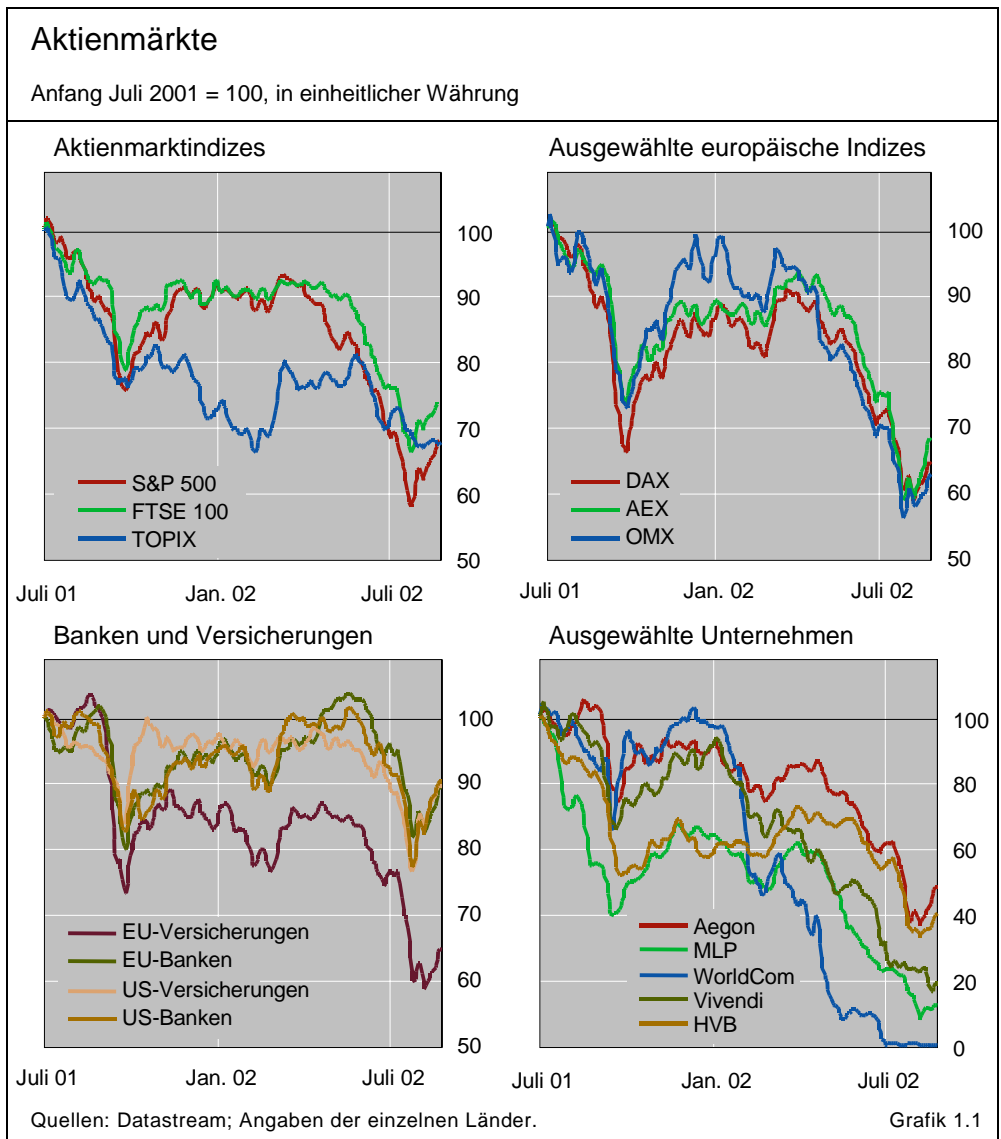


1. Überblick: Vertrauensverlust wächst und breitet sich aus

Im zweiten Quartal 2002 und bis ins dritte Quartal hinein bekamen die weltweiten Finanzmärkte eine Reihe von Störeinflüssen zu spüren, die das Vertrauen der Anleger untergruben. Der bedeutendste dieser Einflüsse wurde Ende Juni verzeichnet, als WorldCom, ein grosses US-Telekommunikationsunternehmen, seine Finanzausweise korrigieren musste. Offenbar war es die Furcht, dass Probleme in Unternehmen weit verbreitet sein könnten, die im Juli sowohl in den USA als auch in Europa den Einbruch der Aktienmärkte noch verstärkte. Das Stimmungstief griff sogar auf den einst so widerstandsfähigen Markt für Unternehmensanleihen über, wo der Absatz bei wachsenden Renditenaufschlägen abnahm. Als im August weitere schlechte Nachrichten ausblieben, schien das Vertrauen sich etwas zu erholen. Es gab Anzeichen für eine Rückkehr der Anleger an die Aktienmärkte und die Märkte für Unternehmensanleihen.

