

VI. Finanzmärkte

Schwerpunkte

Mehrfach hart auf die Probe gestellt, erwiesen sich die Finanzmärkte im Berichtszeitraum als bemerkenswert widerstandsfähig. Sie mussten eine abrupte weltweite Konjunkturabschwächung, die Terroranschläge vom 11. September 2001 in den USA und Enthüllungen im Zusammenhang mit dem Enron-Konkurs verkraften. Trotz dieser Ereignisse blieben die Verhältnisse an den Märkten geordnet, und die auftretenden Störungen waren nur vorübergehender Natur. Die Aktienkurse passten sich langsam dem Konjunkturabschwung an. Die Kurseinbrüche nach den Anschlägen vom September wurden rasch wieder wettgemacht, und im neuen Vertrauen auf eine kräftige Erholung legten die Aktienmärkte gegen Ende des Jahres 2001 weltweit wieder zu. Noch mehr Widerstandsfähigkeit zeigten die Märkte für Unternehmensanleihen. Die Renditenabstände – auch bei den Titeln von Unternehmen aus aufstrebenden Volkswirtschaften – verringerten sich im Verlauf des Jahres, ein Trend, der durch die Ereignisse des 11. September nur kurz unterbrochen wurde. Bezeichnenderweise konnten Unternehmen weiterhin Anleihen absetzen, selbst Schuldner, denen keine Platzierung von Commercial Paper gelang.

Doch obwohl sich die Märkte als krisenfest erwiesen, gab es potenzielle Schwachstellen. Ungeachtet der Korrektur, die Anfang 2000 eingesetzt hatte, war die Bewertung der Aktien gemessen am Kurs/Gewinn-Verhältnis nach wie vor hoch. In den ersten Monaten von 2002 weckten die Rechnungslegungsprobleme bei Enron und die damit verbundenen Entwicklungen bei den Anlegern Zweifel an der Verlässlichkeit der Informationen, auf die sich die Finanzmärkte stützen. Die Auswirkungen des Enron-Konkurses erfassten auch den US-Commercial-Paper-Markt, der nur noch Schuldnern der höchsten Bonitätsstufe offen stand. Die Ereignisse in Argentinien hatten im Jahr 2001 und zu Beginn des Jahres 2002 nur begrenzte Auswirkungen auf andere aufstrebende Volkswirtschaften, doch für viele Staaten mit niedrigem Rating blieben die Bedingungen für Auslandsfinanzierungen prekär. An den Märkten für außerbörsliche Derivate schließlich führte die Dominanz einiger weniger Händler zu Konzentrationsrisiken.

Leistungsfähigkeit der Märkte

Unter den Ereignissen, die die Belastbarkeit der Märkte im Berichtszeitraum auf eine harte Probe stellten, ragen zwei heraus: die Terroranschläge in den USA am 11. September 2001 und der Konkurs von Enron im Dezember. Unmittelbar nach den Terroranschlägen funktionierten die Märkte

Märkte in
schwierigen Zeiten
widerstandsfähig

bemerkenswert gut. Trotz der Verwüstungen im südlichen Manhattan, wo viele Finanzinstitute ihren Sitz haben und die Marktinfrastruktur sowie Kommunikationssysteme untergebracht sind, dauerte die Unterbrechung beim Handel und bei der Kapitalbeschaffung nur kurz, und die Märkte kehrten relativ schnell zur Normalität zurück. Der Konkurs von Enron war zwar weniger dramatisch als die Ereignisse des 11. September, hat aber möglicherweise das Vertrauen der Märkte nachhaltiger erschüttert, weil er die Qualität der Marktinformationen über einzelne Unternehmen infrage stellte.

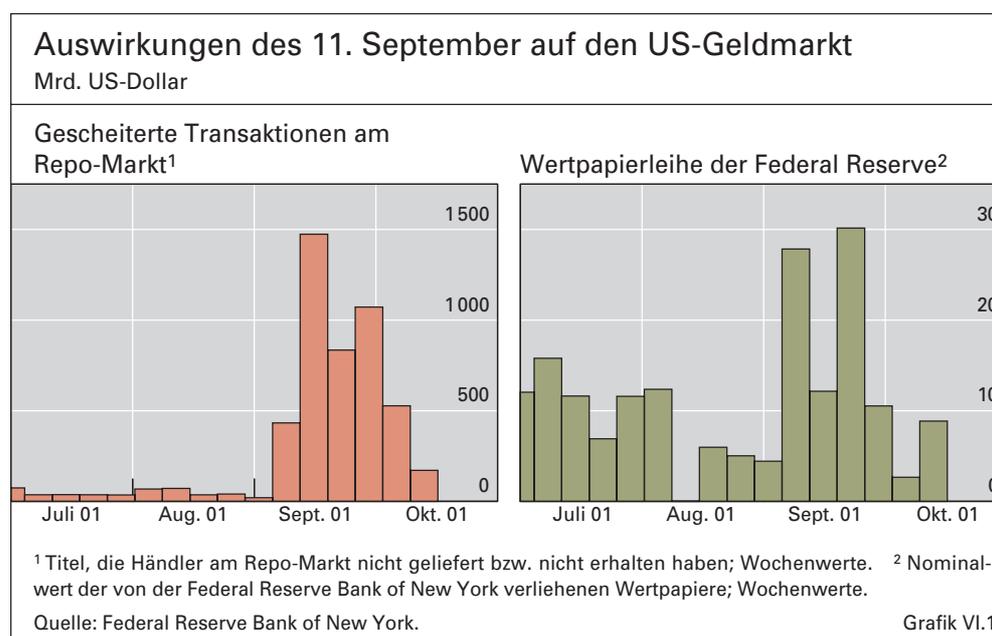
Störungen nach dem 11. September

Die Terroranschläge vom 11. September und die daraus resultierenden Verluste an Menschenleben und Schäden an der Infrastruktur in New York führten zu beträchtlichen Unterbrechungen und Verzögerungen an den US-Finanzmärkten. Die Börse von New York blieb vier Handelstage lang geschlossen, die längste Schließung seit den dreißiger Jahren. Infolge der Verluste bei mehreren Inter-Dealer-Brokern, der Schäden an den Kommunikationsverbindungen und der Zerstörung der Hauptbetriebsstelle einer bedeutenden Clearing-Bank waren der Kassa- und der Repo-Markt für US-Staatsanleihen besonders schwer betroffen. Diese Probleme hatten zusammengenommen zur Folge, dass Repo-Geschäfte im Umfang von mehreren Milliarden Dollar für einige Tage nach den Anschlägen nicht abgewickelt werden konnten. Damit stieg die Zahl der „gescheiterten“ Transaktionen am Kassa- und Repo-Märkten für Schatztitel so hoch wie nie zuvor (Grafik VI.1), was wiederum die Nachfrage nach bestimmten Schatzpapieren, insbesondere den zuletzt begebenen Schatzanweisungen, in die Höhe trieb.

Die Geldpolitik und die Marktteilnehmer reagierten rasch. Als die US-Aktienmärkte am 17. September wieder öffneten, schoss die Federal Reserve reichlich Liquidität in das Bankensystem ein und senkte den Tagesgeld-Zielsatz. Ferner ergriff sie Maßnahmen zur Behebung der Probleme am

Beträchtliche Unterbrechungen und Verzögerungen durch Terroranschläge ...

... aber rasche Reaktion der Entscheidungsträger und der Marktteilnehmer

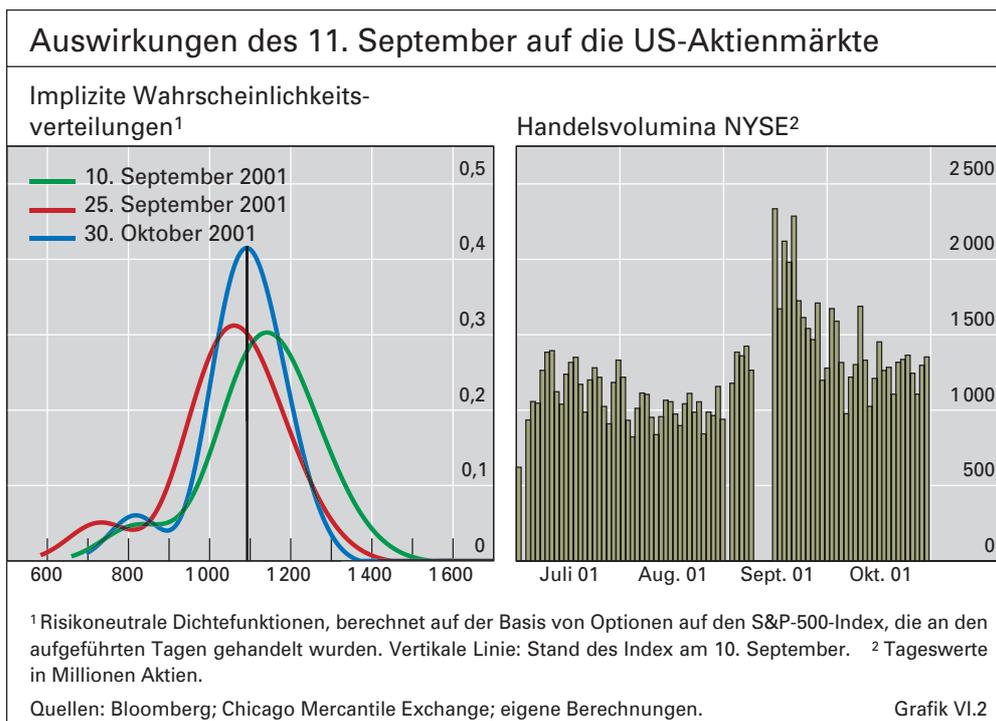


Repo-Markt, indem sie u.a. die Beschränkungen ihrer Wertpapierleih-fazilität lockerte. Ende September hatte die Federal Reserve Wertpapiere im Betrag von \$70 Mrd. verliehen; als Sicherheit akzeptierte sie weniger gefragte Papiere. Andere Zentralbanken senkten ihre Notenbankzinssätze, und einige schlossen Swapgeschäfte mit der Federal Reserve ab, um Befürchtungen einer Dollarknappheit bei ausländischen Finanzinstituten entgegenzutreten. Die Marktteilnehmer verlängerten die Abwicklungszeiten und arbeiteten darüber hinaus auf mehreren Wegen zusammen, um die Verteilung der Liquidität zu erleichtern.

Bei allen diesen Bemühungen erwiesen sich die vor zwei Jahren im Zusammenhang mit dem Jahr-2000-Computerproblem erstellten Notfallpläne als äußerst nützlich. In diesen Plänen war allerdings unterblieben, die Kommunikation zwischen den Backup-Systemen zu testen. Einige Marktteilnehmer waren davon ausgegangen, dass zwar ihre eigenen Systeme ausfallen könnten, nicht aber die ihrer Gegenparteien. Zum Teil war an den eigenen Zweitstandorten nicht einmal bekannt, wie die Ausweicheinrichtungen der Gegenparteien zu erreichen waren. Darüber hinaus liefen die Telefonverbindungen vieler Marktteilnehmer zu ihren Ausweicheinrichtungen über dieselbe Schaltzentrale wie die Hauptleitungen: die im World Trade Center. Durch den Ausfall der Kommunikationsverbindungen wurden Handel und Clearing mehrere Tage lang lahm gelegt. Das Ausmaß des Schadens wurde jedoch durch Initiativen der Marktteilnehmer – u.a. gemeinsames Nutzen von Ressourcen – und einen fieberhaften Einsatz der Versorgungsunternehmen begrenzt.

Verbindungen zwischen Backup-Einrichtungen nicht getestet

Die Anschläge bestärkten Befürchtungen einer deutlichen Abwärtskorrektur der Aktienkurse. Schon vor dem 11. September war die Verteilung der in den Preisen von Aktienindexoptionen implizierten kurzfristigen Aktienrenditen asymmetrisch gewesen und hatte auf die Wahrscheinlichkeit eines



Kurseinbruchs hingedeutet (Grafik VI.2). Diese Erwartung stieg unmittelbar nach dem 11. September deutlich und hielt bis Anfang Oktober an. Nach dem Einsetzen der Kurserholung verdichtete sich die Wahrscheinlichkeitsverteilung, was für einen insgesamt geringeren Grad an Unsicherheit sprach; die Optionspreise wiesen jedoch immer noch eine gewisse Verzerrung in Richtung eines erheblichen Kursrückgangs auf.

