

## 1. Überblick: Transparenzbedenken trüben Optimismus an den Märkten

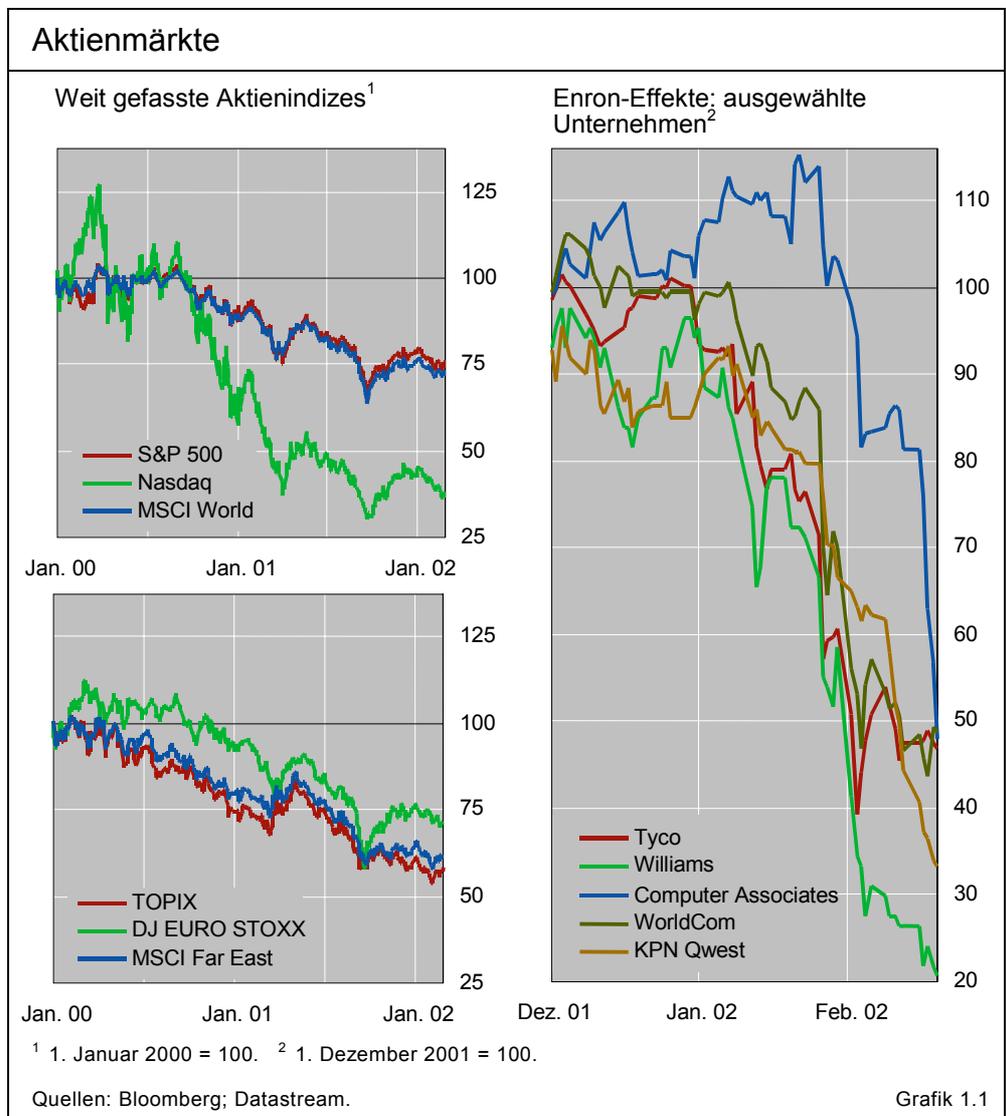
Gegen Ende des Jahres 2001 beendeten Anleger weltweit die Flucht in Qualität und Sicherheit, die im Sommer begonnen hatte, und gingen Positionen in Erwartung einer unmittelbar bevorstehenden konjunkturellen Erholung ein. Im *BIZ-Quartalsbericht* vom Dezember 2001 wurde auf die Stabilität der Märkte nach den Terroranschlägen vom 11. September hingewiesen. In den darauf folgenden Wochen verwandelte sich die Stabilität in Optimismus, und gegen Ende des Jahres erholten sich viele der wichtigsten Aktienmärkte trotz niedriger Ertragszahlen und der Zahlungsunfähigkeit mehrerer bekannter Unternehmen. Anfang November breitete sich an den Märkten für festverzinsliche Instrumente eine ähnlich positive Stimmung aus, was zu engeren Kreditzinsspannen bei Unternehmen und steileren Renditenstrukturkurven an den US-Dollar- und Euro-Märkten führte. In den aufstrebenden Volkswirtschaften entwickelten sich die Aktien- und Fremdkapitalmärkte ebenfalls dynamisch, wobei die Anleger von den Problemen in Argentinien unbeeindruckt blieben.

Anfang Januar 2002 war bei den Aktien- und Anleihekursen in den meisten Ländern die Erwartung eines recht starken Aufschwungs zur Mitte des Jahres erkennbar. Ermutigt wurden die Anleger durch die Lockerungen der Geldpolitik seitens der Federal Reserve und der EZB, durch Wirtschaftsindikatoren, die auf eine Besserung hoffen liessen oder sich zumindest nicht weiter verschlechtert hatten, und durch die unerwartet schnellen Fortschritte der von den USA geführten Militäroffensive in Afghanistan. Von den Industrieländern teilte nur Japan den allgemeinen positiven Stimmungsumschwung nicht. In den ersten beiden Monaten des Jahres 2002 standen die Anleger den Aussichten auf eine nennenswerte Umstrukturierung im Finanzsektor und ein baldiges Ende der Rezession in Japan zunehmend skeptisch gegenüber.

Ende Januar und Anfang Februar erschütterte eine Welle von Enthüllungen über die Umstände des Konkurses eines grossen US-Unternehmens das Vertrauen der Marktteilnehmer. Aufgrund wachsender Bedenken bezüglich der Verlässlichkeit der Unternehmen bei der Offenlegung ihrer Ertrags- und Schuldenlage gingen an den globalen Märkten beträchtliche Gewinne verloren. Als

Einzelheiten über die „kreativen“ Rechnungslegungspraktiken und die mangelhafte interne Managementstruktur bekannt wurden, zweifelten die Marktteilnehmer zunehmend an der Integrität der Informationen, auf die sich die Finanzmärkte stützen. Aktien und Schuldtitel von Unternehmen mit hohem Fremdfinanzierungsanteil oder vergleichsweise mangelhafter Transparenz bei ihren Jahresabschlüssen wurden von den Anlegern gemieden.

In der ersten Märzwoche 2002 gab es Anzeichen für einen erneuten Optimismus, der sich sogar auf Japan erstreckte. In den USA und in Europa richteten die Marktteilnehmer ihre Aufmerksamkeit auf die überraschend stark revidierten US-BIP-Zahlen für das vierte Quartal, die auf einen baldigen Aufschwung schliessen liessen. In Japan wurde die Tatsache, dass der Konkurs des Bauunternehmens Sato Kogyo hingenommen wurde, als Zeichen für einen gesunden Neubeginn bei der Unternehmenssanierung gesehen, was dem Aktienmarkt Auftrieb gab.