Der Finanzsektor kam in dieser jüngsten Schwächephase an den Märkten nicht so glimpflich davon wie in der Vergangenheit. Im Juli sanken die Aktienkurse europäischer Versicherungsunternehmen unter ihren Stand nach dem 11. September 2001. Banken in Europa und Finanzgesellschaften in den USA büssten an Marktwert ein, und zudem weiteten sich die Renditenaufschläge auf ihre Schuldtitel beträchtlich aus. Zeitweilig schlugen sich die Bedenken der Marktteilnehmer hinsichtlich des Kontrahentenrisikos bei grossen US-Geschäftsbanken sogar in den Swapspreeds nieder. Diese Entwicklungen drohten die Finanzintermediation in Mitleidenschaft zu ziehen, wodurch sich die Probleme von Wirtschaftsunternehmen bei der Kapitalbeschaffung noch verstärken könnten.

In mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften verschärfen sich die wirtschaftlichen und politischen Probleme im Inland durch die weltweite Zunahme der Risikoaversion. Am meisten mieden die Anleger die Länder, bei denen Zweifel an der Tragfähigkeit der Schuldenlast mit politischer Unsicherheit zusammenfielen. Gleichzeitig weiteten sich die Renditenaufschläge auf Staatspapieren tendenziell ebenso aus wie diejenigen von Unternehmensanleihen mit niedrigem Rating. Doch obwohl sich der Anleiheabsatz von Schuldern aus aufstrebenden Volkswirtschaften im Juli abschwächte, hatten die kreditwürdigsten dieser Schuldner nach wie vor Zugang zum Markt.



Vertrauenskrise und Einbruch der Aktienmärkte

Gerade als es den Anschein machte, dass die Marktteilnehmer über die Bilanzenthüllungen im Zusammenhang mit dem Enron-Kollaps hinwegkämen, setzte eine Reihe beunruhigender Ereignisse vielfältiger Art dem Anlegervertrauen erneut zu. Ende Mai und Anfang Juni 2002 lösten Warnungen vor weiteren Terroranschlägen und wachsende politische Spannungen zwischen Indien und Pakistan eine Verkaufswelle an den Aktienmärkten der USA und Europas aus (Grafik 1.1). Während die Börse von Tokio von den Kurseinbrüchen im Mai verschont blieb, beeinträchtigten im Juni Meldungen über Untersuchungen von US-Behörden gegen die Hersteller von Computerspeicherplatten den Kurs japanischer Technologieaktien; unter anderem durch diesen Störeinfluss schloss sich der japanische Markt der Entwicklung an den Märkten der USA und Europas an. Den stärksten Schlag erlitt das Vertrauen der Anleger weltweit jedoch offenbar, als am 25. Juni WorldCom, ein grosses US-Telekommunikationsunternehmen, seinen Finanzausweis um \$ 3,8 Mrd. korrigieren musste. Innerhalb von wenigen Tagen berichtigte auch Xerox, der

Korrigierter Finanzausweis stärkster Schlag für Vertrauen

US-Hersteller von Fotokopiergeräten, seine Finanzausweise, und eine französische Zeitung meldete, das Medienunternehmen Vivendi Universal habe versucht, seine Gewinne aufzublähen.

Diese Ereignisse lösten an den Aktienmärkten weltweit den steilsten Kursrutsch in einem 2-Monats-Zeitraum seit September 2001 aus. In der Zeit vom 21. Mai bis zum 23. Juli sanken, in der jeweiligen Landeswährung gerechnet, der S&P 500 um 26%, der FTSE 100 um 26%, der DAX um 30% und der TOPIX um 11%. Am Ende waren die Kurse am US-Aktienmarkt auf einen Stand gesunken, den sie zuletzt im April 1997 verzeichnet hatten. Der gleichzeitige Wertzuwachs des Euro vergrösserte die Verluste von Anlegern aus dem Euro-Raum mit US-Aktien noch. Dennoch wuchs sich der Vertrauensverlust nicht zu einer Panik aus. Die Anleger differenzierten weiterhin zwischen den einzelnen Branchen; am stärksten mieden sie den Telekommunikationssektor.