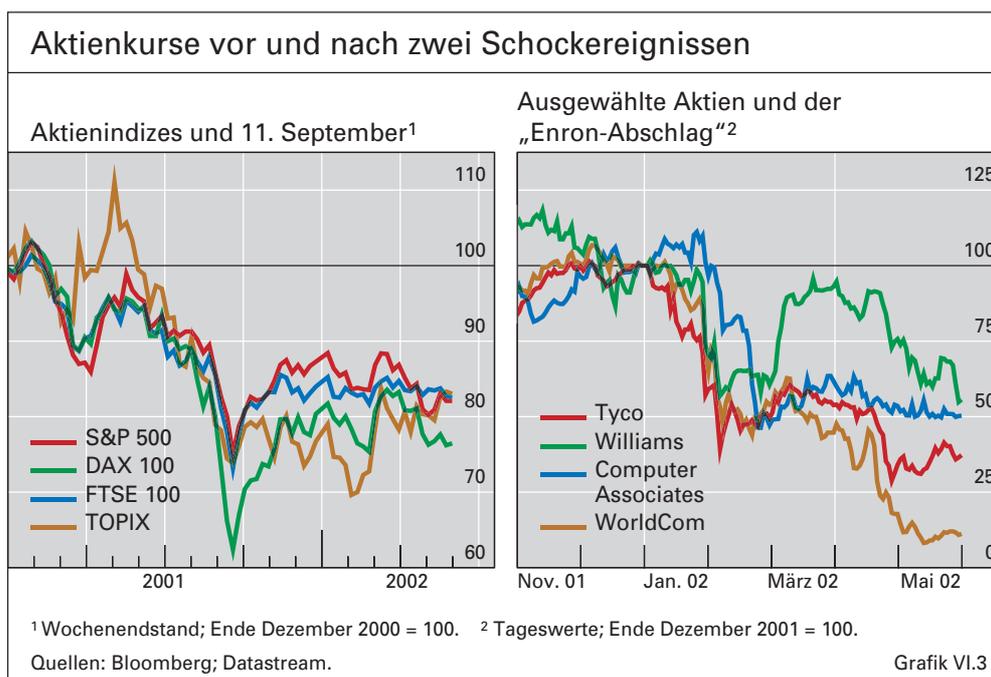
Der Verkaufsdruck, der sich in den Tagen, an denen die US-Börsen geschlossen waren, aufgebaut hatte, entlud sich bei der Wiedereröffnung in einem Rekordhandelsvolumen (Grafik VI.2), das die Kapazität der Börsen jedoch nicht überforderte. Auch die meisten anderen Märkte arbeiteten eine Woche nach den Anschlägen wieder mehr oder weniger normal. Die Intraday-Volatilität des Tagesgeldsatzes der Federal Reserve blieb zwar bis in den Oktober hinein außerordentlich hoch, doch der effektive Satz stieg kaum über den Zielwert. Als Letzter kehrte der Repo-Markt zum Normalbetrieb zurück; bis Oktober blieb die Zahl der gescheiterten Transaktionen hoch. In den Wochen unmittelbar nach den Anschlägen stieg sie sogar noch an, weil bei den aktuellen Schatzanleihen, die als Sicherheit dienen, ein Engpass herrschte. Am 4. Oktober begann sich die Lage zu bessern, als das US-Finanzministerium in einem außerplanmäßigen Tenderverfahren zusätzliche Tranchen der aktuellen 10-jährigen Schatzanleihe an den Markt brachte. Mitte Oktober waren die gescheiterten Transaktionen am Repo-Markt auf ein gemäßigtes Niveau gesunken.

Repo-Markt kehrt als Letzter zur Normalität zurück

Enron und die Folgen

Enron Corporation, eines der größten Energiehandelsunternehmen, meldete im Dezember 2001 Konkurs an. Im Gegensatz zum 11. September waren die unmittelbaren Auswirkungen des Enron-Kollapses auf die Stabilität und Liquidität der Märkte, an denen das Unternehmen tätig gewesen war, den

Enron-Kollaps kein unmittelbarer Auslöser von Störungen an Energiemärkten



meisten Meldungen zufolge unbedeutend. Der Handel wechselte zügig von Enron zu dessen Konkurrenten. Viele Firmen meldeten Verluste aus ihren Enron-Engagements. Allerdings waren diese Verluste zu verkraften, was vor allem der Verbesserung der Handhabung des Gegenparteirisikos in den letzten Jahren und dem Ausbau der Märkte für Kreditderivate zu verdanken war; die Zahlungsfähigkeit anderer Firmen war nicht gefährdet. Der erfolgreiche Einsatz von Credit-Linked Notes und anderen Kreditderivaten zur Absicherung des Enron-Risikos sowie die problemlose Abwicklung der meisten dieser Kontrakte verstärkten sogar das Interesse der Marktteilnehmer an derartigen Instrumenten.

Beim Zusammenbruch von Enron fällt auf, dass die verschiedenen an der Führung und Überwachung des Unternehmens beteiligten Ebenen anscheinend alle zur gleichen Zeit versagt haben. Das oberste Verwaltungsorgan des Unternehmens, die Wirtschaftsprüfer, die Aktienanalysten, die Rating-Agenturen, die Gläubiger und die Anleger – alle versäumten es, kritisch zu untersuchen, wie die Geschäftsleitung von Enron das scheinbar hervorragende Ertragswachstum erzielte. Insbesondere wurden die zahlreichen außerbilanziellen Transaktionen, die zur Verschleierung der wachsenden operativen Verluste beitrugen, kaum hinterfragt.

Dass verschiedene Führungs- und Überwachungsmechanismen gleichzeitig versagt haben, weist auf einen gemeinsamen Einflussfaktor hin, nämlich die Tendenz, dass sich Interessenkonflikte im Informationsprozess verstärken, wenn eine einzelne Firma oder ein ganzer Markt überdurchschnittlich gute Ergebnisse ausweist. Die heutigen Märkte haben ein System wechselseitiger Kontrollen aufgebaut, um die Integrität des Informationsprozesses sicherzustellen (Schlussteil dieses Kapitels). Im Falle Enron hat dieses System versagt. Bezeichnenderweise war die Reaktion der Aktienmärkte auf den Konkurs Anfang Dezember nicht annähernd so heftig wie die Reaktion Ende Januar, als bekannt wurde, dass die Wirtschaftsprüfer von Enron Unterlagen vernichtet hatten, oder Anfang Februar, als ein Bericht enthüllte, wie Enron nicht konsolidierte Tochtergesellschaften und Zweckgesellschaften eingesetzt hatte, um Gewinne aufzublähen und Verluste zu verschleiern. Als Folge hiervon wurde ein Abschlag für Rechnungslegungsrisiken in die Aktienkurse eingerechnet, und der Markt bestrafte insbesondere die Notierungen großer Firmen mit relativ undurchsichtigen Finanzausweisen (Grafik VI.3, rechts).

Versagen
verschiedener
Kontrollebenen

Skandal löst
Marktreaktion aus

Aktienmärkte

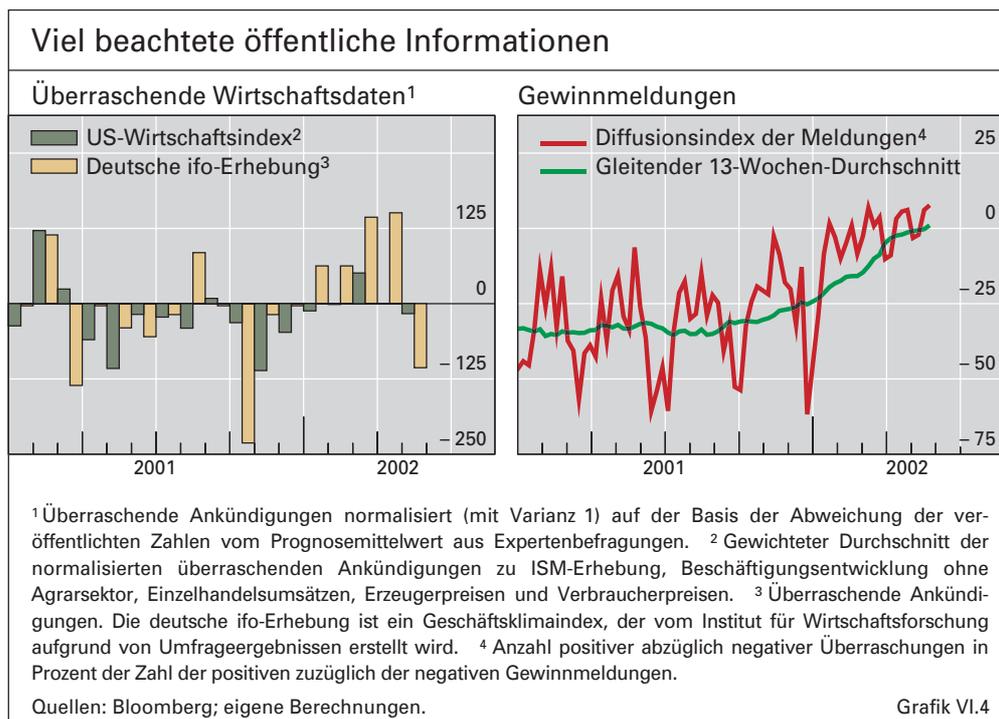
Fast das ganze Jahr 2001 hindurch zeigten die Aktienanleger unbeirrbares Optimismus. Zunächst nahmen sie die Anzeichen eines weltweiten Abschwungs nicht sonderlich ernst, und danach rechneten sie fest mit einer kräftigen Erholung. Zwar stiegen und fielen die Kursnotierungen im Einklang mit den wechselnden Einschätzungen über die Tiefe und Dauer des Abschwungs und seine Folgen für die Unternehmensgewinne (Grafik VI.3, links), doch herrschte alles in allem noch große Zuversicht, die insbesondere durch den Glauben an die Wirksamkeit der Geldpolitik genährt wurde. Nicht die

gesamtwirtschaftlichen Gegebenheiten waren es, die schließlich diese Zuversicht untergruben, sondern Rechnungslegungsfragen. In den ersten Monaten des Jahres 2002 vergrößerte sich die Unsicherheit bei den Aktienbewertungen mit der wachsenden Skepsis hinsichtlich der Verlässlichkeit der Finanzausweise von Unternehmen, die nach dem Enron-Kollaps aufkam. Dennoch erreichten die Kurse gemessen an den Gewinnen Anfang 2002 Rekordhöhen. Da die Gewinne wegen einmaliger Abschreibungen stark abnahmen und gleichzeitig die Aktienrisikoprämien wegen Unsicherheiten über die Finanzausweise von Unternehmen stiegen, deuteten die hohen Notierungen auf einen im Kern beharrlichen Optimismus in Bezug auf das zukünftige Gewinnwachstum hin.

Anpassung an die Konjunktur

Abschwung erst im Sommer wirklich beachtet

Der Aktienmarkt stellte sich nur langsam auf den weltweiten Konjunkturabschwung ein. Nach einjähriger Korrektur erholte sich der Markt im April 2001, gestützt vor allem auf die Annahme, dass eine Lockerung der Geldpolitik eine Rezession verhindern werde. Im Sommer überzeugten die Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen und eine Reihe von enttäuschenden Gewinnmeldungen von Unternehmen endlich die Anleger, dass der Abschwung tatsächlich eingesetzt hatte und auch die Unternehmen nicht verschonen würde (Grafik VI.4). Der Technologiebereich war erneut besonders betroffen, zum einen wegen der zuvor noch stärker als in anderen Branchen übersteigerten Bewertungen (*71. Jahresbericht*), zum anderen wegen überraschend hoher Abschreibungen. Anfangs wurde darauf gebaut, dass Europa im Vergleich zu Nordamerika weniger in Mitleidenschaft gezogen würde, doch diese Hoffnung zerschlug sich angesichts enttäuschender Wirtschaftsdaten,



insbesondere der Erhebungen des deutschen ifo-Instituts in den Sommermonaten. Die europäischen Aktienmärkte korrelierten daher während des gesamten Berichtszeitraums weiterhin eng mit den US-Märkten.

Zwei Wochen nach den Terroranschlägen des 11. September in den USA sanken die Marktindizes auf einen Tiefstand. Zunächst verstärkten die Ereignisse die Befürchtung eines längeren weltweiten Abschwungs und führten zu einer allgemeinen Flucht in sichere Anlagewerte. Doch eine Woche nach Wiedereröffnung der Märkte in New York setzte eine Kurserholung ein. Die weltweit koordinierte Lockerung der Geldpolitik und positive politische Entwicklungen ermutigten die Anleger. Die Anschläge riefen somit lediglich eine vorübergehende – wenngleich extreme – Unsicherheit hervor, die nach der Wiedereröffnung der Märkte größtenteils bald verflog.

Die Marktstimmung änderte sich offenbar erneut im Oktober, als sich der Markt, der nach dem Schock zunächst seine Widerstandsfähigkeit unter Beweis gestellt hatte, zu einer Kursrallye aufschwang, die bis zum Jahresende anhielt. Die Märkte begannen mit einer kräftigen Konjunkturerholung zu rechnen, auch wenn die viel beachteten Veröffentlichungen neuer gesamtwirtschaftlicher Daten vorwiegend mit negativen Überraschungen aufwarteten. Die Anleger schienen durch die rasche Lockerung der Geldpolitik beruhigt wie auch durch die Tatsache, dass die meisten Wirtschaftsindikatoren nicht weiter nachgaben, und durch die Nachricht, dass das BIP der USA im vierten Quartal leicht gestiegen war. Die militärischen Erfolge der Anti-Taliban-Koalition in Afghanistan dämpften die Befürchtungen, dass der Konflikt dort lange anhalten und destabilisierende Konsequenzen haben würde. Gewinnmeldungen der Unternehmen verteilten sich im ersten Quartal 2002, im Gegensatz zum Großteil des Jahres 2001, gleichmäßiger auf positive und negative Überraschungen gegenüber den Prognosen der Analysten.