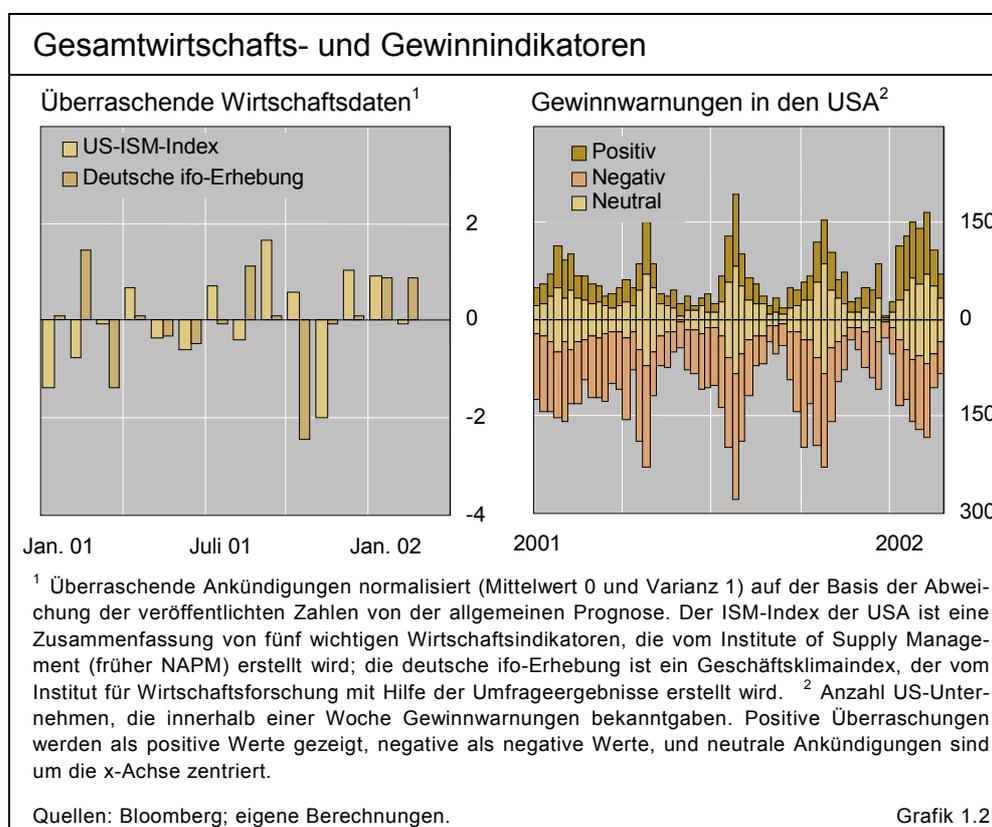


Verglichen mit dem dritten Quartal erholte sich der Absatz von internationalen Aktien und Schuldtiteln im vierten, auch wenn das Gesamtgeschäft 2001 deutlich niedriger war als im Jahr zuvor. Grosse Unternehmen ersetzten weiterhin kurzfristige Kredite durch längerfristige Obligationen und sicherten sich damit eine stabile Finanzierung, wenn auch zu einem höheren Preis. Einige Emittenten, deren Bonität gerade erst zurückgestuft worden war, fanden den Zugang zum Markt für Commercial Paper (CP) schwierig und nahmen stattdessen den Anleihemarkt in Anspruch. Trotz der Krise in Argentinien hatten Emittenten des öffentlichen und des privaten Sektors in den aufstrebenden Volkswirtschaften Zugang zu den internationalen Märkten für Wertpapiere und Konsortialkredite; das Volumen der Kapitalströme blieb allerdings aufgrund der schwachen Weltwirtschaftslage begrenzt.

## Anhaltende Erholung an den Aktienmärkten

Aktienmärkte  
erholen sich ...

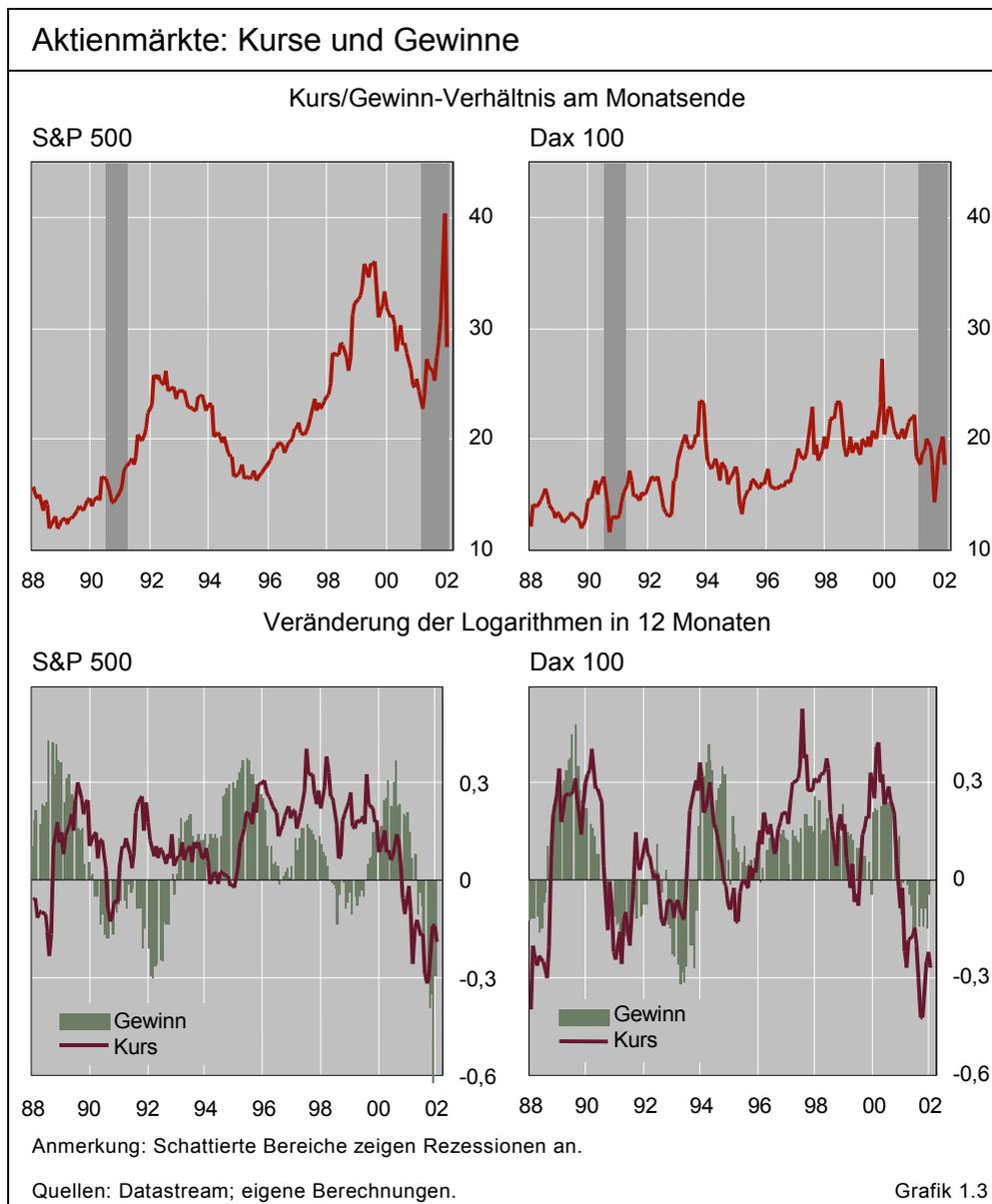
Der Kursanstieg an den Aktienmärkten, der Ende September 2001 einsetzte und bis Anfang Januar 2002 anhielt, war der längste durchgehende Anstieg seit April 2000 (Grafik 1.1). Die Terroranschläge vom 11. September hatten sich ereignet, als bereits eine Reihe ungünstiger Wirtschaftsindikatoren weltweit einen Einbruch an den Aktienmärkten ausgelöst hatte. Nachdem die Aktienkurse in den zwei Wochen nach den Anschlägen stark gefallen waren, hatten sie bis Mitte Oktober wieder ihren vorherigen Stand erreicht. Verglichen mit ihren Tiefstwerten von Ende September waren der Nasdaq Composite bis



Mitte November um 33,5%, der S&P 500 um 18,3% und der MSCI World Index um 18,1% gestiegen.

Diese Kursgewinne an den Aktienmärkten konnten erreicht werden, obwohl die traditionellen Indikatoren enttäuschende Nachrichten über die Weltwirtschaft enthielten. Der Anfang November veröffentlichte Bericht über die Beschäftigungssituation in den USA (ohne Agrarsektor) meldete z.B. eine Einbusse von 415 000 Stellen im Oktober, und aus der ISM-Studie für denselben Monat ging ein ungewöhnlich niedriger Wert von 39,8 hervor (Grafik 1.2). Im November bestätigte das National Bureau of Economic Research die seit März andauernde Rezession der US-Wirtschaft. Angesichts der Tatsache, dass die zehn Rezessionen der USA im Zeitraum 1945 bis 1991 im Durchschnitt zehn Monate dauerten, sahen die Marktteilnehmer in dieser Bestätigung anscheinend einen weiteren Beweis dafür, dass die Wirtschaft das Ende der Talfahrt erreicht hatte und eine unmittelbare Erholung bevorstand.

... trotz anfänglich enttäuschender Wirtschaftsnachrichten ...



... und werden  
danach von erfreu-  
licheren Daten  
gestützt

Im weiteren Verlauf des vierten Quartals wuchs die Zuversicht der Anleger, dass die Zinssenkungen der Federal Reserve, der EZB und anderer Zentralbanken sowie die expansive Finanzpolitik der USA einen raschen Aufschwung gewährleisten würden. In den zwei Monaten nach den Anschlägen hatte gerade die Federal Reserve ihren Leitzinssatz in drei Schritten um insgesamt 150 Basispunkte gesenkt. Erhärtet wurde diese Ansicht offenbar durch die überraschend positiven gesamtwirtschaftlichen Zahlen in den USA und Europa, die im November und Dezember veröffentlicht wurden, und die vorläufigen Schätzungen, dass das US-BIP im vierten Quartal gewachsen sei, wenn auch nur in sehr geringem Masse. Gewinnmeldungen von Unternehmen waren ebenfalls ein Grund für diesen Stimmungswechsel. Im Gegensatz zu 2001, als die bekannt gegebenen Gewinne zumeist unter den Erwartungen lagen, hielten sich Ende 2001 und Anfang 2002 die positiven und negativen Überraschungen bei den Gewinnen in etwa die Waage.