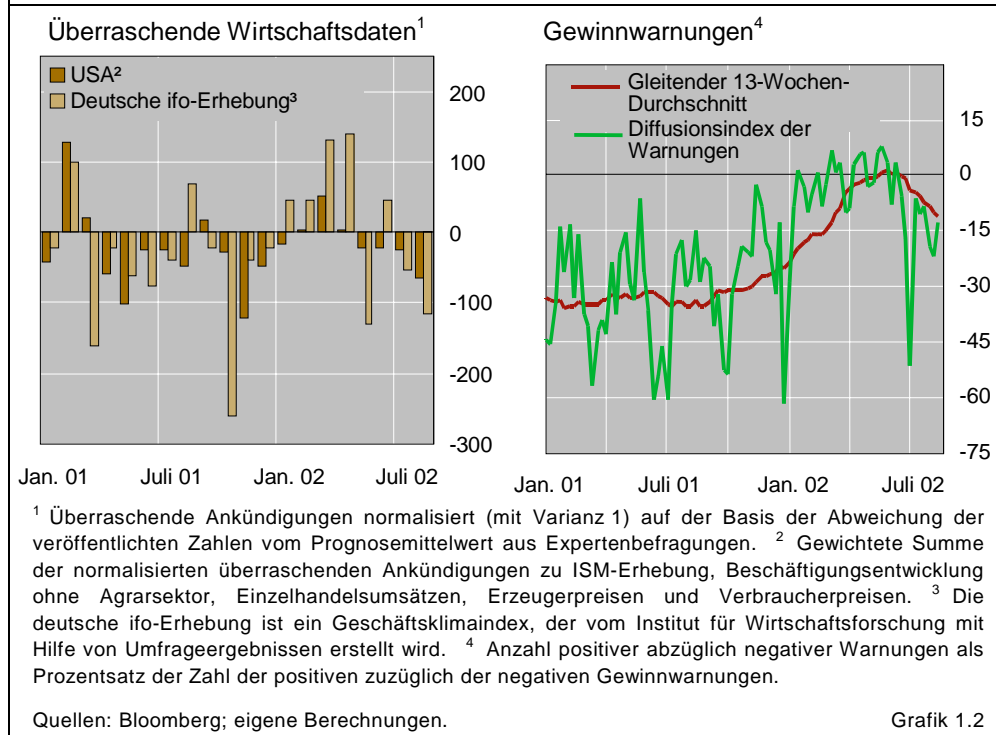
Der Kurseinbruch an den Aktienmärkten im Juli war bemerkenswert durch die gleichartige Reaktion von Anlegern an den europäischen und an den US-Märkten auf Bilanzprobleme, die scheinbar weitgehend nur die USA betrafen. Bei beiden Anlegergruppen war die unmittelbare Reaktion auf die Finanzausweiskorrektur von WorldCom am 25. Juni nicht sonderlich dramatisch. In beiden Fällen fand der stärkste Kurseinbruch an bestimmten Handelstagen zwischen dem 10. und dem 23. Juli statt; in diesem Zeitraum büsste der S&P 500 13% ein, der DAX 16% und zwei weitere Börsen in Europa noch mehr, nämlich die niederländische AEX 19%, die schwedische OMX 17% (Grafik 1.1). Im Juli überraschten dann einige europäische Unternehmen mit unerfreulichen Nachrichten, u.a. die deutsche HVB-Bank mit grossen Verlusten im Kreditgeschäft und die niederländische Versicherungsgesellschaft Aegon mit einer Gewinnwarnung. Die Tagesschwankungen an den Märkten könnten ein Hinweis darauf sein, dass dem Vertrauensverlust der Anleger sowohl in den USA als auch in Europa die gleiche Furcht vor weiter verbreiteten Unternehmensproblemen zugrunde lag. Jede schlechte Nachricht verstärkte diese Furcht, ob sie nun ein US- oder ein europäisches Unternehmen betraf.

Bei den Ereignissen im Juli fiel auf, dass die Aktienkurse stärker als früher auf einen Vertrauensverlust gegenüber dem Finanzsektor hinwiesen. Die Aktienkurse europäischer Versicherungsgesellschaften hatten sich noch nicht vollständig von den Forderungen im Zusammenhang mit den Terroranschlägen vom 11. September erholt, als sie sogar unter den Stand unmittelbar nach den Anschlägen fielen. Dieses Mal hatten die Verluste ihren Ursprung auf der Aktivseite der Bilanzen, d.h. die Renditen ihrer Anlagen in Aktien und Unternehmensanleihen wurden negativ. Berichten zufolge haben diese Versicherungsgesellschaften sogar mit ihren Stop-loss-Verkäufen (nachdem Solvabilitätslimits erreicht wurden) zum allgemeinen Markteinbruch beigetragen. Banken in Europa und in den USA erlitten ebenfalls beträchtliche Einbussen ihrer Börsenkapitalisierung (Grafik 1.1), zum Teil wegen ihres Engagements in Argentinien und wegen Zahlungsunfähigkeit grosser Firmenkunden. Unter den US-Banken verzeichneten Citigroup und J.P. Morgan Chase Ende Juli grosse Kurseinbussen, als sie vor dem US-Kongress aussagen mussten, ob sie bei der Verschleierung der Schulden von Enron mitgewirkt hatten.