Paradoxerweise geriet der Aktienmarkt ausgerechnet in dem Moment ins Stocken, als wieder positive Daten zu den Aussichten der Weltwirtschaft gemeldet wurden. Im Januar und Februar 2002 weckten Enthüllungen über Unregelmäßigkeiten in den publizierten Finanzausweisen mehrerer namhafter Unternehmen allgemein Skepsis hinsichtlich der Integrität der von Unternehmen offen gelegten Informationen. Dadurch wurde das Vertrauen der Marktteilnehmer erschüttert, und die Kurserholung kam zum Stillstand. Die von Enron praktizierte Rechnungslegung war vielleicht der ungeheuerlichste Fall, doch stand das Unternehmen mit seinen Versuchen, die ausgewiesenen Gewinne zu schönen, nicht allein. Der Konkurs von Global Crossing im Dezember warf z.B. ein Schlaglicht auf die Praxis, mittels Tauschgeschäften über Telekommunikationskapazitäten die ausgewiesenen Erträge künstlich aufzublähen. Die Investoren reagierten mit Aktienverkäufen auf breiter Front, was Ende Januar und Anfang Februar zu einem Rückgang der meisten wichtigen Indizes beitrug.

In Japan standen die Bewertungen maßgeblich unter dem Einfluss des schwachen inländischen Finanzsektors und der augenscheinlich ausbleibenden Fortschritte der Reformbemühungen. Der Rückgang der wichtigsten japanischen Aktienindizes von Mai bis September hatte zwar Parallelen an anderen internationalen Märkten, war aber viel ausgeprägter. Die *Tankan-*

Kurstief Ende
September

Erholung der
Märkte trotz
schlechter Nach-
richten aus der
Wirtschaft ...

... aber Anfang 2002
erschüttern Enron-
Enthüllungen die
Anleger

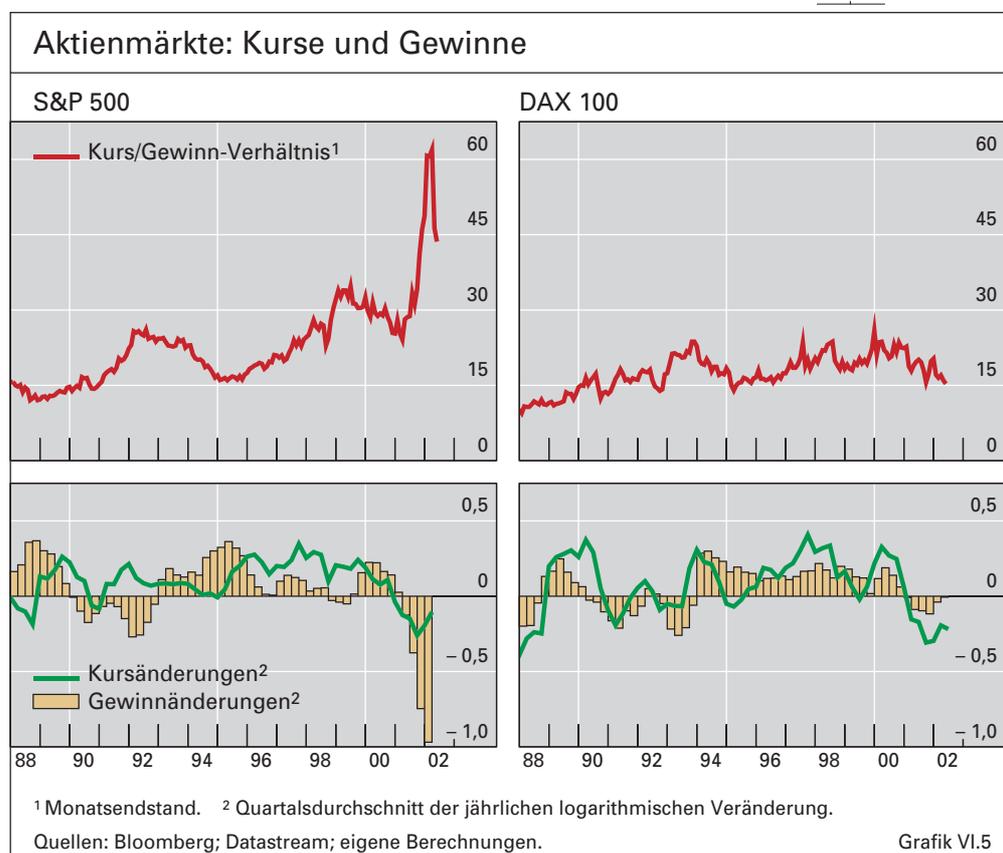
Japanische
Aktien von der
allgemeinen
Erholung ausge-
schlossen

Erhebung vom Juli zeigte das Bild einer überraschend schwachen Wirtschaft, und anschließende Meldungen über sich verschlechternde weltwirtschaftliche Aussichten lösten offenbar in Tokio eine noch trübere Stimmung aus als an den anderen großen Märkten. Nach Ende September war an den japanischen Aktienmärkten von der weltweiten Erholung nichts zu spüren, und Anfang Februar 2002 fiel der Nikkei-Index auf den tiefsten Stand seit 18 Jahren. Ironischerweise mag es dann der Konkurs eines großen Bauunternehmens Ende Februar gewesen sein, der den Kursanstieg im März auslöste. Die Anleger hatten eine Rettung des Unternehmens erwartet und sahen in dem Konkurs nun vielleicht ein Signal dafür, dass bald ernsthafte Bemühungen zur Sanierung des Unternehmens- und Finanzsektors folgen würden.

Beharrlicher Optimismus und hohe Volatilität

Anhaltend hohe
Bewertungen

Trotz der seit April 2000 eingetretenen außerordentlich starken Korrekturen erhielten die Aktienkurse nach wie vor Auftrieb durch Erwartungen hoher Steigerungen bei den Unternehmensgewinnen. Das Kurs/Gewinn-Verhältnis von US-Titeln blieb 2001 im langjährigen Vergleich sehr hoch, da die Gewinne stärker zurückgingen als die Kurse (Grafik VI.5). In Europa waren die Kurs/Gewinn-Verhältnisse niedriger, weil die Aktienkurse deutlicher sanken als in den USA und der Gewinnrückgang kleiner war. Die hohen Kennzahlen bei den US-Werten waren zum Teil dem niedrigen realen Zinsniveau zuzuschreiben, aber auch der Erwartung steigender Gewinne, da die Aktienkurse dazu neigen, gegen Ende einer Rezession eine Gewinnerholung zu

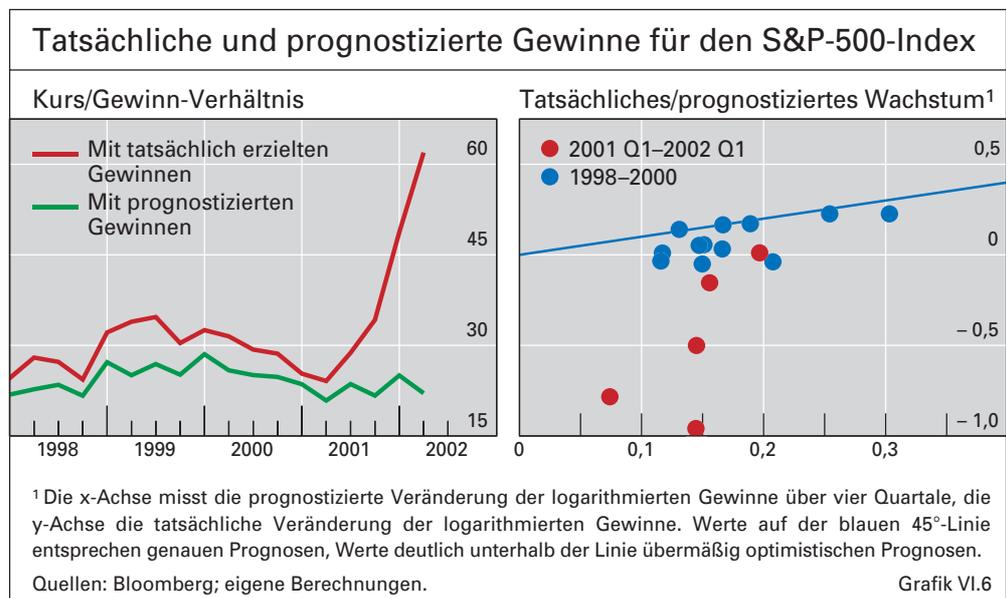


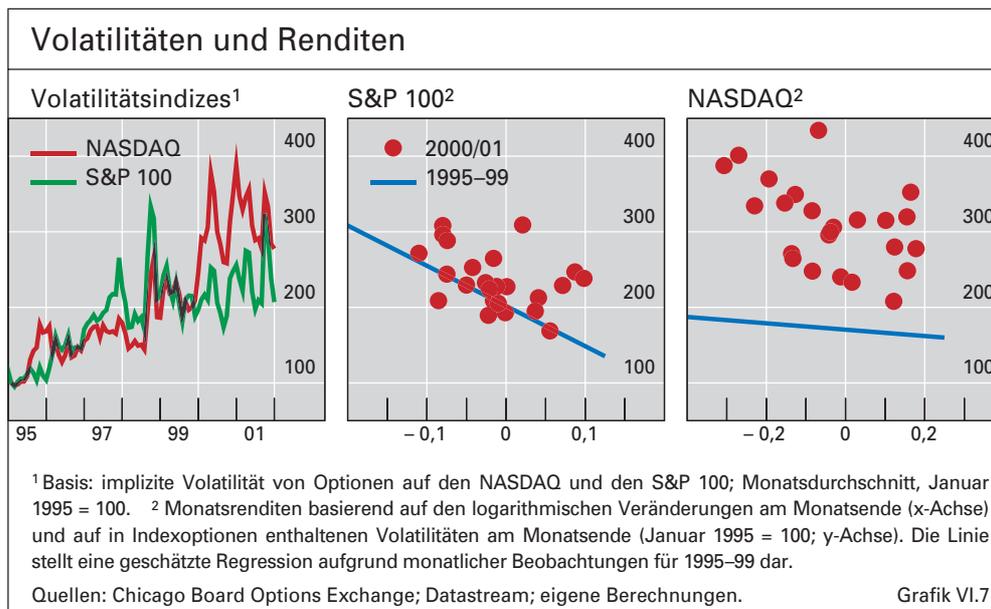
antizipieren. So waren z.B. die Kurs/Gewinn-Verhältnisse in den USA in den Jahren 1991/92 und in Deutschland im Jahr 1993 ebenfalls gestiegen. Die Kennzahlen in den USA erreichten 2001 und 2002 jedoch Rekordhöhen. Ende 2001 wurde der S&P-500-Index zum 49fachen der Gewinne gehandelt, mehr als das Dreifache des Durchschnitts von 14 in den Jahren 1970–95. Ende März 2002 betrug das Verhältnis 62.

Im hohen Kurs/Gewinn-Verhältnis der US-Aktien spiegelten sich auch eine Reihe beispielloser einmaliger Abschreibungen auf Aktiva wider, die einen Einbruch der bilanztechnisch ausgewiesenen Nettogewinne zur Folge hatten. Im Verlauf von 2001 legten schließlich selbst Unternehmen mit mehr oder weniger soliden Bilanzen und guten Gewinnaussichten offen, dass ein erheblicher Teil ihrer früheren Investitionen, insbesondere die zahlreichen durch den Tausch von Stammaktien finanzierten Übernahmen, sich als kostspielige Fehlschläge erwiesen hatten. Infolgedessen konzentrierten sich einige Anleger nun auf zukunftsorientierte Messgrößen wie Cashflow oder Betriebsergebnis pro Aktie anstatt auf Bilanzkennzahlen, in denen Abschreibungen einbezogen sind. Das Abstützen auf diese Messgrößen für den Gewinn implizierte, dass derartig schlechte Investitionsentscheidungen in Zukunft für weniger wahrscheinlich gehalten wurden. Kurs/Gewinn-Verhältnisse, die auf den Gewinnprognosen beruhten – in die die Erwartung einer kräftigen Gewinnerholung einfluss –, entwickelten sich moderater als diejenigen, die sich auf die bereits ausgewiesenen Gewinne stützten (Grafik VI.6). Doch auch diese Kennzahlen waren im langfristigen Vergleich hoch, und zwar vor dem Hintergrund sowohl des realen Zinsniveaus als auch der Risikoprämie, die durch die Enron-Informationsprobleme entstanden sein dürfte. Überdies sind die tatsächlichen Gewinnsteigerungen in den letzten Jahren zumeist hinter den Prognosen zurückgeblieben. Nach einem haussierenden Markt, an dem die Gewinne anscheinend oft so frisiert worden waren, dass sie geringfügig über den Prognosen lagen, ließen sich solche „kreativen“ Gewinnausweise 2001 und Anfang 2002 offenbar nicht mehr halten.