Hohe Kurs/Gewinn-  
Verhältnisse ...

Eine Besonderheit am US-Markt waren die ungewöhnlich hohen Werte der Kurs/Gewinn-Verhältnisse. Anfang Januar 2002 lag das Kurs/Gewinn-Verhältnis der Werte des S&P 500 kurzzeitig über dem Stand, den es auf dem Höhepunkt des starken Aktienkursanstiegs im April 2000 erreicht hatte. An sich ist es nicht verwunderlich, dass Kurs/Gewinn-Verhältnisse, die auf nachlaufenden Erträgen basieren, gegen Ende einer Rezession steigen, da der Markt eine Gewinnsteigerung während des Aufschwungs vorwegnimmt. Doch selbst an diesem Standard gemessen, schienen die Verhältnisse Anfang 2002 ungewöhnlich hoch. In den letzten drei Monaten der US-Rezession von 1990/91 lag das Verhältnis z.B. nur bei 18 (Grafik 1.3).

... spiegeln ein-  
malige Abschrei-  
bungen und voraus-  
schauenden  
Optimismus wider

Im Gegensatz zu früheren Erfahrungen waren die höheren Kurs/Gewinn-Verhältnisse im vierten Quartal 2001 ungewöhnlich starken Gewinneinbußen und nicht steigenden Aktienkursen zuzuschreiben. Während der Rezession von 1990/91 gingen die Gewinne um etwa ein Drittel zurück; im Zeitraum Dezember 2000 bis Dezember 2001 fielen sie um 47%. Ein beträchtlicher Teil des starken Ertragrückgangs im vierten Quartal war auf „Sonderfaktoren“ wie Sanierungsaufwand und Abschreibungen auf Firmenwerte im Zusammenhang mit früheren Übernahmen zurückzuführen. Anders ausgedrückt: Die Kurs/Gewinn-Verhältnisse erhielten nicht nur durch die optimistische Stimmung Auftrieb, sondern auch durch die Bemühungen der Unternehmen, frühere unkluge Investitionen zu einem Zeitpunkt abzuschreiben, als sich die Aufmerksamkeit des Marktes vorrangig auf die Aussichten für die operativen Gewinne richtete. So deuteten die hohen Kurs/Gewinn-Verhältnisse auf zwei wesentliche Annahmen hin, die der Marktbewertung zugrunde liegen: erstens, dass sich die operativen Gewinne weitaus stärker erholen würden als bei vorangegangenen Konjunkturbelebungen, und zweitens, dass zukünftige Überbewertungen von Investitionen (die später Abschreibungen erfordern) weniger schwerwiegend sein würden.

## Enron erschüttert Vertrauen der Märkte

Die stärksten Negativeffekte auf die Aktienmärkte hatten im vierten Quartal die verschlechterte Finanzlage und der spätere Konkurs des Energiekonzerns Enron. Am 16. Oktober revidierte Enron seinen ausgewiesenen Nettoertrag von vier Jahren um insgesamt \$ 591 Mio. und verringerte sein Eigenkapital um \$ 1,2 Mrd., um den Verlusten bei Transaktionen mit verschiedenen nicht konsolidierten Tochtergesellschaften Rechnung zu tragen (s. Kasten auf S. 7). Auf diese Nachricht hin fielen der Nasdaq Composite um 4,4% und der S&P 500 um 1,9%. Am 29. Oktober, als bekannt wurde, dass Moody's Enrons Bonität auf Baa2 zurückgestuft hatte, verzeichneten die Märkte erneut einen starken Rückgang, wobei der Nasdaq Composite um 3,9% fiel und der S&P 500 um 2,4%. Dieses Rating beinhaltet allerdings eine Ausfallwahrscheinlichkeit von lediglich 0,16% innerhalb eines Jahres. In Wirklichkeit sollte Enron jedoch innerhalb eines guten Monats Konkurs anmelden.

Im Januar und Februar kam es nach der Veröffentlichung der Jahresabschlüsse verschiedener Unternehmen und von behördlichen Untersuchungsberichten marktweit zu starken Einbussen. Da diese Einbussen kurz nach Meldungen auftraten, dass Enrons Rechnungsprüfer Unterlagen vernichtet hatte, schienen sie die Bedenken über die Transparenz der Offenlegungen einzelner Firmen und Zweifel an der Zuverlässigkeit der Informationen, auf die sich die Finanzmärkte stützen, widerzuspiegeln. Für die Marktteilnehmer war einer der beunruhigendsten Aspekte im Fall Enron der Einsatz von Transaktionen mit nicht konsolidierten Tochtergesellschaften, die so strukturiert waren, dass positive Rechnungsabschlüsse entstanden. Stärker als der S&P-500-Markt litt der Nasdaq-Markt unter dem Bekanntwerden von Einzelheiten über die Art der Transaktionen – die sich anscheinend über vier Jahre erstreckt hatten – und unter Aussagen über die Rolle des Rechnungsprüfers. Offensichtlich glaubten die Anleger, dass Technologieunternehmen, aus denen sich der Nasdaq grösstenteils zusammensetzt, eher in der Lage seien, ihre ausgewiesenen Erträge – vor allem mittels der Bilanzierung von Übernahmen – zu manipulieren. Der Nasdaq Composite fiel denn auch am 29. Januar 2002 um 2,6%, als Fragen zur Rechnungslegung zahlreicher Firmen aufkamen. Dennoch wurden einige der stärksten Kurseinbrüche in diesen zwei Monaten von Unternehmen wie Tyco (diversifiziertes Konglomerat), Williams (Energie-Pipeline-Unternehmen) und WorldCom (globales Kommunikationsunternehmen) verzeichnet.

Märkte reagieren sensibel auf Nachrichten über Enron ...

... und Transparenzfragen

## Renditenstrukturkurven verdeutlichen Erwartung einer starken Konjunkturbelebung

Die optimistische Stimmung an den Aktienmärkten wurde an den Märkten für festverzinsliche Instrumente Anfang November letzten Jahres offenkundig, als die Renditenstrukturkurven in den USA und im Euro-Raum ungewöhnlich steil wurden. Von Anfang September bis Ende Oktober fielen die 3-Monats-Renditen für US-Dollar um 120 Basispunkte und die Renditen für 10-Jahres-Swaps

Steilere Dollar- und Euro-Renditenstrukturkurven deuten auf vorweggenommene Erholung ...

## Aufstieg und Fall von Enron – die Rolle von drei „Partnerships“

Drei Monate nach dem Konkurs von Enron ist immer noch unklar, wann und wie die unkorrekten Finanzausweise des US-Energiehandelsriesen zu Gewinnen und Verlusten führten. Die bisher umfassendsten Informationen sind dem „Powers-Report“ zu entnehmen, einem 203-seitigen Bericht eines Sonderausschusses des Enron-Verwaltungsrats. Gemäss diesem Bericht gründete Enron Gesellschaften, die mit Blick auf „vorteilhafte Ergebnisse in den Finanzausweisen und nicht etwa mit realen ökonomischen Zielsetzungen oder für den Risikotransfer“ strukturiert waren.<sup>①</sup> Die nachstehenden Erörterungen stützen sich weitgehend auf diesen Bericht, um diese Gesellschaften zu beschreiben, und beziehen weitere Informationen ein, um einige der Ereignisse, die zum Aufstieg und zum Fall von Enron führten, zu rekonstruieren.

### Drei Gesellschaften

Enron gründete im Wesentlichen drei „Partnerships“ (Kommanditgesellschaften) mit dem Ziel, ihre Finanzausweise zu verschönern (s. die zusammenfassende Tabelle unten). Die erste, Chewco, wurde im Dezember 1997 gegründet. Ihr Zweck war, eine kommerzielle Investition, die Joint Energy Development Investment (JEDI), aus der Bilanz von Enron herauszunehmen. Im Juni 1999 bildete Enron eine zweite solche Gesellschaft, die LJM1. Diese wurde für die Gründung einer Zweckgesellschaft – Swap Sub – eingesetzt, die wiederum als Kontrahent in Absicherungsgeschäften diente. Die Transaktionen bestanden aus Put-Optionen, mit denen die Investition von Enron in Rhythms, ein privater Internet-Dienstleistungsanbieter, geschützt werden sollte. Die letzte Gesellschaft, LJM2, wurde im Oktober 1999 geschaffen und für die Gründung von vier Zweckgesellschaften – den Raptors – eingesetzt, die als Kontrahenten in mehreren Absicherungsgeschäften auftraten. Mit diesen Transaktionen sollten verschiedene kommerzielle Investitionen abgesichert werden, darunter jene in TNPC, ein Stromlieferant.