Gleiche Furcht der Anleger in den USA und Europa

Finanzsektor hart getroffen

Viel beachtete öffentliche Informationen

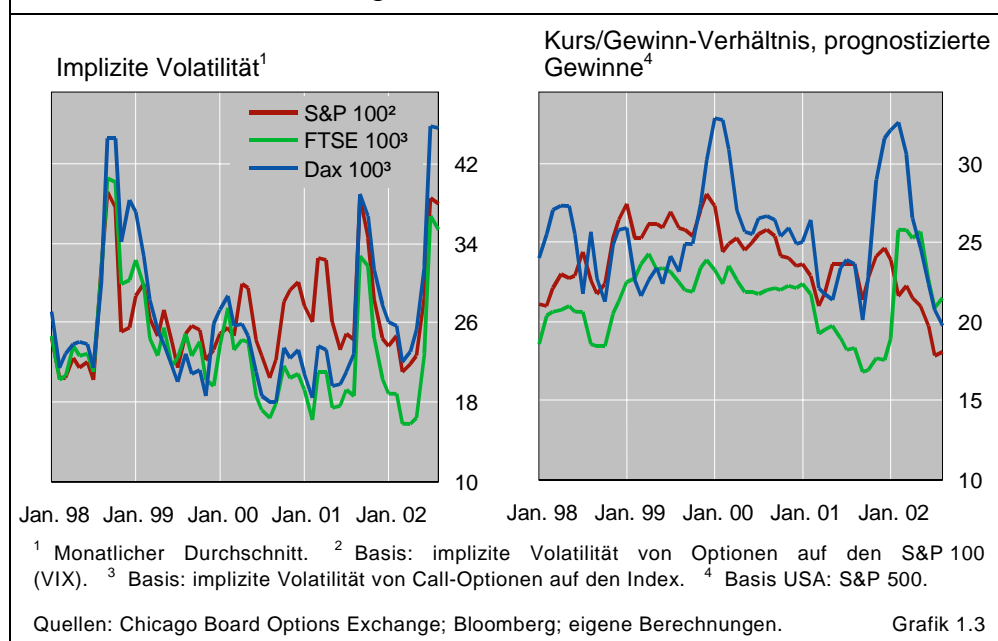


Im August begannen sich die Aktienmärkte – wenn auch zögernd – zu erholen. Zunächst bröckelten die Märkte ab, als die Marktteilnehmer Daten zur Wirtschaft und zu den Unternehmensgewinnen wieder grössere Aufmerksamkeit schenken. Diese Daten waren nicht gerade ermutigend. Insbesondere die am 2. August veröffentlichte Zahl zur Beschäftigungsentwicklung ausserhalb des Agrarsektors in den USA vermittelte den Eindruck einer überraschend schwachen Wirtschaft (Grafik 1.2). Auch die negativen Gewinnwarnungen häuften sich wieder. Das Ausbleiben weiterer schlechter Nachrichten im restlichen Monatsverlauf wirkte jedoch offenbar beruhigend. Die Anleger schienen auch befriedigt über das rasche Handeln von Unternehmensführern, Gesetzgebern und politischen Entscheidungsträgern im Bereich der Führungs- und Überwachungsmechanismen (s. Kasten über das Sarbanes-Oxley-Gesetz auf S. 13). Es ist bezeichnend, dass der 14. August – der Tag, bis zu welchem die Leiter der grössten börsennotierten US-Unternehmen die Richtigkeit ihrer Finanzausweise eidlich bestätigen mussten – ohne Zwischenfall verstrich. In der Zeit vom 24. Juli bis zum 23. August stieg, in Euro gerechnet, der S&P 500 um 14%, der DAX um 5%.

Im August lagen die Bewertungen aufgrund der erwarteten Gewinne wieder näher bei historischen Durchschnittswerten. Die tieferen Bewertungen im Juni und Juli waren weitgehend einem Anstieg der Aktienrisikoprämie zuzuschreiben gewesen, was sich auch in der erhöhten impliziten Volatilität in den Preisen von Aktienindexoptionen widerspiegelte (Grafik 1.3). Bei diesen Bewertungsanpassungen spielten korrigierte Erwartungen über das künftige Gewinnwachstum offenbar eine geringere Rolle. In dem Masse, wie die