Starker Gewinnrückgang wegen einmaliger Abschreibungen ...

... aber anhaltend hohe Bewertungen aus anderen Gründen





Wahrgenommene Risiken steigen selbst bei anziehenden Märkten

Die Unsicherheit bezüglich der Bewertungen, gepaart mit der Tendenz der Marktteilnehmer, sogar auf unbedeutende gute oder schlechte Nachrichten heftig zu reagieren, erhöhte an den Aktienmärkten die täglichen Volatilitäten. Im April 2001 beispielsweise ließ die Nachricht, dass die Dell Computer Corporation ihre erheblich reduzierte Gewinnschätzung einhalten würde, an einem einzigen Tag den NASDAQ Composite um 9% und den MSCI World Index um 3% nach oben schnellen. Die in den Preisen börsengehandelter Aktienindexoptionen implizite Volatilität spiegelte diesen Trend wider (Grafik VI.7). Die zunehmende Volatilität war nicht allein den fallenden Aktienkursen zuzuschreiben. Während in früheren Jahren die implizite Volatilität im Allgemeinen stieg, wenn die Kurse sanken, erreichte sie 2000 und 2001 Niveaus, die weit über dem bisher üblichen Verhältnis zwischen Volatilität und Kursentwicklung lagen. Dies war insbesondere für den technologielastigen NASDAQ-Index der Fall.

Märkte für festverzinsliche Instrumente

Ebenso wie an den Aktienmärkten pendelte die Stimmung an den Anleihemärkten im Laufe des Jahres 2001 und in den ersten Monaten des Jahres 2002 zwischen Optimismus und Pessimismus. Angesichts einer mehr oder weniger niedrigen Inflation entwickelten sich die Swaprenditen entsprechend den Erwartungen hinsichtlich der Dauer und des Ausmaßes des weltweiten Abschwungs sowie des Zeitpunktes der vermuteten Rückkehr zu einer strafferen Geldpolitik. Die Bonitätsaufschläge, die in Erwartung einer kurzen und milden Konjunkturabschwächung im ersten Halbjahr 2001 zunächst stabil geblieben waren, weiteten sich im dritten Quartal aus, als sich Bedenken über einen länger anhaltenden Abschwung mehrten. Dennoch hatten die meisten Unternehmen und Staaten kaum Probleme, langfristige Schuldtitel am Kapitalmarkt zu platzieren. Der stabile Anleihemarkt war insbesondere gegen Ende 2001 und Anfang 2002 ein wichtiger Finanzierungskanal, als die Turbulenzen

am Markt für Commercial Paper und die erhöhte Risikoscheu der Geschäftsbanken dazu führten, dass die Finanzmittel an den Märkten für kurzfristiges Fremdkapital knapper wurden.

Reaktion der Renditenstrukturkurven auf Geldpolitik

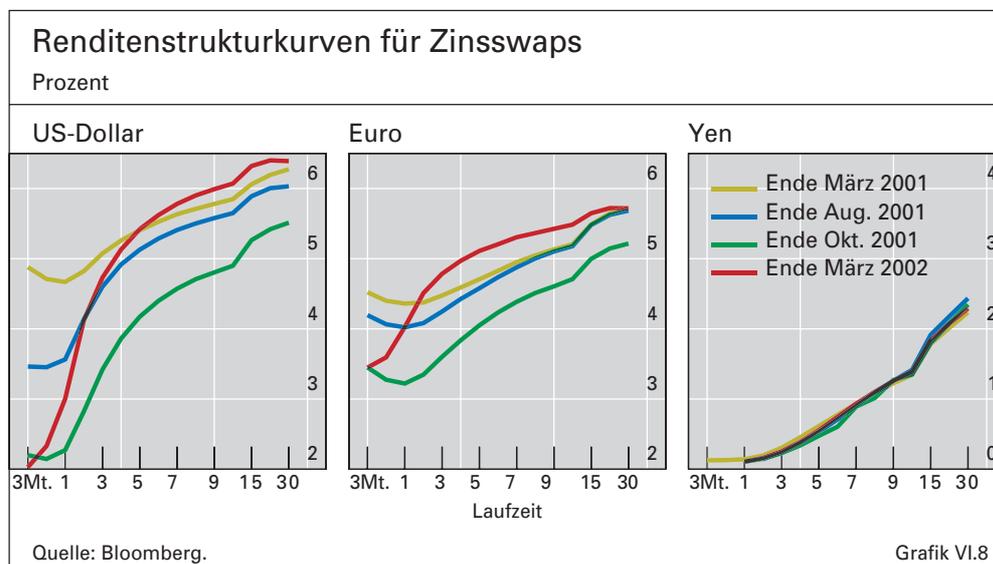
Während des Berichtszeitraums veränderten sich die Renditenstrukturkurven entsprechend den Erwartungen, wie die Geldpolitik auf Wirtschaftsnachrichten reagieren würde. Die Dollar- und die Euro-Renditenstrukturkurve verschoben sich nach unten, als die Nachrichten schlechter wurden. Als sich dann die Konjunkturaussichten aufhellten, wurden sie deutlich steiler (Grafik VI.8). Im ersten Halbjahr 2001, als noch mit einer relativ kurzen und milden Konjunkturabschwächung gerechnet wurde, blieben die langfristigen Dollar- und Euro-Swapsätze stabil. Von Juli bis Oktober bildeten sich die langfristigen Renditen allmählich zurück, da die Anleger auf die immer schlechteren Meldungen aus der Wirtschaft reagierten und – unmittelbar nach dem 11. September – zudem eine Flucht in sichere und hochwertige Anlageformen einsetzte. Die Umkehr dieser Fluchtbewegung und die aufkommende Erwartung, die Konjunkturschwäche werde bald zu Ende sein, ließen die langfristigen Renditen im November und in der ersten Dezemberhälfte kräftig ansteigen. Diese Erwartung spiegelte das Vertrauen in die Wirksamkeit einer neuerlichen Lockerung der US-Geldpolitik wider. Infolgedessen war die US-Dollar-Renditenstrukturkurve Anfang 2002 so steil wie zuletzt Anfang 1994, wobei aber das absolute Niveau der langfristigen Zinssätze weiterhin in der Nähe seines Rekordtiefs lag. Im Euro-Raum, wo die Lockerung der Geldpolitik moderater ausfiel, war auch die Versteilung der Renditenstrukturkurve weniger ausgeprägt als in den USA.

Renditenstrukturkurven verschieben sich nach unten und werden dann steiler ...

... als Anleger auf Wirksamkeit einer geldpolitischen Lockerung setzen

Im Gegensatz zu den anderen wichtigen Währungen blieb die Renditenstrukturkurve des Yen über weite Strecken des Jahres 2001 und Anfang 2002 praktisch unverändert. Die kurzfristigen Zinssätze lagen stabil nahe bei null, da die Anleger angesichts der anhaltenden Wachstumsschwäche in naher Zukunft keine wesentliche Veränderung in der Ausrichtung der japanischen Geldpolitik

Unveränderte Yen-Renditenstrukturkurve

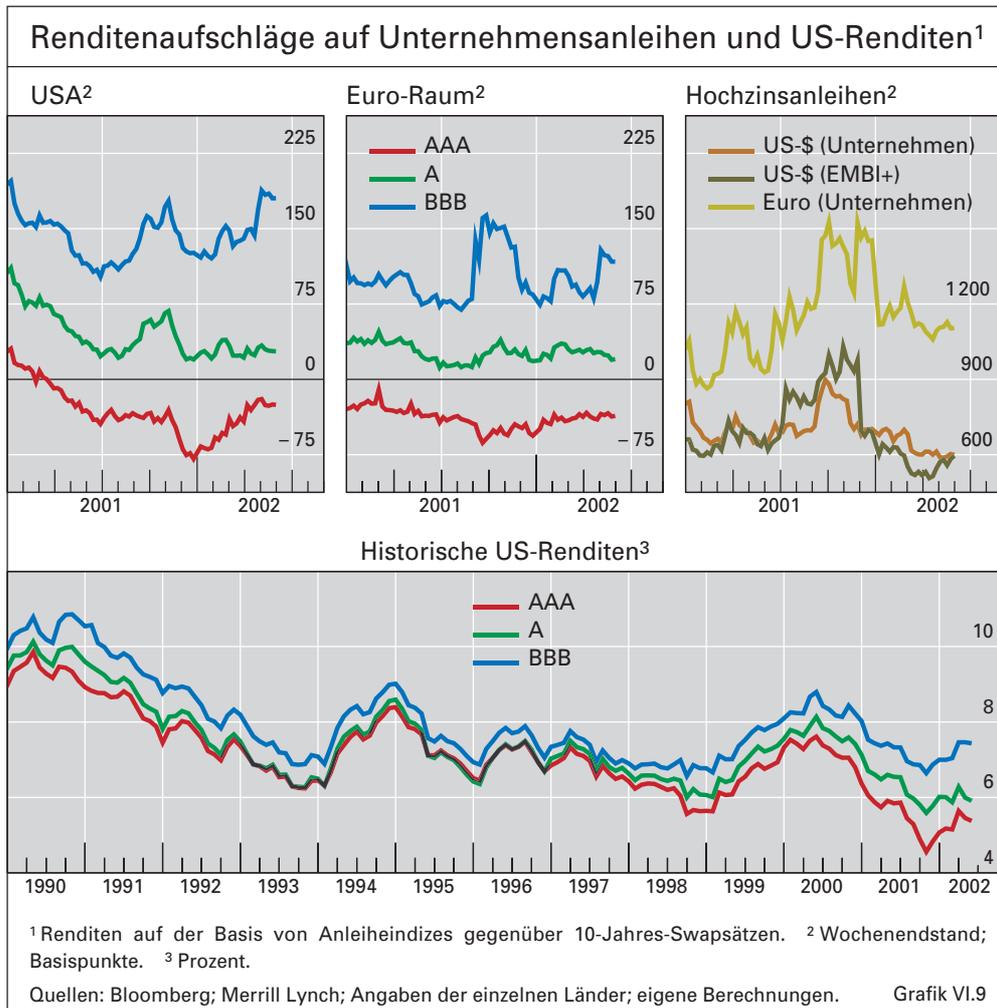


erwarteten. Ähnliche Überlegungen hielten auch die längerfristigen Zinssätze tief. Gleichzeitig waren die Renditen am langen Ende aufgrund des stetigen Anwachsens der öffentlichen Verschuldung zeitweise einem Aufwärtsdruck ausgesetzt. Die sich verschlechternde Finanzlage des Staates und das langsame Tempo der Strukturreformen trugen zu vermehrter Zurückhaltung der Anleger gegenüber japanischen Vermögenswerten bei, was auch in Herabstufungen der inländischen Staatsschuldtitel Japans durch die großen Rating-Agenturen zum Ausdruck kam.

Stabiler Markt für Unternehmensanleihen

Niedrigere Renditenspreads für Unternehmensanleihen ...

