der Finanzmittel erhöht. In vielen Fällen verleitete der stärkere Wettbewerbsdruck die Kreditgeber dazu, ihre Instrumente zur Risikobeschränkung und -steuerung nicht voll wirksam werden zu lassen. Als die Preise von risikoreicheren Anlageformen nachgaben und die Staatsanleihen der wichtigsten Industrieländer teurer wurden, verschlimmerte die hohe Fremdmittelfinanzierung – impliziter Bestandteil von Strategien, die Derivate und Short-Verkäufe von Wertpapieren in großem Umfang zur Finanzierung von Positionen einsetzen – die Verluste noch. Da vermehrt Nachschüsse zu leisten waren und in einigen Fällen die gestellten Sicherheiten an Wert verloren, versuchten die Anleger mit allen Mitteln, an Liquidität zu gelangen. Die Auswirkungen dieser Rückführung der hohen Fremdmittelfinanzierung wurden so auf andere Marktsegmente übertragen.

Ein anderes wichtiges Kennzeichen dieser jüngsten Phase der Turbulenzen war, daß die Funktionsfähigkeit einiger spezifischer Marktsegmente schwer beeinträchtigt wurde, manchmal bis hin zum vollständigen Erliegen. Finanzinstitute, die sich üblicherweise darauf spezialisieren, den Austausch zwischen Käufern und Verkäufern zu erleichtern, mußten miterleben, wie ihre Funktion als Marktmacher beeinträchtigt wurde, weil ihre Eigenkapitalbasis angesichts einer einseitigen Nachfrage nicht ausreichte. Darüber hinaus wurde auf manchen außerbörslichen Märkten und Derivatmärkten die Lage noch dadurch erschwert, daß die Marktmacherfunktion de facto in gewissem Ausmaß von hochgradig kreditfinanzierten Marktteilnehmern wie LTCM wahrgenommen worden war, und zwar allein aufgrund der Größe ihrer Positionen (s. Kapitel VII). Der dringende Liquiditätsbedarf solcher Teilnehmer verstärkte die Anspannungen an den Finanzmärkten zusätzlich.

Marktmacher

Schließlich muß anerkannt werden, daß die Erholung vieler Märkte fast genauso spektakulär war wie ihr Einbruch. Die Aktienkurse haben in fast allen entwickelten Volkswirtschaften verlorenes Terrain wiedergewonnen und in vielen Fällen neue Höchstwerte erreicht. Die Zinsabstände von Unternehmensanleihen und Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften haben sich gegenüber ihren Spitzenwerten verringert. Zwar sind sie noch nicht auf das Niveau von vor der Krise zurückgekehrt, doch stoßen die Schuldner bei den Anlegern auf zunehmend große Akzeptanz. Diese Erholung wirft selbst einige Fragen hinsichtlich der korrekten Interpretation der Krise auf. Eine mögliche Interpretation würde die nachfolgende Erholung als Anzeichen dafür sehen, daß die Turbulenzen das Ergebnis einer inhärenten Finanzmarktdynamik waren. In diesem Fall stellt sich die Frage, wie durch angemessene Rahmenbedingungen eine Wiederholung solcher Entwicklungen – wenn möglich – verhindert und die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber solchen Krisen verbessert werden kann. Wenn jedoch die Krise eine gerechtfertigte Reaktion auf sich ändernde wirtschaftliche Eckdaten war, dann erweisen sich die aktuellen Kurse möglicherweise als genauso angreifbar wie die vom Frühsommer des vergangenen Jahres.