Im August Erholung der Märkte in den USA und Europa

Volatilität und Bewertungen



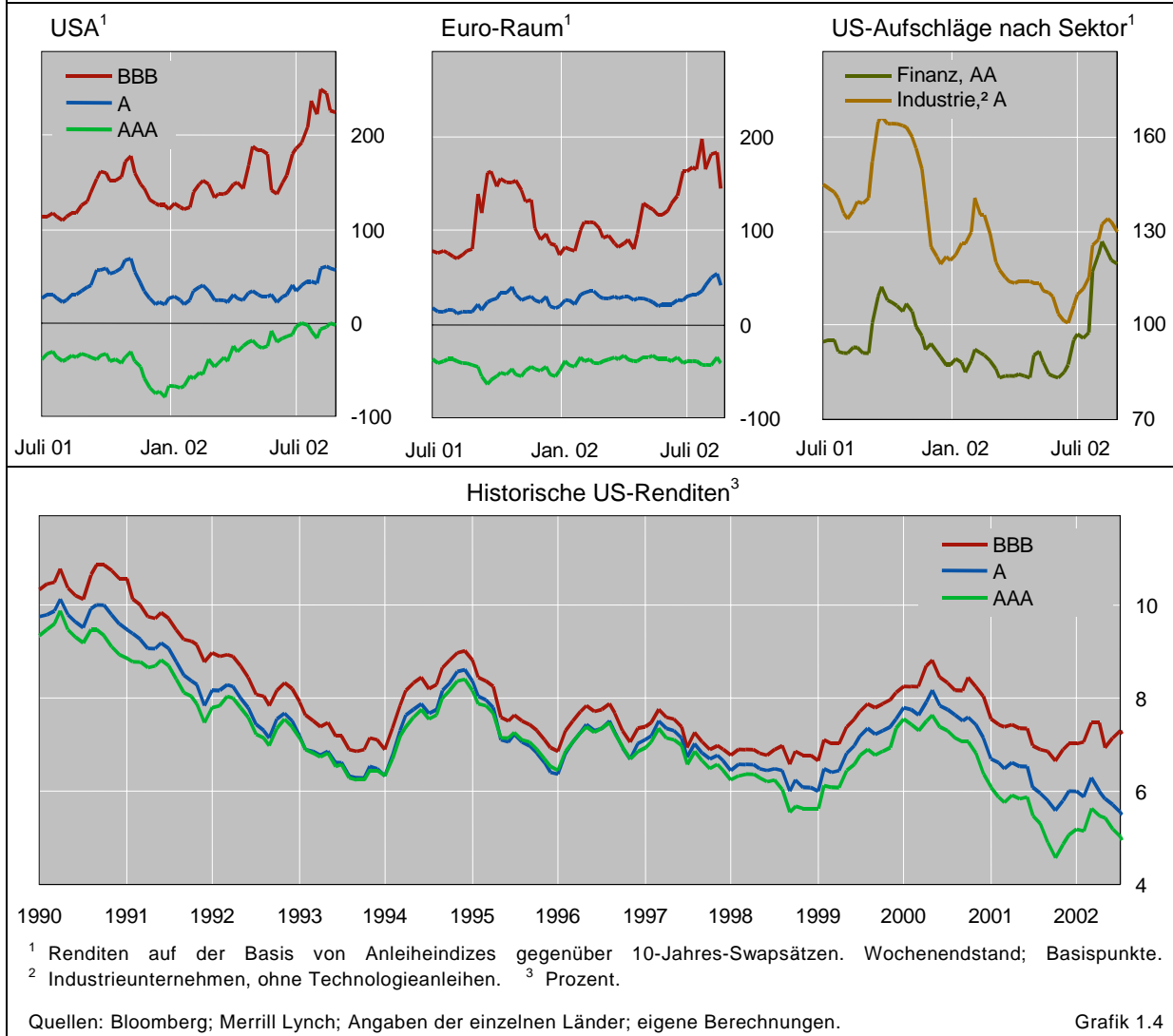
Unsicherheit über die Rechnungslegung von Unternehmen weiterhin schwindet, dürfte die Risikoprämie sinken, und die Bewertungen sollten sich erholen. Aber beispielsweise für den S&P 500 liegen die Gewinnschätzungen für das nächste Jahr nach wie vor 50% über den derzeitigen Gewinnen. Es bleibt abzuwarten, ob die Bewertungen noch weiter an veränderte Gewinnerwartungen angepasst werden.

Markt für Unternehmensanleihen in Mitleidenschaft gezogen

Der bisher so widerstandsfähige Markt für Unternehmensanleihen litt gleich wie der Aktienmarkt unter einem Vertrauensschwund. Während fast des ganzen Jahres 2001 und bis ins Jahr 2002 hinein war der Markt für Unternehmensanleihen ein Lichtblick unter den weltweiten Finanzmärkten gewesen. Unternehmen, die bei den Banken oder an den Aktien- und Commercial-Paper-Märkten keine Mittel mehr erhielten, konnten sich an den Anleihemarkt wenden, wo sich die Anleger offenbar durch steigende Ausfallquoten und immer häufigere Bonitätsherabstufungen nicht beeindruckt liessen. Die Renditaufschläge auf Unternehmensanleihen in Anlagequalität waren in dieser Zeit zumeist enger geworden, während gleichzeitig der Kurszerfall an den Aktienmärkten anhielt. Die Stimmung begann jedoch im Februar 2002 umzuschlagen, zunächst angesichts der Enthüllungen im Zusammenhang mit dem Enron-Konkurs, dann – noch dramatischer – im Juli nach Bekanntwerden der oben erwähnten Mängel in den Führungs- und Überwachungsmechanismen. Am US-Dollar-Markt weiteten sich die Aufschläge von Anleihen mit BBB-Rating gegenüber Swaps von Februar bis Juni 2002 um 57 Basispunkte aus und schnellten dann allein im Juli um nochmals 35 Basispunkte hoch (Grafik 1.4). Wie in „Der internationale Markt für Schuldtitel“ auf S. 27 angegeben, ging

Kräftiger Anstieg
des Preises des
Kreditrisikos im
Juli ...

Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen und US-Renditen



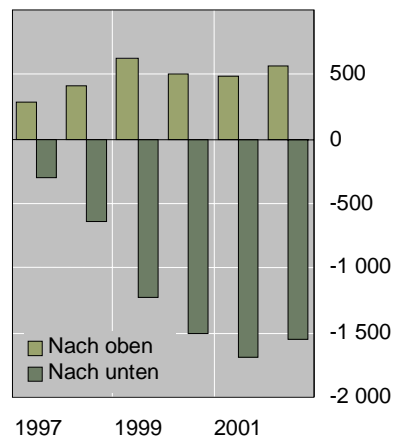
der internationale Anleihenabsatz von in den USA ansässigen Unternehmen im Juni und Juli erheblich zurück. In Europa weiteten sich die Renditenaufschläge für Unternehmensanleihen, die Anfang 2002 leicht anzuziehen begonnen hatten, im Juli ebenfalls stark aus; der Absatz ging jedoch nicht so markant zurück. Im August waren, wie an den Aktienmärkten, erste Anzeichen eines wiederkehrenden Vertrauens zu beobachten, und die darauf folgende Verringerung der Aufschläge liess die Schuldner umgehend an den Markt zurückkehren.

Ironischerweise wurden die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen ausgerechnet zu einer Zeit höher, als sich die Zahl der Bonitätsherabstufungen wieder verringerte. Die Zahl der Unternehmen, deren Schuldtitel von den Rating-Agenturen herabgestuft wurden, hatte 2001 ihren Höhepunkt erreicht (Grafik 1.5). Zu dem Zeitpunkt konzentrierten sich die Herabstufungen tendenziell auf den BBB-Bereich. Dabei war die Zahl der Emissionen, die ihr

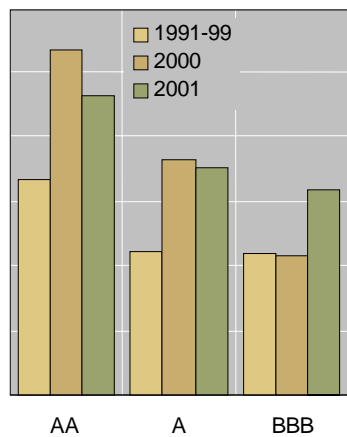
... trotz weniger zahlreicher Bonitätsherabstufungen

Ratings und Risiko von Herabstufungen

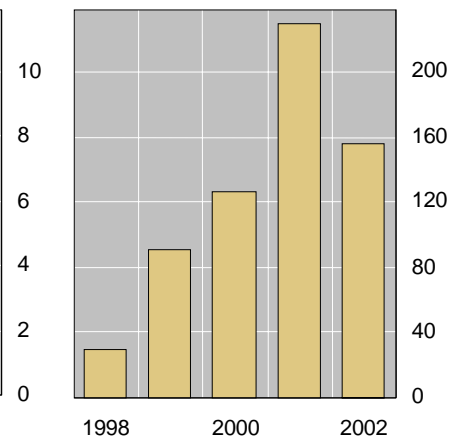
Rating-Änderungen¹



Wahrscheinlichkeit von Herabstufungen²



Anzahl Herabstufungen unter Anlagerating³



¹ Anzahl Unternehmen, deren Bonitätseinstufung während des Jahres geändert wurde; Schätzung für 2002 anhand von auf Jahresbasis umgerechneten Daten bis Juni. ² Prozentuale Wahrscheinlichkeit einer Herabstufung innerhalb eines Jahres; alle von Standard & Poor's CreditPro erfassten Emissionen. ³ Anzahl Emissionen, die unter Anlagequalität fielen; Schätzung für 2002 anhand von auf Jahresbasis umgerechneten Daten für das erste Quartal.

Quellen: Standard & Poor's; Moody's; Bloomberg; CSFB.

Grafik 1.5

Anlagerating einbüssten, ungewöhnlich gross. Bis Mitte 2002 schien die Risikobereitschaft der Anleger am Markt für Unternehmensanleihen weitgehend unbeeinträchtigt durch die Verluste, die bei solchen Herabstufungen entstanden. Als sich die Aufschläge für BBB-Anleihen im Juni ausweiteten, war die Zahl der neu unterhalb der Anlagequalität eingestuft Unternehmen offenbar schon rückläufig. Die Anleger reagierten offensichtlich eher auf die generellen Bedenken über die Führungs- und Überwachungsmechanismen, die auch die Aktienmärkte schwer belasteten, als auf Bonitätsherabstufungen und Ausfälle.

Auffallenderweise litten grosse Finanzinstitute besonders stark unter Bedenken hinsichtlich des Kreditrisikos, und dies ausgerechnet, als die Lage am Aktienmarkt auch ihr Eigenkapital beeinträchtigte. Während des ganzen Jahres 2001 und Anfang 2002 hegten die Anleger diesbezüglich vor allem gegenüber Telekommunikationsunternehmen Bedenken, und zwar sowohl in Europa als auch in den USA. Mitte 2002 wandten sie jedoch ihre Aufmerksamkeit vermehrt Versicherungsgesellschaften und Grossbanken zu. In Europa gaben einige solche Finanzunternehmen überraschend hohe Verluste auf ihren Beständen an Aktien und Unternehmensanleihen bekannt. In den USA wurden die Anleger durch das Ausmass der Risikopositionen der Banken in grossen Konkursen überrascht. Infolgedessen waren bis Juli 2002 die Renditeaufschläge für Finanzinstitute mit AA-Rating fast ebenso gross geworden wie für Industrieunternehmen mit A-Rating (Grafik 1.4). Da Finanzinstitute mit viel Fremdkapital arbeiten und enge Zinsmargen die Basis für den Wettbewerb bilden, können ihnen die höheren Kosten der Mittelbeschaffung nach einer Herabstufung das gewinnbringende Betreiben des Kreditgeschäfts erschweren. Früher versuchten herabgestufte US-Finanzinstitute, ihr Rating durch die Auf-