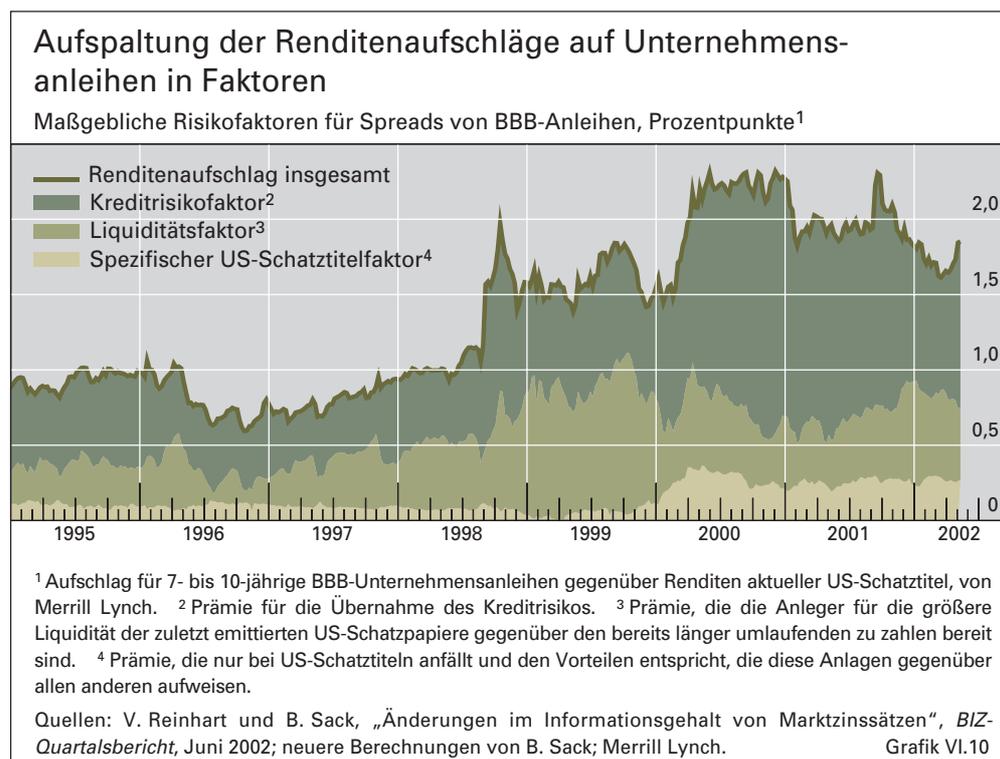
Ein Lichtblick unter den weltweiten Finanzmärkten war während dieser Zeit der bemerkenswert stabile Markt für Unternehmensanleihen. Die Renditenaufschläge bildeten sich im Allgemeinen zurück, als die Referenzrenditen anstiegen, da sich für die Anleger die Möglichkeit einer raschen Konjunkturerholung mit der Aussicht auf eine Verbesserung der Kreditqualität bei den Unternehmen verband (Grafik VI.9, oben). Im ersten Halbjahr 2001 sanken die Renditenaufschläge, da die Anleger über den Konjunkturabschwung und die höheren Ausfallquoten hinwegblickten und davon ausgingen, dass diese Faktoren in den Anleiherenditen bereits berücksichtigt seien. Als im dritten

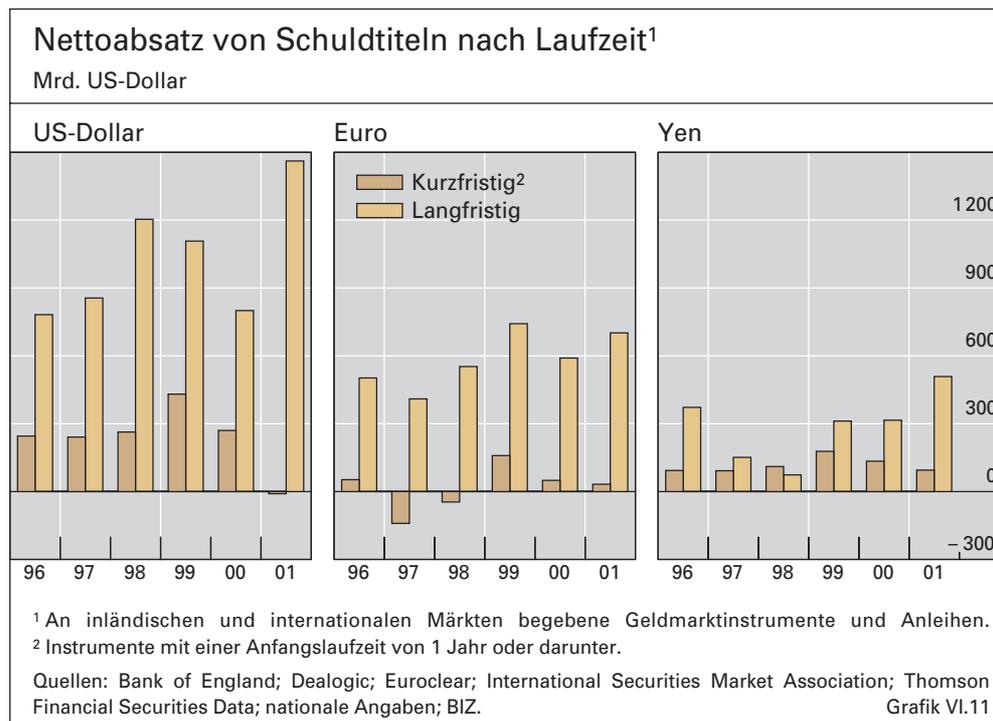


Quartal die Konjunkturabschwächung deutlicher ausfiel als erwartet und die Zahlungsausfälle weiter zunahmen, vergrößerten sich die Renditenabstände für praktisch alle Kreditrisikoklassen, wurden dann aber im November, als eine optimistischere Stimmung zurückkehrte, wieder enger. Infolgedessen fielen die Fremdfinanzierungskosten der Unternehmen insgesamt im September 2001 nominal auf ein historisch niedriges Niveau und stiegen danach nur geringfügig an (Grafik VI.9, unten). Allerdings zeigte die sich ausweitende Renditendifferenz zwischen Instrumenten mit BBB- und A-Rating, dass in einigen Bereichen die Skepsis die Oberhand behielt. Bedenken hinsichtlich der Solidität der Unternehmensbilanzen und der Zuverlässigkeit der Finanzausweise trugen dazu bei, dass sich die Renditenaufschläge in den ersten Monaten des Jahres 2002 wieder erhöhten.

... aber weiterhin einige Skepsis

Die hohe Volatilität der Renditenspreads für Unternehmensanleihen in den Jahren 2001 und 2002 scheint zumindest teilweise auf einen Anstieg der Liquiditätsprämie zurückzuführen zu sein, der einen allmählichen Rückgang des Marktpreises für das eigentliche Kreditrisiko verschleierte. Dies wird ersichtlich, wenn man den Renditenabstand für US-Dollar-Anleihen von Unternehmen mit BBB-Rating gegenüber US-Schatzanleihen in drei Komponenten zerlegt: Kreditrisiko, Liquidität und die spezifische Prämie, die Anleger für aktuelle Schatzpapiere zahlen (Grafik VI.10). Der Aufschlag für das Kreditrisiko sank an den Märkten, abgesehen von einem kurzen Ausschlag nach oben im September, allmählich von fast 150 Basispunkten Anfang 2001 auf etwa 80 Basispunkte im ersten Quartal 2002. Mit dieser mehr oder weniger stetigen Verbesserung kehrte sich der kräftige Anstieg der Kreditrisikoprämien, der das Platzen der Technologie-Blase im Jahr 2000 begleitet hatte, wieder um. In den nach konventioneller Methode gemessenen Bonitätsaufschlägen wurde





der Rückgang des Kreditrisikoaufschlags jedoch nicht sichtbar, da ihm ein stetiger Anstieg der Prämie gegenüberstand, die die Anleger für das Halten weniger liquider Wertpapiere fordern.

Lebhaftes
langfristige
Finanzierung über
Anleihemärkte

Trotz der Konjunkturabschwächung und der zeitweiligen Ausweitung der Renditespreads war die Finanzierung über die langfristigen Anleihemärkte über weite Strecken des Jahres 2001 lebhaft (Grafik VI.11). Dies galt insbesondere für den US-Dollar-Markt, an dem die Emissionstätigkeit der Unternehmen den Nettoabsatz von langfristigen Schuldtiteln auf einen Höchststand trieb. Der Markt für Euro-Unternehmensanleihen festigte sich dank hoher Emissionsvolumina von Telekommunikations- und Automobilunternehmen weiter. In Japan stützte die beträchtliche Mittelaufnahme des Staates das Wachstum des Anleihemarktes.

Umschichtung von kurzfristiger in langfristige Verschuldung

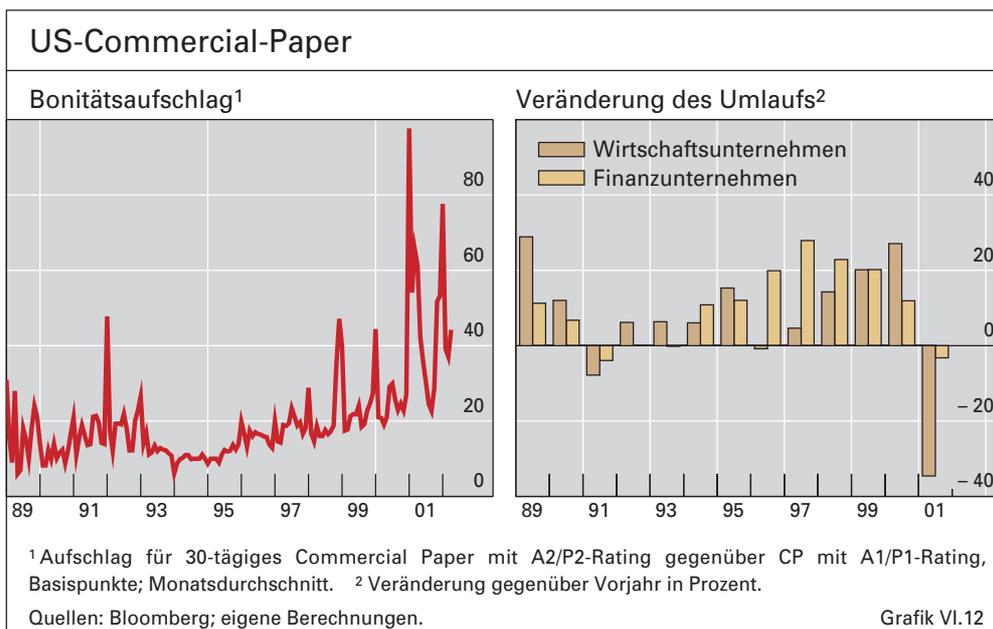
Die Emission langfristiger Schuldtitel spiegelte teilweise eine Abkehr der Schuldner von der kurzfristigen Verschuldung wider. Der Wirtschaftsabschwung und der infolgedessen sinkende Bedarf der Unternehmen an Betriebskapital erklären zum Teil den geringeren Absatz kurzfristiger Schuldtitel, und die im historischen Vergleich niedrigen langfristigen Renditen veranlassten die Emittenten, länger laufende Schuldtitel zu begeben. Gleichzeitig war mehreren größeren US-Unternehmen der Zugang zum Markt für Commercial Paper (CP) infolge von Bonitätsherabstufungen verwehrt, während sie am Markt für Unternehmensanleihen ohne weiteres noch Mittel aufnehmen konnten. Im Euro-Raum tilgten Unternehmen kurzfristige Überbrückungskredite, die sie in den Jahren 2000 und 2001 aufgenommen hatten, um Fusionen und Übernahmen sowie den Erwerb von UMTS-Mobilfunklizenzen zu finanzieren.

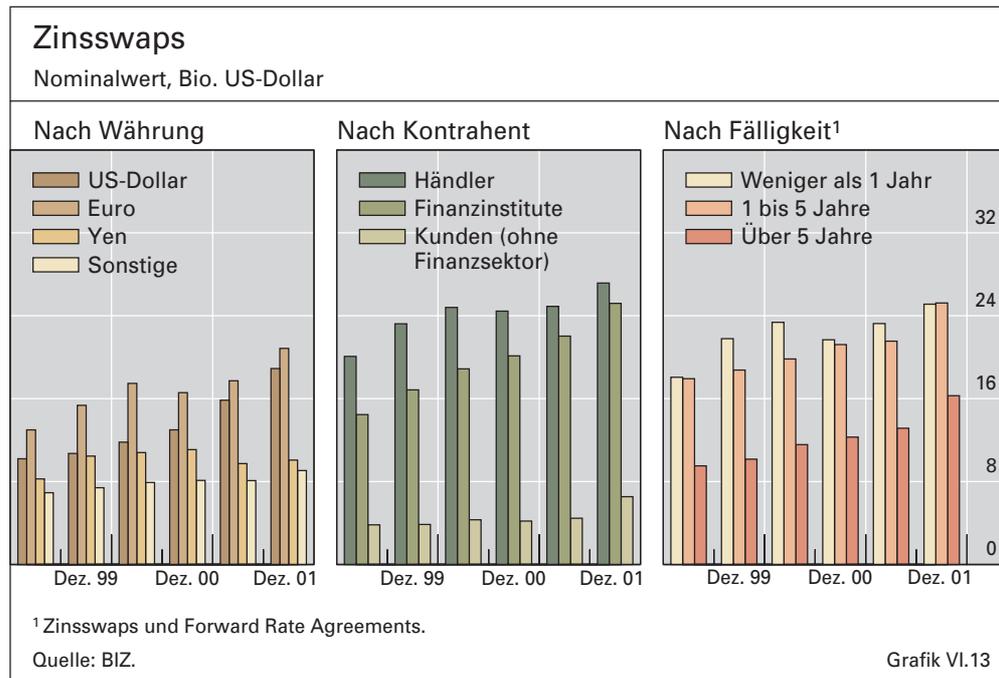
In den USA zwangen die schwierigen Finanzierungsbedingungen am CP-Markt viele Schuldner, ihre Abhängigkeit von diesem Finanzierungskanal zu verringern. Die Zahlungsunfähigkeit von kalifornischen Versorgungsunternehmen im Januar 2001 kam für viele Anleger am CP-Markt überraschend und veranlasste sie, den Kreditrisiken mehr Beachtung zu schenken. Dies wiederum verschärfte die Reaktion der Anleger auf die steigende Anzahl von Bonitätsherabstufungen im Laufe des Jahres 2001. An einem Markt, an dem die mit Abstand größte Käufergruppe – die Geldmarktfonds – höchstens 5% ihrer Portfolios in Titeln geringerer Bonität halten darf, dämpften Bonitätsherabstufungen und Zahlungsausfälle die ohnehin schwache Nachfrage zusätzlich. Die erhöhte Risikoscheu trug dazu bei, dass die Spreads am US-Dollar-CP-Markt außergewöhnlich hoch und volatil waren (Grafik VI.12). Zusätzlich verdeutlicht das Ausmaß des Rückgangs des CP-Absatzes, wie ungewöhnlich die gegenwärtigen Schwierigkeiten dieses Marktes sind. Während in der letzten US-Rezession 1991 der Umlauf von CP von Wirtschaftsunternehmen um 8% zurückgegangen war, fiel er im Jahr 2001 um 35%. Die Schuldner wandten sich zudem vermehrt dem Markt für forderungsunterlegtes CP zu, wo das Kreditrisiko wegen der Verwendung von Forderungen als Sicherheit eine geringere Rolle spielt.