Alle diese Gesellschaften wiesen die gleiche verhängnisvolle Schwäche auf: Keine von ihnen war wirklich unabhängig von Enron. Die Unabhängigkeit von Chewco sollte, aus der Perspektive der Rechnungslegung, dadurch sichergestellt werden, dass die aussenstehenden Teilhaber Kapital in Höhe von \$ 12 Mio. einschossen. Dieser Anteil wurde fast vollständig durch einen Bankkredit finanziert. Der Bankkredit wurde jedoch durch eine Bareinlage von \$ 6,6 Mrd. von Enron besichert, sodass das Risiko tatsächlich bei Enron verblieb. LJM1 und LJM2 wurden beide durch Enron gestützt, indem Enron ihnen eigene Aktien und Optionen auf ihre Aktien abgab. Die „Partnerships“ wiederum setzten die Aktien und Optionen für die Kapitalisierung von Swap Sub und den Raptors ein. Die finanzielle Überlebensfähigkeit dieser Zweckgesellschaften hing infolgedessen wesentlich davon ab, dass die Enron-Aktien ihren Wert behielten. Die Zweckgesellschaft, die Enron als Kontrahenten für die Absicherung ihrer Investition in TNPC einsetzte, wurde ihrerseits durch Optionsscheine auf TNPC gestützt: Damit war sie strukturell ausserstande, im Rahmen der Absicherung zu liefern. Was die Absicherungsgeschäfte von Swap Sub und den Raptors betrifft, tätigte Enron diese praktisch mit sich selbst.

### Drei „Partnerships“ und ihr Einfluss auf den ausgewiesenen Ertrag von Enron

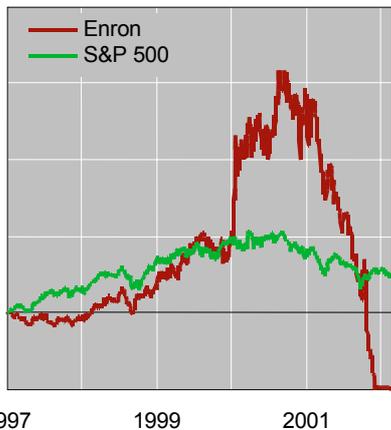
Gründung	„Partnership“/ Zweckgesellschaft(en)	Verbundene Investitionen	Kumulierte Überzeichnung des Ertrags
Dezember 1997	Chewco	JEDI	\$ 405 Mio.
Juni 1999	LJM1/Swap Sub	Rhythms	\$ 102 Mio.
Oktober 1999	LJM2/Raptors	TNPC und andere	\$ 1 077 Mio.

Quellen: Powers-Report; eigene Berechnungen.

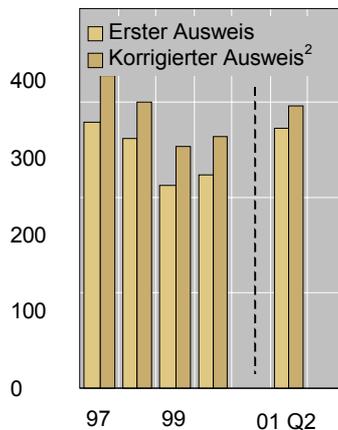
<sup>①</sup> S. *Report of investigation by the special investigative committee of the board of directors of Enron Corp* („Powers-Report“), 1. Februar 2002.

## Enron: Rechnungslegung und Aktienkurs

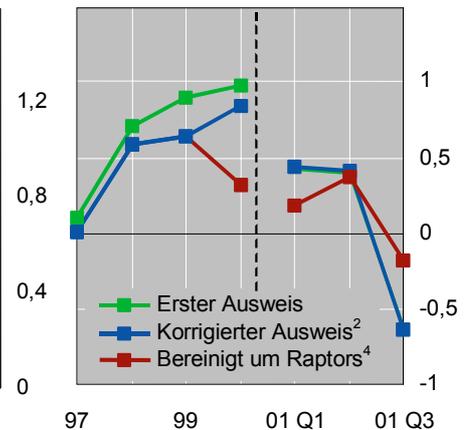
Aktienkurs<sup>1</sup>



Verschuldungsgrad



Reinertrag<sup>3</sup>



<sup>1</sup> 1. Januar 1997 = 100. <sup>2</sup> 8. November 2001. <sup>3</sup> Mrd. US-Dollar. <sup>4</sup> Gemäss Powers-Report, S. 133.

Quellen: Bloomberg; SEC-Dokumentation Enrons.

### Aufstieg

Anfänglich hatten die von den „Partnerships“ ausgewiesenen Ergebnisse offenbar keinen erkennbaren Einfluss auf den Kurs der Enron-Aktie. 1998 und 1999 konnte die Aktie nur mit Mühe mit dem US-Markt insgesamt mithalten (s. Grafik). Erst im Jahr 2000 begann der Kurs der Enron-Aktie steil anzusteigen. In den ersten drei Monaten jenes Jahres legte die Enron-Aktie 72% zu, der S&P-500-Index dagegen lediglich 3%. Dieser Kurs entsprach der Ertragslage, die das Unternehmen bis Ende 1999 auswies. Für 1999 wies es einen Anstieg des Nettoertrags um 27% aus. Dieser Anstieg war jedoch weitgehend auf die Rolle von Chewco und LJM1 zurückzuführen, die die Verluste bei den JEDI- und Rhythms-Investitionen kaschierten. Ohne dieses Frisieren der Rechnungslegung wäre der Ertrag um nur 9% gewachsen, ein Drittel des ausgewiesenen Wachstums. Ende 1999 wies das Unternehmen ferner zunächst Schulden in Höhe von \$ 8,1 Mrd. aus. Eine korrigierte Rechnungslegung ergab später eine Verschuldung von \$ 8,8 Mrd., und damit stieg der Verschuldungsgrad von 0,85 auf 1,01.

Auch als die Internet-Blase im April 2000 zu platzen begann, verzeichnete die Enron-Aktie immer noch eine eindrucksvolle Kursentwicklung. Im Juli gab Enron den Abschluss eines 20-Jahres-Geschäfts mit Blockbuster, einer grossen Videoverleihfirma bekannt, die einen Videodienst über Internet anbieten sollte. Im August erreichte die Enron-Aktie ihren Höchstkurs. Im ganzen Jahr 2000 betrug der Wertgewinn der Aktie 91%, während der S&P 500 9% einbüsste. Für 2000 meldete Enron zunächst einen Ertragszuwachs von 10%. Erneut wurden dabei die Verluste ausser Acht gelassen, die sich in den drei Gesellschaften anhäuferten. Dieses Mal entfiel der Hauptanteil der Verluste auf TNPC und die übrigen Investitionen, die angeblich über LJM2 und die damit verbundenen Raptors-Vehikel abgesichert waren.

### Fall

Im Jahr 2001 begann der Kurs der Enron-Aktie stark nachzugeben. Am Jahresanfang wurde mancherorts dem Energiehandelsunternehmen die Schuld an der Energiekrise in Kalifornien gegeben. Im März wurde das Videogeschäft mit Blockbuster abgebrochen. Als die Enron-Aktien immer mehr an Wert verloren, wurde zunehmend klar, dass die „Partnerships“ technisch nicht mehr überlebensfähig waren. Am 16. Oktober überraschte Enron die Anleger mit der Ankündigung einer Abschreibung nach Steuern von \$ 544 Mio. und einer Herabsetzung des Aktienkapitals um \$ 1,2 Mrd. Mit diesen Korrekturen wurden die durch LJM2 und die Raptors kaschierten Verluste offen ausgewiesen. Der Kurs der Enron-Aktie, der seit Jahresbeginn schon um 59% gesunken war, büsste in den folgenden drei Wochen weitere 72% ein. Am 8. November gab Enron bekannt, sie werde ihre Finanzausweise rückwirkend bis 1997 neu erstellen und dabei ihren Nettoertrag von vier Jahren um insgesamt \$ 591 Mio. verringern. Mit dieser Neuerstellung wurden die Verluste ausgewiesen, die durch Chewco und LJM1 verschleiert worden waren.