Kreditrisikobedenken auch für Finanzsektor

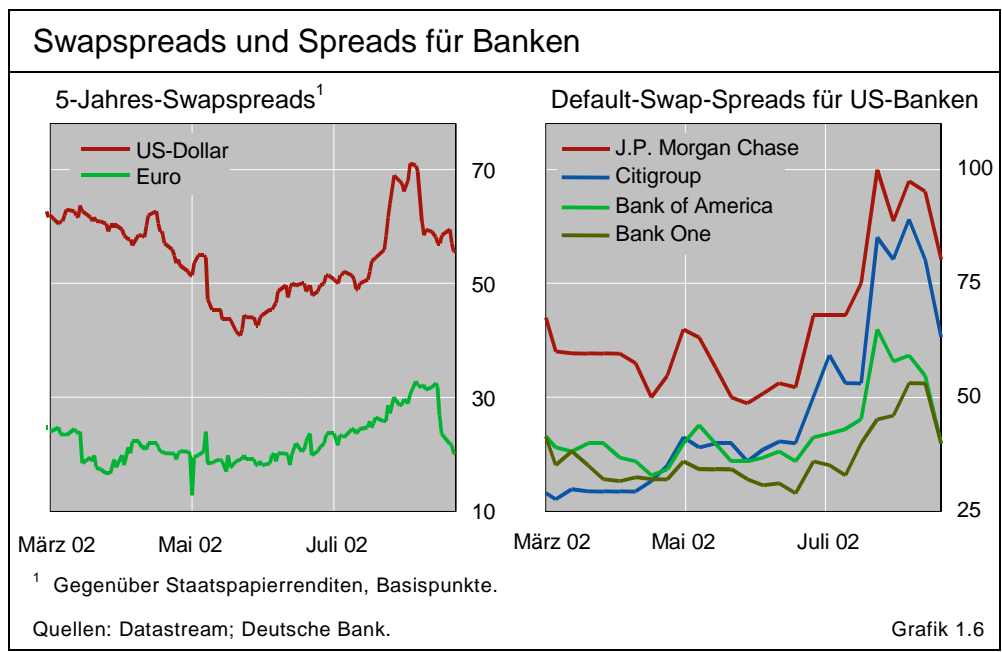
nahme von Aktienkapital wiederzuerlangen. Seit kurzem ist ihnen dieser Weg jedoch verschlossen.

Während einer kurzen Zeitspanne bestanden am Swapmarkt grosse Bedenken hinsichtlich des Kontrahentenrisikos. Der Abstand zwischen US-Dollar-Swaprenditen und US-Schatztitelrenditen weitete sich stark aus, worin sich eine erhöhte Risikosensibilität bei Geschäften mit grossen US-Derivathändlern äusserte. Dieser Abstand hatte sich auch im August und September 1999 ausgeweitet, aber damals waren vorübergehende Liquiditätsengpässe infolge einer Verlagerung der Absicherungsgeschäfte von US-Schatztiteln zu Swaps die Hauptursache gewesen. In der vierten Juliwoche 2002 weiteten sich die Spreads für 5-jährige US-Dollar-Swaps um 20 Basispunkte aus (Grafik 1.6); diese Entwicklung fiel mit vertieften Untersuchungen der Rolle von Finanzinstituten in den Finanzgeschäften von Enron durch den US-Kongress, die Securities and Exchange Commission und das Justizministerium zusammen. Die Spreads auf Credit-Default-Swaps von grossen US-Geschäftsbanken stiegen im gleichen Zeitraum, am stärksten für die beiden untersuchten Banken. Bis August waren die Swapsreads zu ihren vorherigen Niveaus zurückgekehrt; einige Default-Swap-Spreads blieben allerdings relativ hoch.