Schrumpfender CP-Markt wegen Bonitätsbedenken ...

Die Probleme des CP-Marktes verschärfen sich noch, als Großbanken immer weniger bereit waren, ihre Auffangliquiditätsfazilitäten für CP-Programme zu verlängern. In der Vergangenheit hatten die Banken diese Kreditlinien im Allgemeinen zu geringen Zinsaufschlägen bereitgestellt, da sie hofften, sich damit Emissions- oder Beratungsmandate und andere einträglichere Geschäfte zu sichern. Die Risiken einer derartigen Strategie wurden nur allzu deutlich, als mehrere namhafte Schuldner den Zugang zum CP-Markt verloren und ihre Kreditlinien zu Zinskonditionen in Anspruch nahmen, die weit unter den Marktsätzen lagen. In der Folge kündigte der wichtigste Anbieter solcher Kreditlinien seinen Rückzug aus diesem Geschäft an.

... und wegen Aufhebung von Backup-Bankfazilitäten





Ironischerweise waren die Standby-Fazilitäten in den siebziger Jahren geschaffen worden, um die Liquiditätsprobleme am CP-Markt, der zu Blockierungen neigte, zu beheben. Bis zum Jahr 2001 waren solche Auffangfazilitäten praktisch eine Voraussetzung für den CP-Absatz geworden. Ihre Aufhebung verstärkte daher den Liquiditätsengpass am Markt noch.

Einige Emittenten tauschen festen gegen variablen Zins

Einige Emittenten langfristiger Schuldtitel verschafften sich durch den Abschluss von Zinsswaps weiterhin eine kurzfristige Verzinsung und stützten hierdurch das anhaltende Wachstum des mittel- und langfristigen Segments dieses Marktes (Grafik VI.13). Die zusätzliche Nachfrage nach festverzinslichen Finanzierungen trug im ersten Quartal 2002 zu einer Verengung der Spreads von US-Dollar- und Euro-Swaps gegenüber Staatsanleihen bei. Der Marktanteil von Wirtschaftsunternehmen als Kontrahenten blieb allerdings vergleichsweise niedrig.

Auslandsfinanzierung aufstrebender Volkswirtschaften

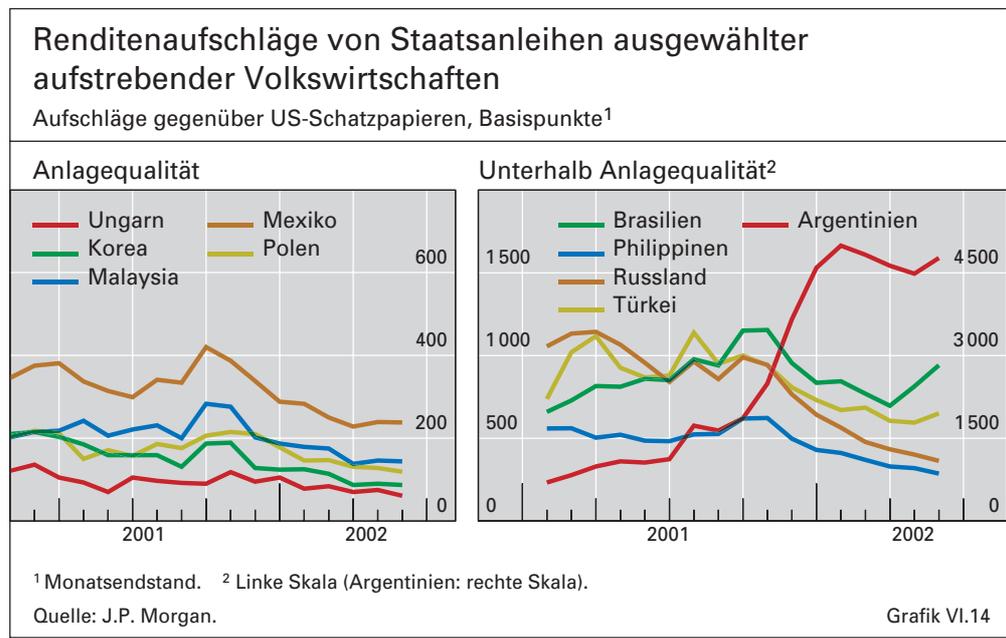
Die Widerstandsfähigkeit, die die großen Finanzmärkte während des Berichtszeitraums auszeichnete, war auch in den aufstrebenden Volkswirtschaften festzustellen. Trotz des weltweiten Abschwungs und der Turbulenzen in Argentinien und der Türkei herrschten für die meisten Schuldner günstige Bedingungen für Auslandsfinanzierungen; die Renditenaufschläge waren weiterhin stabil oder wurden sogar kleiner. Dennoch blieben die Finanzierungsströme in aufstrebende Volkswirtschaften im Wesentlichen unverändert: Im Jahr 2001 erreichte der Nettoabsatz internationaler Schuldtitel von Emittenten aus den aufstrebenden Volkswirtschaften \$ 45 Mrd., was ungefähr dem durchschnittlichen Absatz der Jahre 1998–2000 entspricht, während die Tilgungen die Neukreditvergabe ausländischer Banken weiterhin überstiegen. Die Auslandskredite sanken daher um \$ 14 Mrd. Die Fremdkapitalströme waren

sowohl wegen des Rückzugs der Anleger aus den krisengeplagten Volkswirtschaften als auch wegen der schwachen Nachfrage nach Auslandsfinanzierungen in Asien und den Öl exportierenden Ländern rückläufig. Schuldner mit höherer Bonitätseinstufung, die am internationalen Anleihemarkt Mittel aufnehmen wollten, wurden bereitwillig bedient. Für Schuldner geringerer Bonität war der Zugang zu Auslandsfinanzierungen dagegen schwieriger.

Begrenzte Ansteckung trotz schwerer Krisen

Die Banken und die Anleger an den Anleihemärkten kürzten ihre Kreditvergabe an krisengeplagte Länder stark. Noch im Jahr 2000 waren türkische Schuldner, vor allem Banken, die größten Kreditnehmer aus den aufstrebenden Volkswirtschaften am Konsortialkreditmarkt gewesen, und der argentinische Staat war der größte Emittent am internationalen Anleihemarkt. Im Jahr 2001 schränkte sich der Marktzugang für beide Länder ein. Bis gegen Ende des Jahres waren die Renditenaufschläge auf türkische Schuldtitel sowohl hoch als auch volatil. Die Spreads auf argentinische Schuldtitel weiteten sich mehrmals stark aus, am stärksten im Juli nach einem Staatspapier-Tender, der wenig Anklang fand, sowie im November, als die Regierung die Umstrukturierung von Schuldtiteln in Inlandsbesitz ankündigte (Grafik VI.14). Gegen Ende des Jahres 2001 hatte die Türkei nach einer Umgestaltung ihres IWF-Beistandsabkommens wieder besseren Zugang zu den Märkten; Argentinien dagegen blieb von Finanzierungen sowohl des privaten wie auch des öffentlichen Sektors abgeschnitten. Die international tätigen Banken verringerten im Jahr 2001 ihre Auslandsforderungen an die Türkei um 24% und an Argentinien um 12%. Ein noch aufschlussreicherer Zeichen für die Bedrängnis Argentiniens war die massive Rückführung von Auslandsaktiva durch inländische Banken, die so ihren Bedarf an Liquidität in US-Dollar deckten. Von Ende 2000 bis Ende 2001 fielen die Einlagen argentinischer Banken bei Banken im Ausland von \$ 23 Mrd. auf \$ 6 Mrd.

Kredite für Türkei und Argentinien deutlich gekürzt



Auch für eine Reihe anderer Länder waren die Finanzierungsbedingungen während des Berichtszeitraums schwierig. Besonders anfällig waren Länder mit relativ hohen Schuldendienstverpflichtungen oder anderen binnenwirtschaftlichen Problemen. Die Ereignisse in Argentinien erhöhten den wirtschaftlichen und finanziellen Druck auf Uruguay und brachten das Land um den begehrten Anlagequalitätsstatus. Die Renditenaufschläge für Schuldtitel Venezuelas weiteten sich aus, als die Anleger das Vertrauen in die Wirtschaftspolitik des Landes verloren. Als im Februar 2002 der Wechselkurs des Bolívar freigegeben wurde, verengten sie sich wieder.

Begrenzte
Ansteckung im
Juli und im
September ...

Ansteckungseffekte waren von kurzer Dauer und meist von begrenztem Umfang. Nach dem erfolglosen Tender in Argentinien wurden im Juli überraschend viele aufstrebende Volkswirtschaften, u.a. Brasilien und Südafrika, von Abgabedruck erfasst. Zudem führte die weltweite Flucht in hochwertige Anlageformen unmittelbar nach dem 11. September für viele Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften zu einem Anstieg der Renditenaufschläge. In beiden Fällen war die Neueinschätzung des Risikos aber nicht von Dauer, und die vorherigen Trends setzten sich rasch wieder durch, wobei die Anleger sorgfältig zwischen den einzelnen aufstrebenden Volkswirtschaften differenzierten. Beispielsweise hatten sich die Spreads auf brasilianische Anleihen bis Mitte Oktober von den argentinischen Spreads abgekoppelt. Dass sie sich im zweiten Quartal 2002 wieder ausweiteten, war hauptsächlich innenpolitischen Unsicherheiten zuzuschreiben.

... wird danach zum
Vorteil für andere
aufstrebende
Volkswirtschaften

Von der Zahlungsunfähigkeit Argentiniens am Ende des Jahres wurden andere aufstrebende Volkswirtschaften kaum unmittelbar in Mitleidenschaft gezogen. Wie in Kapitel V erläutert, wurde die Ansteckung auch dadurch begrenzt, dass sich die Krise nur langsam anbahnte, Anleger mit hohem Fremdfinanzierungsanteil sich aus aufstrebenden Volkswirtschaften zurückgezogen hatten und in vielen Ländern frei schwankende Wechselkurse eingeführt worden waren. Ferner sind die Verbindungen zwischen den einzelnen Finanzmärkten heutzutage nicht mehr so ausgeprägt, da es weniger „marktübergreifende“ Anleger gibt, d.h. Anleger, deren Portfolio zwar hauptsächlich aus Wertpapieren mit Anlagequalität besteht, aber auch einen kleinen Anteil von Schuldinstrumenten niedrigerer Bonität enthalten darf. Während solche Anleger dazu neigen, sich in Phasen hoher Volatilität aus der gesamten Anlageklasse zurückzuziehen, richten „spezialisierte“ Anleger, die ausschließlich Anlagen in aufstrebenden Volkswirtschaften halten, ihr Augenmerk auf die relative Kreditwürdigkeit der Länder. Der Wechsel der „spezialisierten“ Anleger von argentinischen Aktiva zu Titeln anderer aufstrebender Volkswirtschaften erklärt zum Teil, warum sich die Renditenaufschläge auf brasilianische und mexikanische Schuldtitel verringerten, während die argentinischen Spreads hochschnellten.

Anleger in Anleihen rascher wieder am Markt als Schuldner

Freundlichere
Aufnahme für
Schuldner mit
günstigen
Fundamental-
daten ...