In den folgenden 15 Handelstagen fiel der Aktienkurs auf praktisch null. Am 9. November erklärte sich Enron zu ihrer Übernahme durch Dynegy, einen kleineren Konkurrenten, bereit. Am 20. November enthüllte Enron, dass ein Kredit von \$ 690 Mio. zur Tilgung fällig wurde. Am 28. November stufen sowohl Moody's als auch Standard & Poor's die Schuldtitel Enrons auf „Junk“-Status herab, und Dynegy trat von dem Übernahmege­schäft zurück. Am 2. Dezember meldete Enron Konkurs an.

um 75 Basispunkte (Grafik 1.4). Aufgrund der Senkungen des Tagesgeld-Zielsatzes durch die Federal Reserve am 6. November und am 11. Dezember gingen die kurzfristigen Renditen in den letzten beiden Monaten des Jahres weiter zurück. Im selben Zeitraum stiegen die Renditen für 2-jährige und längere Laufzeiten und erreichten wieder dieselben Werte wie vor dem 11. September. Gegen Ende des Jahres war die Differenz zwischen den 10-Jahres- und den 3-Monats-Renditen in US-Dollar so hoch wie zuletzt Anfang 1994, wobei die langfristigen Renditen selbst allerdings nahe bei ihren Tiefstwerten vom Herbst 1998 lagen (Grafik 1.5).

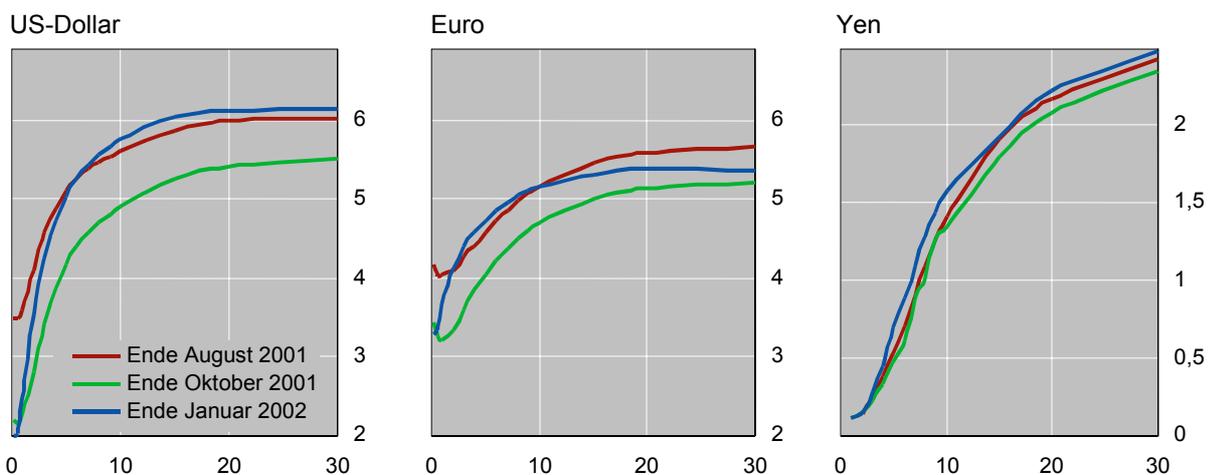
... und auf Ende des Zustroms in sichere Anlagen

Der Anstieg der langfristigen US-Renditen, der Anfang November begann, wurde durch positive Wirtschaftsindikatoren wie ein überraschend starkes Wachstum im Einzelhandel und rückläufige Leistungen der Arbeitslosenversicherungen ausgelöst. Die militärischen Erfolge der Anti-Taliban-Koalition in Afghanistan trugen zusätzlich zur Abkehr vom Streben nach sicheren Anlageformen bei und minderten die Angst vor einem langen und ungewissen Kampf.

Die Differenz zwischen den Renditen für Schatzanleihen mit 2-jähriger und mit 3-monatiger Laufzeit vergrößerte sich sprunghaft von 40-60 Basispunkten im Oktober auf etwa 140 Basispunkte im Dezember, was verdeutlichte, dass die Marktteilnehmer nun zu einem früheren Zeitpunkt mit einer Rückkehr zu einem restriktiveren geldpolitischen Kurs in den USA rechneten.

### Private Renditenstrukturkurven<sup>1</sup>

Prozent



<sup>1</sup> Laufzeiten 3 Monate, 6 Monate und 1 Jahr: Libor-Sätze; Laufzeiten 2-30 Jahre: Zinsswaps.

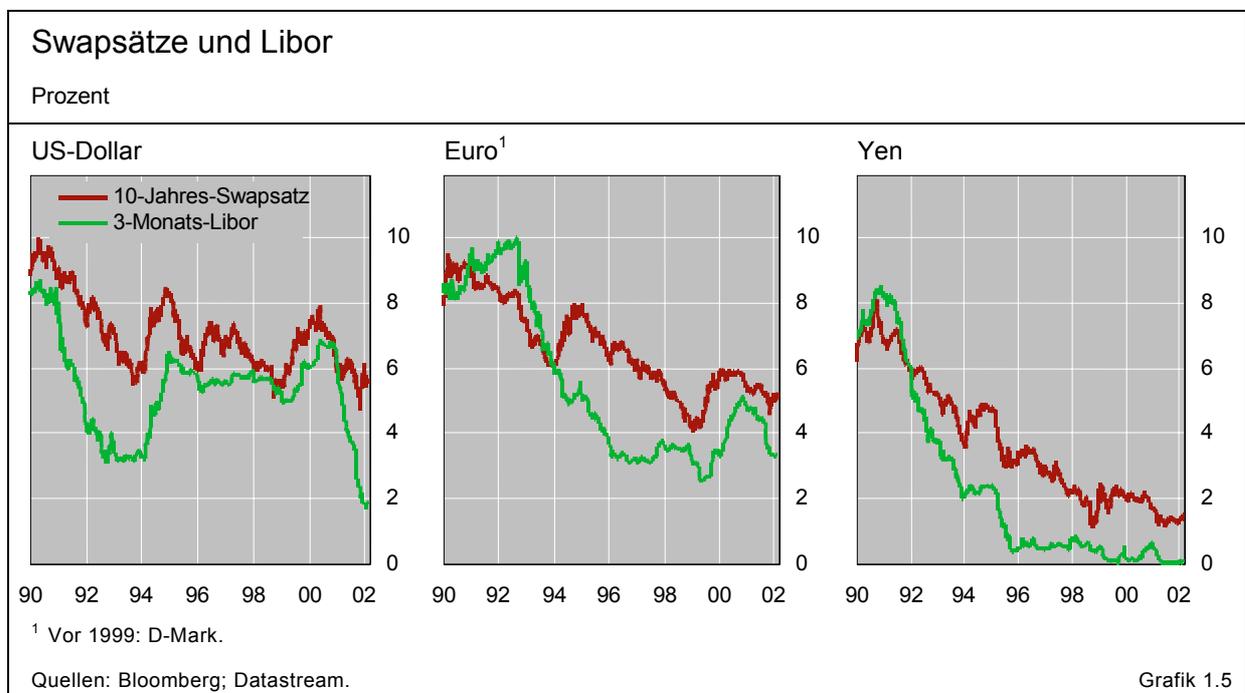
Quelle: Bloomberg.

Grafik 1.4

Der Anstieg der langfristigen Renditen von Staatsanleihen war möglicherweise auch auf eine expansivere Finanzpolitik zurückzuführen. Die Tatsache, dass die Swaprenditen im November und Dezember sogar noch mehr stiegen als die Renditen von Staatsanleihen, legt jedoch den Schluss nahe, dass fundamentale Faktoren als die Angebotskonditionen am Schatztitelmarkt der Hauptgrund für den Renditenanstieg Ende 2001 und Anfang 2002 waren. Das Verfahren, mit dem die Händler von hypothekarisch gesicherten Wertpapieren die Duration ihrer Portfolio-Absicherungspositionen an Veränderungen der Anleiherenditen anpassen, kann ebenfalls zu dem starken Anstieg der Anleiherenditen Ende 2001 beigetragen haben (s. „Märkte für derivative Instrumente“, S. 36).

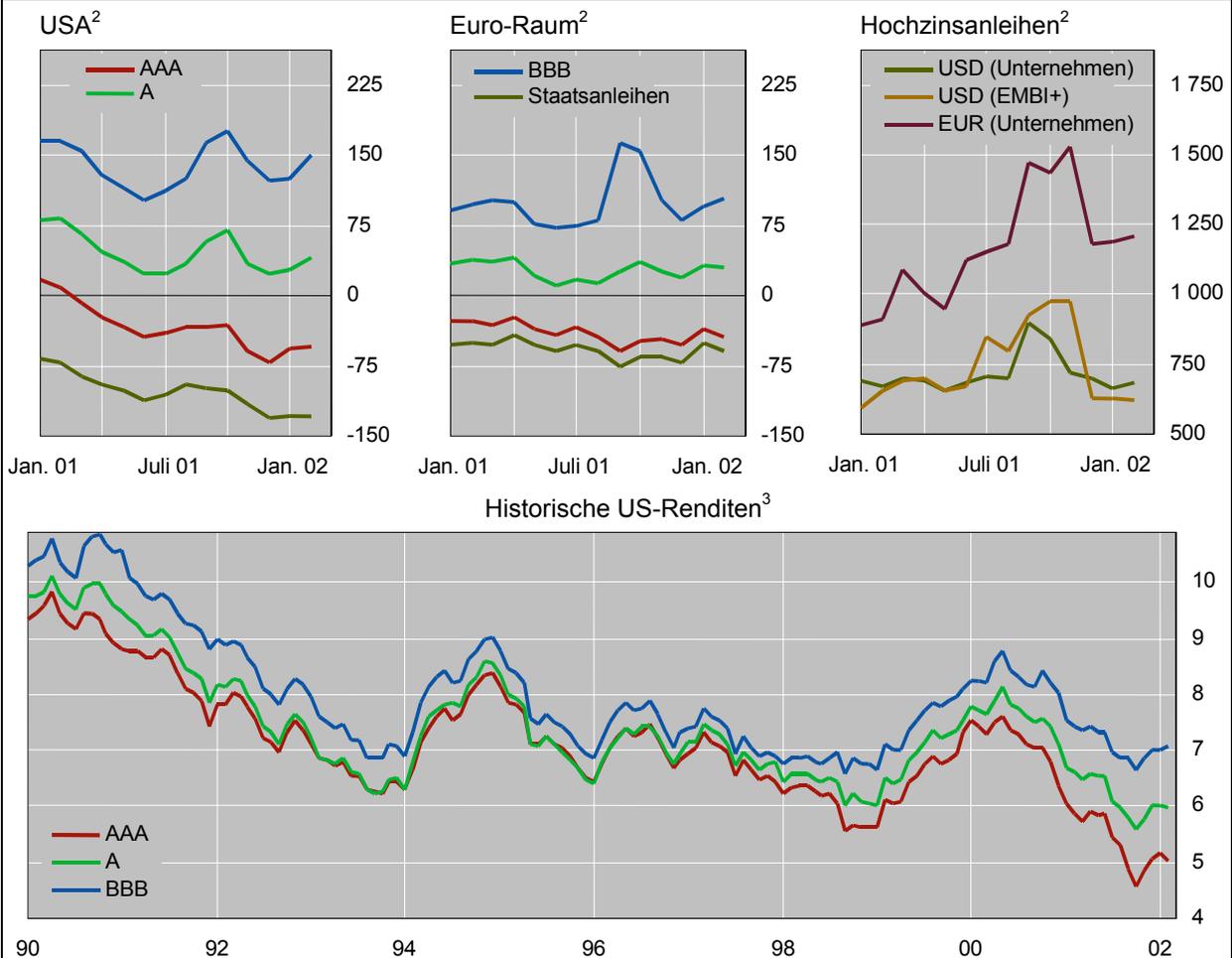
Ein Kursanstieg der 30-jährigen US-Schatzanleihe Ende Oktober erregte zwar kurzfristig Aufsehen, war aber tatsächlich ein weiteres Beispiel für die komplexe Rolle der Angebotsfaktoren im vierten Quartal. Die Renditen für 30-jährige Schatzanleihen fielen deutlich, als am 31. Oktober bekannt wurde, dass der Absatz dieses Instruments ausgesetzt würde. Diese Erholung führte jedoch nur dazu, dass die 30-Jahres-Rendite gleich starke Einbußen erlitt wie die 10-Jahres-Rendite nach dem 11. September. Infolgedessen erreichte die Spanne zwischen den 30-Jahres- und den 10-Jahres-Renditen wieder den Stand der ersten acht Monate 2001, nachdem sie sich Ende September beträchtlich vergrößert hatte, als die 10-Jahres-Renditen sanken, die 30-Jahres-Renditen hingegen nicht. Ebenso weiteten sich die Spannen zwischen 30-jährigen Swaps und den Renditen für Schatztitel nach der Ankündigung des Finanzministeriums stark aus, erreichten damit aber nur wieder dasselbe Niveau wie vor dem 11. September.

Angebotsfaktoren spielen eine Rolle



# Renditeaufschläge auf Unternehmens- und Staatsanleihen<sup>1</sup>

Daten zum Monatsende



<sup>1</sup> Anleiheindexrenditen gegenüber 10-Jahres-Swapsätzen. <sup>2</sup> Basispunkte. <sup>3</sup> Prozent.

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

Grafik 1.6

Steilere Euro-Renditenstrukturkurve spiegelt transatlantische Verknüpfungen wider ...

Die Renditen im Euro-Raum orientierten sich eng an den US-Renditen. Zurückzuführen war dies auf die Senkung des wichtigsten Refinanzierungssatzes der EZB am 8. November und die weit verbreitete Annahme, dass gesamtwirtschaftliche Entwicklungen in den USA und in Europa in naher Zukunft miteinander verknüpft bleiben würden. Im langjährigen Vergleich jedoch war die Neigung der Euro-Renditenstrukturkurve im Gegensatz zur Dollar-Kurve nicht ungewöhnlich steil (Grafik 1.5). Die Schwäche des Euro gegenüber dem Dollar, die sich im neuen Jahr weiter ausprägte, stimmte auch mit der weit verbreiteten Auffassung überein, dass ein Aufschwung im Euro-Raum später – und vielleicht weniger stark – als in den USA eintreten würde.

... während steilere Yen-Renditenstrukturkurve auf grössere Risikoscheu hindeutet

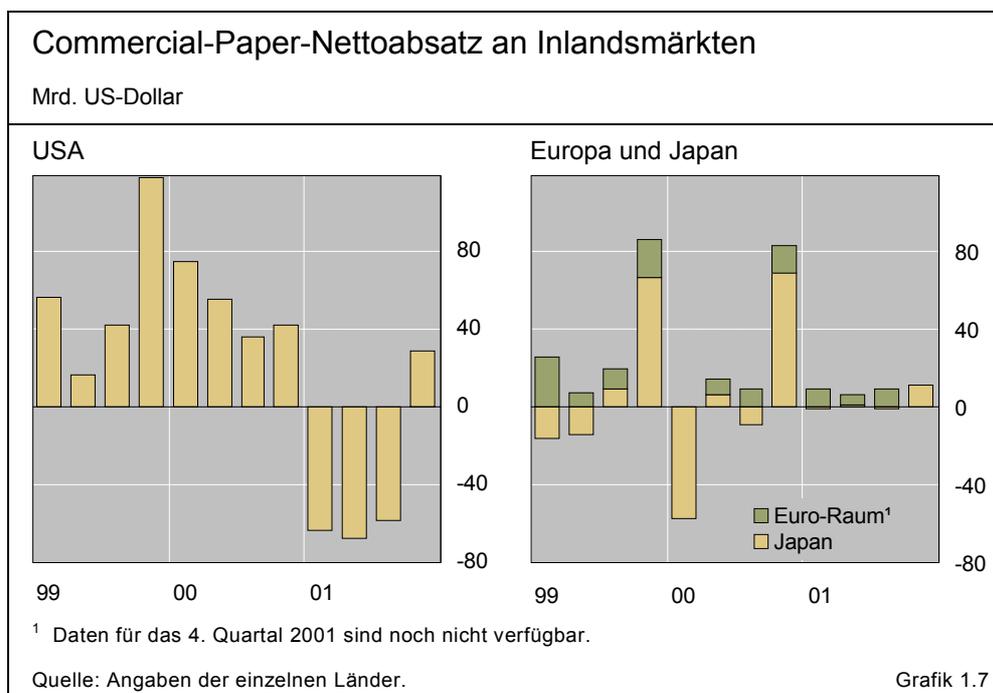
In Japan wurde die Renditenstrukturkurve ebenfalls steiler. Im Zeitraum Ende Oktober 2001 bis Ende Januar 2002 stiegen die 10-Jahres-Renditen von einem sehr niedrigen Niveau um 17 Basispunkte, während die kurzfristigen Sätze praktisch unverändert blieben. Im Gegensatz zu den USA und dem Euro-Raum war dies anscheinend nicht auf die Hoffnung auf einen Aufschwung

zurückzuführen. Vielmehr kam neue Besorgnis über den Zustand des Bankensystems auf angesichts der negativen Auswirkungen des Aktienkursverfalls auf die Bilanzlage der Banken und angesichts der Ungewissheit bezüglich der Folgen der geplanten Senkung des Deckungsgrades bei der Einlagensicherung der Banken nach dem 31. März. Daher nahmen einige Anleger offenbar eine vorsichtigere Haltung gegenüber Yen-Aktiva – einschliesslich langfristige Staatsanleihen – ein. Auch die grossen Rating-Agenturen wurden zunehmend skeptisch. Am 4. Dezember beschloss Moody's, das Rating von japanischen Schuldtiteln um einen Bonitätsgrad herabzusetzen; am 13. Februar gab die Agentur bekannt, dass eine weitere Herabstufung um zwei Grade geplant sei. Nach dem Konkurs von Enron und den Problemen in Argentinien wandten sich die japanischen Anleger weitgehend von ausländischen Yen-Wertpapieren ab, was einen negativen Nettoabsatz von auf Yen lautenden internationalen Schuldtiteln im vierten Quartal zur Folge hatte (s. Tabelle 3.3 auf S. 33).