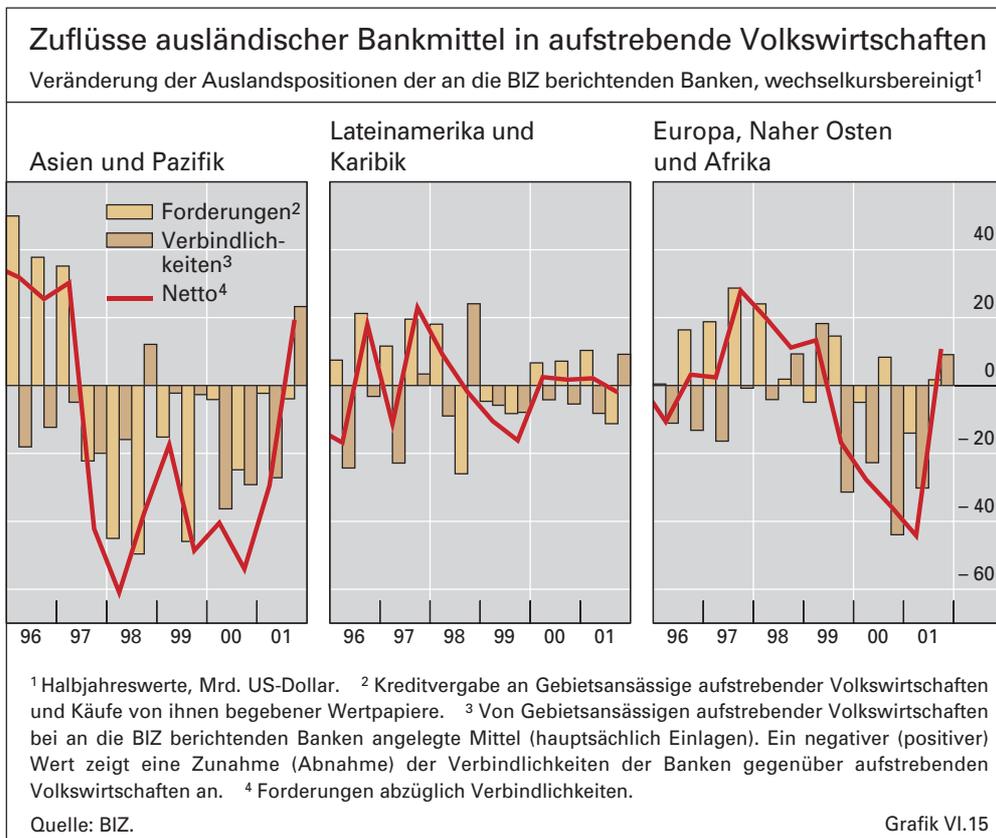
Im Gegensatz zu der Situation in Krisenländern nahmen die Anleger Schuldtitel von Emittenten mit hoher oder sich verbessernder Bonität fast während des ganzen Berichtszeitraums freundlich auf. Die Renditenaufschläge für Emittenten mit Anlagequalität, wie etwa Korea, Malaysia und Mexiko, blieben im Jahr 2001 und zu Beginn des Jahres 2002 stabil bzw. verengten sich sogar

(Grafik VI.14). Im internationalen Bankgeschäft löste Mexiko 2001 die Türkei als größten Bankkreditnehmer unter den aufstrebenden Volkswirtschaften ab. Einige Schuldner mit niedrigerer Bonitätseinstufung, deren Fundamentaldaten sich aber verbesserten, z.B. die Philippinen und Russland, erhielten wieder leichteren Zugang zu den internationalen Schuldtitelmärkten. Die ausstehenden Auslandsforderungen der Banken an russische Kreditnehmer stiegen im zweiten Halbjahr 2001 um 7%, nachdem sie in den drei Jahren nach dem Schuldenmoratorium vom August 1998 um 40% zurückgegangen waren. Des Weiteren legten mehrere Länder, u.a. die Dominikanische Republik, Ägypten und Peru, erstmals seit Jahrzehnten oder sogar erstmals überhaupt Staatsanleihen am internationalen Markt auf.

Polen, Ungarn und andere EU-Beitrittskandidaten profitierten weiterhin von beträchtlichen Mittelzuflüssen an die inländischen Anleihemärkte. Anscheinend erwarten die Anleger, dass sich die Anleiherenditen in diesen Ländern denen im Euro-Raum annähern werden, ähnlich wie sich die Renditen im gesamten Euro-Raum in der Phase vor der Währungsunion den Renditen in Deutschland angenähert hatten.

Trotz der stabilen oder besser werdenden Bedingungen für Auslandsfinanzierungen hatten viele aufstrebende Volkswirtschaften nur begrenzten Bedarf an Auslandsmitteln. Insbesondere die ostasiatischen und die Öl exportierenden Länder erzielten weiterhin hohe Leistungsbilanzüberschüsse. Die Leistungsbilanzsituation dieser Länder dürfte sich im Jahr 2002 verschlechtern, was wahrscheinlich ihren Bedarf an Auslandsmitteln auf kurze Sicht steigen lassen wird (Kapitel III). Anzeichen einer Verschlechterung

... aber gedämpfte Nachfrage nach Auslandsfinanzierungen



wurden bereits im zweiten Halbjahr 2001 sichtbar. Während die aufstrebenden Volkswirtschaften, vor allem die asiatischen Volkswirtschaften und die OPEC-Länder, ihre Bankeinlagen im Ausland von Mitte 1999 bis Mitte 2001 noch um \$ 249 Mrd. erhöht hatten, zogen sie im zweiten Halbjahr 2001 \$ 42 Mrd. ab (Grafik VI.15).

Die Nachfrage nach Auslandsmitteln wurde zunächst auch durch erweiterte Möglichkeiten zur Mittelaufnahme im Inland gebremst. In Mexiko verlängerte sich die Peso-Renditenstrukturkurve an einem zunehmend liquiden Anleihemarkt auf zehn Jahre, und ein Teil der US-Dollar-Staatsschuld wurde daher am Inlandsmarkt refinanziert. In Asien wurden Schuldtitel in Landeswährung aufgrund niedriger inländischer Zinssätze und flexibler Wechselkurse attraktiver als Schuldtitel in Fremdwährung. Gegen Ende 2001 allerdings begann sich nach dem kräftigen Rückgang der kurzfristigen US-Dollar-Zinssätze die Lage zu verändern, und die Forderungen ausländischer Banken an Südostasien erhöhten sich erstmals seit Ausbruch der Finanzkrise in Asien Mitte 1997. Angelockt durch zweistellige Renditen an den inländischen Aktienmärkten, erhöhten sich zudem die Portfoliozuflüsse (Kapitel III).

Mögliche Schwachstellen der Finanzmärkte

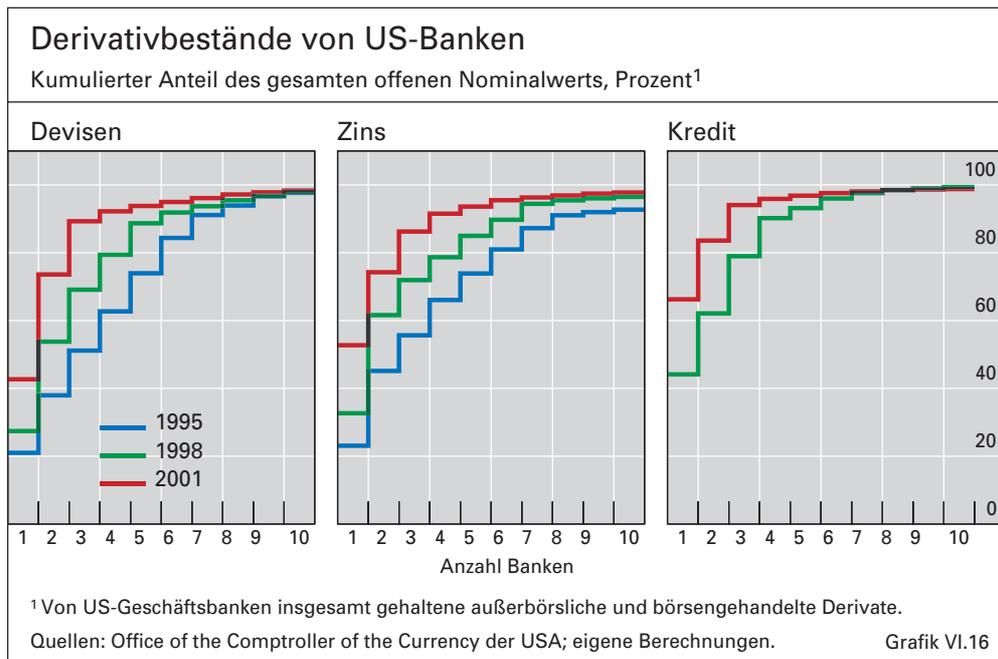
Trotz Widerstandsfähigkeit der Märkte bleiben Schwachstellen

Auch wenn die Finanzmärkte eine Reihe von Prüfungen im Berichtszeitraum unbeschadet überstanden, als viele erwartet hatten, bleiben doch Schwächen bestehen. Einige dieser Schwachstellen sind konjunktureller Natur. Wie bereits erörtert, sind die Aktienbewertungen nach wie vor außergewöhnlich hoch, und der Kapitalmarktzugang von Schuldnern geringerer Bonität – darunter einige aufstrebende Volkswirtschaften – bleibt ungewiss. Andere Schwachstellen haben dagegen eher strukturellen Charakter. Mit dem hohen Konzentrationsgrad in einigen Marktsegmenten wächst das Systemrisiko. Zudem schrecken fundamentale Schwächen im Prozess der Informationsaufbereitung die Anleger, die sich auf die Qualität der Daten verlassen, ab und verzerren potenziell die Marktpreise, was wiederum zu einer Fehlallokation von Kapital führt.

Konzentrationsrisiken

Wegen hoher Konzentration an außerbörslichen Märkten ...

Infolge der zahlreichen Fusionen und Übernahmen im Finanzdienstleistungssektor während der vergangenen zehn Jahre hat sich die Konzentration an den Finanzmärkten tendenziell erhöht. Geografisch sind die Märkte bereits seit langem konzentriert. Gemäß der letzten 3-jährlichen Zentralbankerhebung entfallen 47% des weltweiten Handels an den Devisenmärkten und 49% des außerbörslichen Derivatengeschäfts auf London und New York. In neuerer Zeit ist auch der Konzentrationsgrad bei den Finanzinstituten in einigen Marktsegmenten, besonders an den außerbörslichen Märkten, gestiegen. An den Devisenmärkten wurden im Jahr 2001 drei Viertel aller Fremdwährungsgeschäfte in London und New York von lediglich 30 Händlern getätigt, verglichen mit 40 Händlern 1995. Zudem hielten im Jahr 2001 drei Banken 89% des nominalen Umlaufs von Devisenderivaten, die in den Büchern von US-Banken standen; 1995 waren es erst 51% gewesen (Grafik VI.16). Am



US-Markt für Zinsderivate hielten die drei größten Banken Ende 2001 86% des gesamten ausstehenden Nominalwerts, verglichen mit 56% im Jahr 1995. Am US-Markt für Kreditderivate stieg der Anteil der drei führenden Banken von 79% im Jahr 1998 auf 94% 2001.

Neben vielen Vorteilen birgt eine Konsolidierung auch Risiken. Zu den wichtigsten Vorteilen zählt, dass größere Banken oft stärker diversifizierte Portfolios aufweisen und somit weniger anfällig gegenüber unternehmens-, sektor- bzw. regionsspezifischen Schocks sind. Dies mag zum Teil erklären, warum das US-Bankensystem trotz der vielen Zahlungsausfälle während des Jahres 2001 so stabil geblieben ist. Soweit eine Konsolidierung zu einer höheren Konzentration führt, kann sie allerdings auch nachteilige Auswirkungen auf das Funktionieren der Finanzmärkte haben. Bedenken bestehen z.B. hinsichtlich der Liquidität. So ist der Anstieg der Liquiditätsprämie, den Grafik VI.10 zeigt, zum Teil der Konsolidierung im Finanzsektor zuzuschreiben. Denn oftmals führen Fusionen zu einem Abzug von Risikokapital, das zuvor für das Marktmachergeschäft zur Verfügung stand. Überdies kann die Konsolidierung die Handelskosten erhöhen, da sie die Diversifizierung des Adressenausfallrisikos erschwert. So wird es z.B. für Händler zunehmend schwierig, für Kundenaufträge Gegenpositionen am Händlermarkt einzugehen, da die Anzahl der aktiven Marktmacher abnimmt. Dadurch wird auch die Liquidität, die die Händler ihren Kunden anbieten können, beeinträchtigt.

Ein weiterer Anlass zur Sorge im Zusammenhang mit der Konzentration ist die Anfälligkeit der Märkte gegenüber händlerspezifischen Risiken. An Märkten mit einer starken Geschäftskonzentration können Entwicklungen bei einem einzigen Händler marktweite Auswirkungen haben. Der Zusammenbruch von Drexel Burnham Lambert im Jahr 1990 und das nachfolgende Schrumpfen des US-Marktes für Hochzinsanleihen, auf dem Drexel der führende Händler gewesen war, verdeutlichen diese Dynamik. Die Anfälligkeit der

... können Probleme eines einzelnen Händlers marktweite Auswirkungen haben

Märkte gegenüber diesen Risiken wird noch dadurch verstärkt, dass sich die Bonität der größten Marktmacher im Laufe der Jahre nicht verbessert hat. 1994 hatte der führende Händler am weltweiten Markt für Zinsswaps ein AAA-Rating. Bis Anfang 2002 war sein Rating um drei Bonitätsgrade zurückgestuft worden, sodass es am unteren Rand der Klasse AA lag; der Händler war aber immer noch Marktführer. Ironischerweise ist es den Tochtergesellschaften mit AAA-Rating, die von den Wertpapierhäusern in den frühen neunziger Jahren gegründet worden waren, nicht gelungen, einen nennenswerten Anteil am Derivatgeschäft zu erobern.