### Langfristige Kreditmärkte stabil, kurzfristige Märkte turbulent

Trotz der Zahlungsunfähigkeit und den Bonitätsrückstufungen mehrerer bekannter Unternehmen verringerten sich die Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen in den letzten beiden Monaten des Jahres und kehrten somit den im dritten Quartal vorherrschenden Trend zu grösseren Aufschlägen um (Grafik 1.6). Moody's meldete, dass die Ausfallquote bis Dezember weiter anstieg, sagte aber auch voraus, dass sie sich zu Beginn des neuen Jahres stabilisieren und danach zurückgehen würde. Emittenten mit Anlagequalität – selbst solche wie Ford und AT&T, die von den Rating-Agenturen zurückgestuft worden waren – konnten im vierten Quartal ohne weiteres langfristige

Optimismus trägt zur Verringerung der Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen bei



Schuldtitel begeben. Verglichen mit dem vorherigen Quartal nahm der Nettoabsatz von internationalen Schuldtiteln stark zu (s. „Die internationalen Märkte für Schuldtitel“, S. 28). Ende Januar und Anfang Februar weiteten sich die Kreditzinsspannen nach einer Reihe von Unternehmenskonkursen und Enthüllungen über die zweifelhaften Rechnungslegungspraktiken bei Enron wieder etwas aus. Die Schuldtitel komplexer Konglomerate und von Emittenten mit hohem Fremdfinanzierungsanteil waren davon besonders stark betroffen.

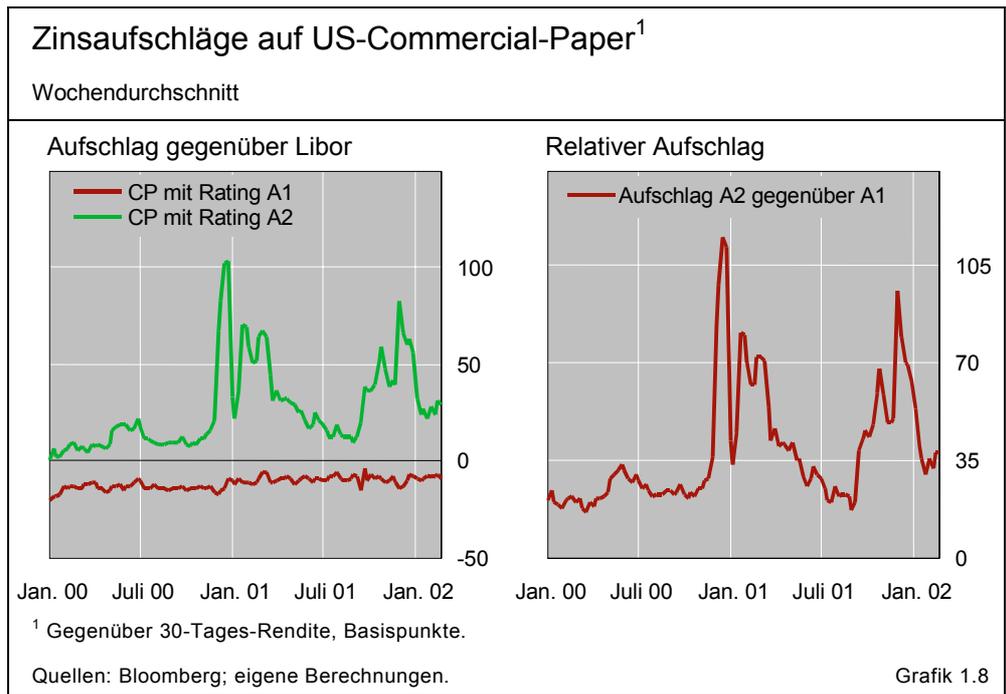
Emittenten ersetzen weiterhin kurzfristige Schuldtitel durch längerfristige Emissionen ...

Die schon in den vorigen Ausgaben des *BIZ-Quartalsberichts* beschriebene Entwicklung des Nettoabsatzes von kurzfristigen Schuldtiteln am internationalen Markt setzte sich im vierten Quartal 2001 fort, d.h. er war schwach, während der Absatz langfristiger Titel vor allem von europäischen Emittenten stark anstieg. Der Umlauf von Commercial Paper (CP) am US-Inlandmarkt nahm im vierten Quartal, in dem der Absatz gemeinhin stark ist, um \$ 28 Mrd. zu; im gesamten Jahr 2001 ging er aber um \$ 161 Mrd. zurück (Grafik 1.7). Dieser Trend scheint sich auch im neuen Jahr fortzusetzen. Der Rückgang des Absatzes von kurzfristigen Schuldtiteln liess sich zum Teil dadurch erklären, dass die grossen Unternehmen aufgrund des Konjunkturabschwungs weniger Bedarf an Lagerfinanzierungen hatten. Eine Rolle spielte auch die Gelegenheit, relativ niedrige langfristige Renditen festzuschreiben, selbst wenn dafür ein Aufschlag auf die extrem niedrigen kurzfristigen Zinsen bezahlt werden musste.

... da die CP-Märkte Anzeichen von Turbulenz zeigen

Für mehrere grosse Emittenten war der CP-Absatz jedoch aufgrund von Bonitätsrückstufungen und einer erhöhten Risikoscheu der Anleger am Geldmarkt abschreckend teuer geworden. Einige dieser Emittenten nahmen selbst für kurzfristigen Finanzierungsbedarf den Anleihemarkt in Anspruch. Die Zinsaufschläge auf CP, deren Volatilität bereits nach den Terroranschlägen vom 11. September zugenommen hatte, weiteten sich nach dem Enron-Konkurs im November stark aus. Anfang Januar wurden sie wieder kleiner und blieben danach im Wesentlichen stabil (Grafik 1.8). Einige Beobachter bemerkten, dass die Banken, die das Funktionieren des CP-Marktes traditionell durch die Bereitstellung von Liquiditätsauffangfazilitäten unterstützen, in letzter Zeit diesbezüglich zurückhaltender waren. Gründe für diese Zurückhaltung könnten u.a. das grössere Risiko solcher Engagements in Zeiten einer Rezession und ganz allgemein die erhöhte Aufmerksamkeit sein, die die Banken jetzt dem Management ihres potenziellen Kreditrisikos schenken.

Die Märkte für Kreditderivate haben die Ausfälle grosser Unternehmen und die Zahlungsunfähigkeit Argentiniens anscheinend reibungslos verkraftet. Diese Ereignisse stellten diesen jungen Markt auf die bisher vielleicht stärkste Probe, ob er das Ausfallrisiko tatsächlich von den Käufern von Absicherungsinstrumenten auf die Verkäufer zu transferieren vermag. Es waren Fragen aufgekomen, ob Argentiniens vorheriges Umtauschangebot ein Ausfallereignis darstellte und ob die bei einem früheren Umtausch erhaltenen Wertpapiere gemäss den Kontraktbestimmungen lieferbar seien. Dennoch schienen die Marktteilnehmer darauf zu vertrauen, dass derartige Fragen geklärt und weitere Auswirkungen auf das gesamte System gering bleiben würden.



## Trotz Argentiniens Ausfall engere Zinsspannen bei Staatsanleihen

Das wachsende Vertrauen in die Aussichten auf einen weltweiten Aufschwung schlug sich im vierten Quartal vielfach auch in den Kursen der Wertpapiere aufstrebender Volkswirtschaften nieder, und zwar selbst dann, als sich die Lage in Argentinien zunehmend verschlechterte. Im Gegensatz zum dritten Quartal, als die Anleger bei einigen Emittenten wie Brasilien oder den Philippinen vorsichtig blieben, verringerten sich die Zinsaufschläge im vierten Quartal für fast alle Staatsanleihen von aufstrebenden Volkswirtschaften (Grafik 1.9). Teilweise war dies auf anhaltende Portfolio-Umschichtungen weg von argentinischen Schuldtiteln durch Anleger, die sich in aufstrebenden Volkswirtschaften engagieren, zurückzuführen. Es fällt auf, dass diese Anleger auf die Geschehnisse in Argentinien anscheinend nicht mit einer umfassenden Neubewertung des Risikos reagiert haben.

Tatsächlich wurden einige der aufstrebenden Volkswirtschaften von den Anlegern stark favorisiert, als die Argentinien-Krise schon ausgebrochen war. Während der Nettoabsatz aufstrebender Volkswirtschaften insgesamt im vierten Quartal begrenzt blieb, gelang es mehreren lateinamerikanischen Staaten, darunter Chile, Kolumbien und Mexiko, Neuemissionen auf den internationalen Markt zu bringen. In Mexiko und Brasilien konnten Schuldner des privaten Sektors ebenfalls ohne grosse Schwierigkeiten Konsortialkredite aufnehmen (s. „Internationale Konsortialkredite: Rekordgeschäft im Energiesektor“ S. 26).

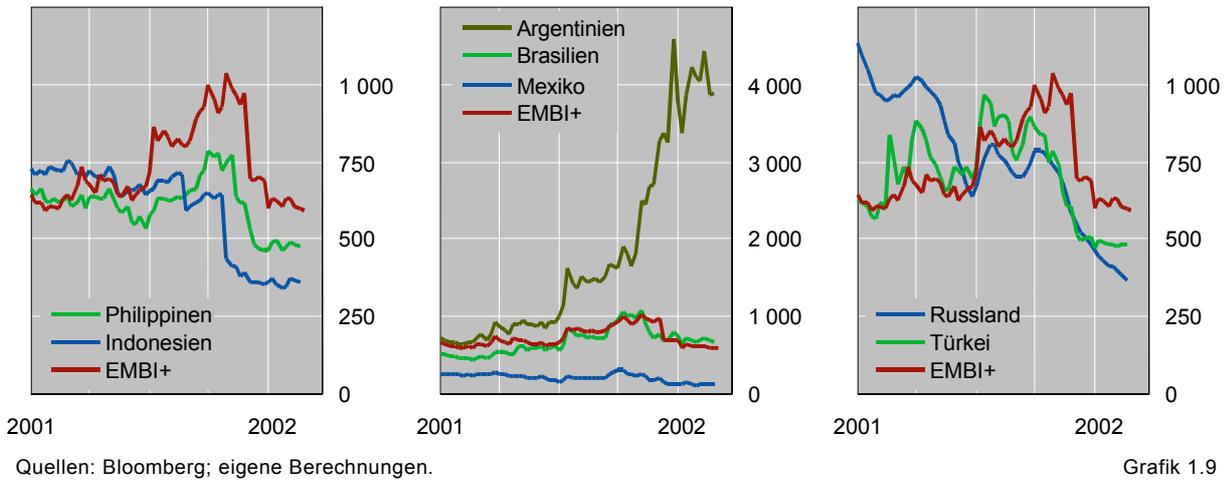
Auch bezüglich der Aussichten für die ostasiatischen Volkswirtschaften und vor allem der nur mässigen Auswirkungen des Abschwungs im Technologiesektor auf die asiatischen Exporte wuchs der Optimismus der Anleger. Der Aktienmarkt in Korea legte 2001 um 33,2% und vom 1. Oktober an um 38,6%

Engere Zinsaufschläge für Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften ...

... Neuemissionen mehrerer Länder Lateinamerikas ...

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

Wochendurchschnitt, Basispunkte



zu, und Taiwans Aktienmarkt verzeichnete ebenfalls beträchtliche Gewinne. Im dritten Quartal war der Nettoabsatz ostasiatischer Emittenten negativ ausgefallen, die angekündigten internationalen Aktienemissionen waren zurückgegangen, und die Kreditvergabe an Schuldner in den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens hatte abgenommen. Auch hatten mehrere asiatische Länder ihre bei Banken im Ausland platzierten Einlagen abgezogen (s. „Das internationale Bankgeschäft“, S. 17). Im Gegensatz dazu waren im vierten Quartal eine Erholung bei den Aktienemissionen dieser Länder und ein leicht positiver Nettoabsatz von Schuldtiteln zu beobachten. Vor allem koreanische Unternehmen des privaten Sektors nahmen im vierten Quartal die internationalen Märkte für Anleihen und Konsortialkredite in Anspruch.

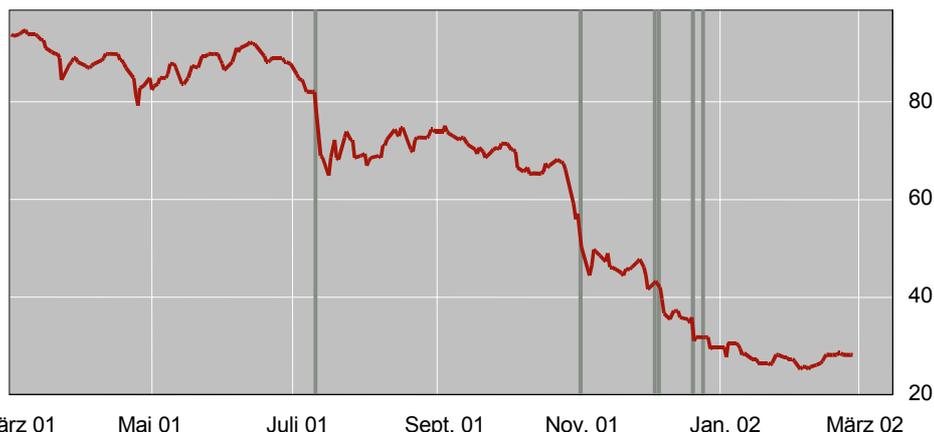
... und von Unternehmen des Privatsektors in Korea

Begrenzte Auswirkungen der Geschehnisse in Argentinien ...

Ein Grund für die begrenzten Auswirkungen der Geschehnisse in Argentinien auf die Finanzkonditionen in anderen aufstrebenden Volkswirtschaften war der, dass die Märkte schon mehrere Monate vor dem tatsächlichen Ausfall Argentiniens mit einer hohen Ausfallwahrscheinlichkeit gerechnet hatten (Grafik 1.10). Das Gegenteil war bei Enron der Fall, wo das Ausmass der Probleme des Unternehmens erst kurz vor seinem Konkurs deutlich wurde. Spätestens seit dem 10. Juli 2001, als die argentinische Regierung bei einem inländischen Anleihennehmer unerwartet hohe Zinsen zahlen musste, hatten die Märkte erkannt, dass für Argentinien eine reale Ausfallwahrscheinlichkeit bestand. Damals fiel die umsatzstärkste Anleihe Argentiniens um 5,1%. Im November, als die Pläne für eine Umschuldung der ausstehenden Staatsanleihen von den Anlegern negativ aufgenommen wurden, erhöhte sich die Einschätzung des Ausfallrisikos. Anfang Dezember stieg sie erneut, als die Bankkonten eingefroren wurden und der IWF die weitere Auszahlung von Mitteln im Rahmen einer Unterstützungsvereinbarung hinausschob, wobei er als Grund die langsamen Fortschritte bei der Steuerreform nannte. Der Ankündigung Ende

... sowohl im Vorfeld der Krise als auch danach

## Kurs einer argentinischen Staatsanleihe<sup>1</sup>



Anmerkung: Die vertikalen Linien markieren folgende Ereignisse: 10. Juli – In einer Anleihenauktion wird der Staat mit hohen Zinssätzen konfrontiert; 1. November – Argentinien kündigt Umschuldung an; 2. Dezember – Die Regierung beschränkt die Konvertibilität von Bankeinlagen und führt Devisenkontrollen ein; 5. Dezember – Der IWF verweigert die Freigabe von Mitteln; 20. Dezember – Rücktritt von Präsident de la Rúa; 23. Dezember – Argentinien erklärt sich zahlungsunfähig.

<sup>1</sup> Anleihe Republik Argentinien, 11%, begeben 1997, Fälligkeit 2017.

Quelle: Datastream.

Grafik 1.10

Dezember, dass das Land Zahlungen von \$ 132 Mrd. für seine Auslandsschulden aussetzen werde, waren hartnäckige Bemühungen, das Currency Board und das Bankensystem des Landes zu stützen, und eine Zeit sozialer und politischer Unruhen vorausgegangen.

Im ersten Quartal 2002 bemühte sich die neue Regierung, neue politische Rahmenbedingungen zu schaffen, die erst auf einem dualen Wechselkursregime und anschliessend auf einer frei schwankenden (und stark abgewerteten) Währung basierten. Trotz dieser ungewissen Aussichten schienen die Probleme Argentiniens jedoch weder auf andere Länder Lateinamerikas übergreifen, noch fügten sie dem weltweiten Finanzsystem nennenswerten Schaden zu. Gläubiger mit Grosskrediten an Argentinien, vor allem ausländische Banken, werden höchstwahrscheinlich einen Teil ihrer Forderungen abschreiben müssen. Dennoch konnten offenbar die meisten Gläubiger Argentiniens ihr Engagement in den Monaten vor dem Ausfall auf ein akzeptables Niveau zurückführen. Daher konnten sie den Ausfall verkraften, ohne plötzlich in grossem Umfang andere Staatsanleihen verkaufen zu müssen, um die Verluste aus Geschäften mit Argentinien zu decken.