Die Märkte haben unterschiedliche Wege gefunden, um die Konzentrationsrisiken zu mindern. Schuldner an den höchstentwickelten Märkten haben Zugang zu einer breiten Palette von Finanzierungsoptionen, von Risikokapital bis zu forderungsunterlegtem Commercial Paper, und irgendein Markt steht ihnen meist offen, auch wenn der Zugang zu anderen versperrt ist. In traditionell von Banken bzw. Händlern dominierten Marktsegmenten werden zunehmend neue Teilnehmer aktiv, z.B. Versicherungen und Investmentfonds. Zudem werden vermehrt Absicherungen und tägliche Abwicklung eingesetzt, um die Ausfallrisiken an außerbörslichen Märkten zu begrenzen. Interessanterweise wuchsen im Jahr 2001 die Märkte für börsengehandelte Derivate stärker als die außerbörslichen Märkte, während die Entwicklung fast das ganze letzte Jahrzehnt noch genau umgekehrt verlaufen war.

Problem der Informationsqualität

Anfällig sind die Märkte auch dadurch geworden, dass die Anleger weniger Vertrauen in die Qualität der Informationen haben, die sie über ein Unternehmen erhalten. Zuverlässige Informationen über die Lage und die Aussichten der einzelnen Unternehmen gelten als das Lebenselixier der Märkte. Indem die Märkte diese Informationen in die Preisbildung von Vermögenswerten einfließen lassen, senden sie Signale aus, die die Kapitalallokation in der Weltwirtschaft lenken. Zwar stellen die Unternehmen selbst die Basisdaten zur Verfügung, doch stützen sich die modernen Märkte auf ein System wechselseitiger Kontrollen – unter Einbeziehung von unabhängigen Wirtschaftsprüfern, Aktienanalysten und anderen Akteuren –, um die Informationsqualität sicherzustellen und zu verbessern. Der Fall Enron ist lediglich eine besonders drastische Offenbarung eines Zeitgeistes, der zu einer allmählichen Schwächung der Mechanismen für die Bereitstellung der erforderlichen Informationen geführt hat.

Selbst unter günstigen Bedingungen birgt die Bereitstellung von hochwertigen Informationen ein fundamentales Dilemma. Die Aufbereitung der Daten ist nämlich kostspielig, aber es ist schwierig, diese Kosten auf die Anleger zu überwälzen, da zahlungsunwillige Anleger von den Gewinnen nicht ausgeschlossen werden können. Deswegen haben die modernen Finanzsysteme Lösungen entwickelt, die die Kosten auf indirekten Wegen weitergeben. Insbesondere unabhängige Wirtschaftsprüfer attestieren zwar die Zuverlässigkeit der Finanzausweise von Unternehmen, doch ist es das Unternehmen selbst, das für die Wirtschaftsprüfung bezahlt. Gleichmaßen werden die Ertragsdaten eines Unternehmens zwar durch Aktienanalysten

Zuverlässige
Informationen
Lebenselixier der
Märkte

Informationskosten
nicht ohne weiteres
auf Anleger
überwältigbar

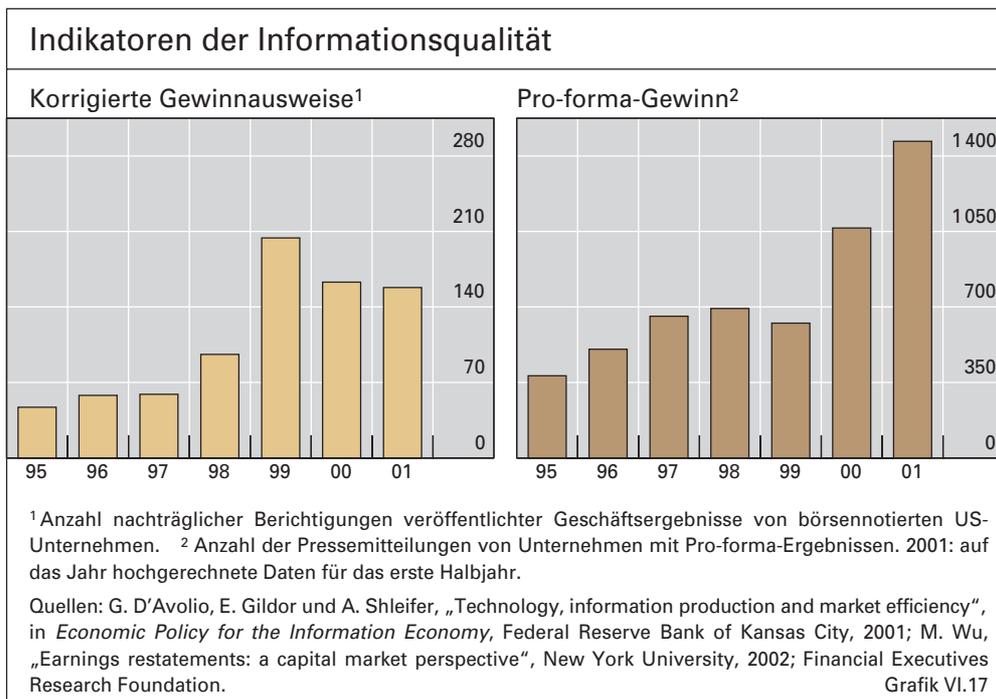
interpretiert, doch hat das Wertpapierhaus, das die Analyse finanziert, oftmals noch andere Geschäftsbeziehungen zum Unternehmen. Obwohl Interessenkonflikte unter diesen Umständen nur schwer zu vermeiden sind, scheinen diese Praktiken in der Vergangenheit dennoch einigermaßen gut funktioniert zu haben. Wirtschaftsprüfer und Aktienanalysten maßen ihrem Ansehen offensichtlich ausreichende Bedeutung bei, um ihre Aufgabe bei der Bereitstellung hochwertiger Informationen ernst zu nehmen.

Der von den Technologiewerten angeführte Börsenboom Ende der neunziger Jahre verzerrte die Anreize, zuverlässige Informationen bereitzustellen. Neu am Aktienmarkt notierte Technologieunternehmen folgten einem Unternehmensmodell, das hohe Ausgaben für Forschung und Entwicklung vorsah, niedrige laufende Betriebsgewinne generierte und im Wesentlichen durch Emission von Aktien flüssige Mittel beschaffte, die Gehälter der Unternehmensleitung und der Mitarbeiter bezahlte und die Übernahme anderer Unternehmen finanzierte. Für einige Unternehmen war ein hoher Aktienkurs derart überlebenswichtig, dass der Anreiz, Informationen entsprechend „zurechtzubiegen“, oftmals größer war als die Sorge um die künftige Reputation. Für viele andere Unternehmen waren die Aktienkurse von ähnlich kritischer Bedeutung, da sie einen Teil der Gehälter in Aktienoptionen entrichteten, was die Geschäftsleitung veranlasste, ein zu starkes Gewicht auf die kurzfristige Stützung der Aktienkurse zu legen.

Dementsprechend hatten die Unternehmen einen Anreiz, Finanzausweise vorzulegen, die zu gesteigerten Erwartungen bezüglich des Gewinnwachstums führten. Insbesondere US-Unternehmen konnten Rechnungslegungsvorschriften ausnutzen, die es ihnen gestatteten, vertraglich vereinbarte zukünftige Umsätze als laufende Einnahmen zu verbuchen, als Gehaltsbestandteil abgegebene Aktienoptionen lediglich für Steuerzwecke als Aufwand zu werten

Hohe Aktienkurse von so großer Bedeutung ...

... dass Anreiz für Bilanzkosmetik entstand ...



und bei ihren Pensionsverbindlichkeiten von optimistischen Annahmen auszugehen. Viele Unternehmen dehnten die Rechnungslegungsvorschriften bis an die Grenze des Erlaubten, und immer häufiger wurde die Grenze auch überschritten. Infolgedessen mussten immer mehr US-Unternehmen ihre Ertragsausweise korrigieren (Grafik VI.17), und die Anleger erlitten dabei schwere Verluste. Wenn auch mit einer besonders „kreativen“ Rechnungslegung nicht das gewünschte Ergebnis vorgewiesen werden konnte, erstellten die Unternehmen immer öfter Pro-forma-Ausweise, d.h. ergänzende Finanz-ausweise, die schlechte Nachrichten ausklammerten und die Unternehmensentwicklung im bestmöglichen Licht darstellten. Während die Anzahl der revidierten Gewinnausweise ihren Höchststand bereits 1999 erreichte, nahm die Erstellung von Pro-forma-Ausweisen bis 2001 weiter zu.

... sowie für
Mitwirkung von
Wirtschafts-
prüfern und
Aktienanalysten

Wirtschaftsprüfungsgesellschaften und Aktienanalysten fanden sich zunehmend in der gleichen Interessenlage wie die Unternehmen, die ihre Ertragsausweise schönerten. Im Falle der Wirtschaftsprüfer sorgten Beratungsverträge und die Vergabe anderer Dienstleistungsaufträge, die sich lukrativer als die Wirtschaftsprüfung gestalteten, für die notwendigen Anreize. Einige Hinweise sprechen dafür, dass die Unternehmen umso kreativer in ihren Rechnungslegungsmethoden wurden, je mehr sie einem Wirtschaftsprüfer für Dienstleistungen zahlten, die außerhalb der Prüfungstätigkeit lagen. Für die Aktienanalysten lag der Anreiz darin, dass sie finanziell von den Emissionsgeschäften profitierten, zu deren Erfolg sie selbst beitrugen. Analysten in großen Wertpapierhäusern befassten sich oft ausschließlich mit Aktien, die Emissionsmandate abzuwerfen versprochen. Für diese Aktien wurden dann ausnahmslos Kaufempfehlungen abgegeben. Während des Booms am Aktienmarkt erhöhten die Analysten mit ihrer schier unheimlichen Fähigkeit, die ausgewiesenen Gewinne genau vorherzusagen, offenbar ihre Glaubwürdigkeit bei den Anlegern. Und kaum jemand hegte den Verdacht, dass diese scheinbaren Vorahnungen auf kreativ gestaltete Ertragsausweise der Unternehmen selbst zurückzuführen sein könnten.

Maßnahmen zur
Wiederherstellung
hochwertiger
Informationen ...

Der Fall Enron verlieh den Bemühungen zur Wiederherstellung der Qualität von Marktinformationen den größten Impuls. Diese Bemühungen umfassen sowohl Selbstregulierungsmechanismen des Marktes als auch neue Initiativen der Aufsichtsinstanzen. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft von Enron verlor ihre wichtigsten Kunden und kämpft derzeit mit einer Strafklage des US-Justizministeriums. Allgemeiner gilt, dass Unternehmen stärker darauf bedacht sind, ihre Wirtschaftsprüfer nicht für Beratungsaufträge in Anspruch zu nehmen. Einige große Wirtschaftsprüfungsgesellschaften haben zudem angekündigt, grundsätzlich nicht mehr ein und demselben Kunden sowohl Prüfungs- als auch Beratungsdienstleistungen anzubieten. Verschiedene Länder erwägen den Erlass von Vorschriften über einen regelmäßigen Wechsel des Wirtschaftsprüfers und eine Trennung von Prüfungs- und Beratungsmandaten. Das Ansehen der bei großen Wertpapierhäusern beschäftigten Aktienanalysten hat schwer gelitten, und institutionelle Anleger setzen jetzt mehr Mittel für eigene Analysen ein. Der New Yorker Generalstaatsanwalt hat ferner ein großes Wertpapierhaus dazu gezwungen, die Analystenvergütungen nicht mehr an sein Emissionsgeschäft zu knüpfen.

Andere Wertpapierhäuser haben eigene entsprechende Maßnahmen angekündigt.

Es bleibt abzuwarten, ob die bisherigen Anstrengungen ausreichen werden, um das Vertrauen der Anleger vollständig zurückzugewinnen und die Verzerrungen, die der nächste Boom am Aktienmarkt zweifellos mit sich bringen wird, zu verkraften. Die meisten dieser Maßnahmen sind darauf ausgelegt, die Interessenkonflikte bei den bestehenden Mechanismen der Kostenverteilung für Informationen zu mindern. Die Anleger sind jedoch offenbar durch die jüngsten Enthüllungen so beunruhigt, dass sie die Messlatte für die erwartete Informationsqualität höher gelegt haben. Diese Haltung der Marktteilnehmer ist eine wertvolle Chance, weitere Ansätze zur Verstärkung der Anreize für die Bereitstellung hochwertiger Informationen zu entwickeln und dann auch umzusetzen.

... aber Anleger
haben Messlatte
höher gelegt