Rückkehr des Kontrahentenrisikos

Zu den Problemen der Schuldner am Markt für Unternehmensanleihen kam noch hinzu, dass der Markt für forderungsunterlegtes Commercial Paper (asset-backed commercial paper: ABCP), der einer der letzten noch florierenden Kreditmärkte gewesen war, zum ersten Mal seit seinen Anfängen einen Rückgang verzeichnete. Der traditionelle CP-Markt hatte schon 2001 zu schrumpfen begonnen; Bonitätsrückstufungen und die mangelnde Bereitschaft der Banken, Back-up-Liquiditätsfazilitäten bereitzustellen, hatten Schuldner mit kurzfristigem Rating von weniger als A1/P1 die Mittelaufnahme erschwert. Da der ABCP-Markt mit besicherten Instrumenten handelt, hatte das Kreditrisiko dort keine Rolle gespielt. Als jedoch 2002 das Financial Accounting

Rückgang selbst am ABCP-Markt

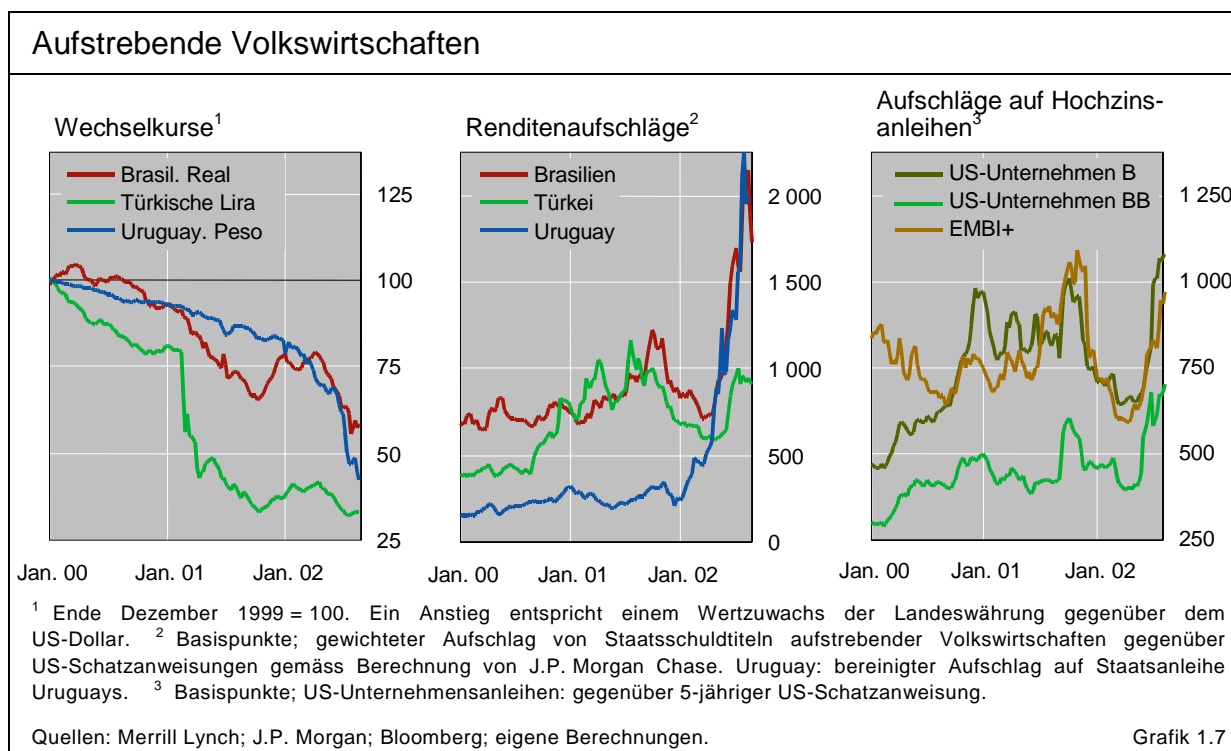


Standards Board der USA Anstalten traf, die Bilanzvorschriften über die Konsolidierung von Zweckgesellschaften zu ändern, schreckte dies die wichtigsten ABCP-Promotoren davon ab, ihre Geschäfte auszuweiten.

Risikoaversion greift auf Anleger in aufstrebenden Volkswirtschaften über

Lokale Ereignisse und Risikoaversion als Störeinflüsse in aufstrebenden Volkswirtschaften

Parallel zur Ausweitung der Renditenaufschläge auf US-Unternehmensanleihen unter Anlagequalität erhöhten sich auch die Aufschläge auf Staatsanleihen aufstrebender Volkswirtschaften im Juni und Juli deutlich (Grafik 1.7). In mehreren aufstrebenden Volkswirtschaften, insbesondere Brasilien, wurden die Finanzmärkte durch ein Zusammentreffen lokaler Ereignisse und wachsender Risikoaversion unter den Anlegern in aller Welt erschüttert. In Brasilien und der Türkei drückte politische Unsicherheit, gepaart mit wachsenden Zweifeln an der Tragfähigkeit der Schuldenlast, stark auf die Preise von Vermögenswerten und auf die Währung. In Uruguay lösten Kapitalabflüsse eine Bankenkrise aus, als von der Liquiditätskrise betroffene Argentinier Ersparnisse aus Banken des Nachbarlandes abzogen. Diese Ereignisse hatten einen Anstieg der Risikoprämien quer durch alle aufstrebenden Volkswirtschaften zur Folge, insbesondere für Länder mit hohem Haushaltsdefizit oder schweren Schuldendienstverpflichtungen. Dennoch blieben für viele Kreditnehmer mit hoher oder sich verbessernder Bonität die Konditionen für die Mittelaufnahme günstig, da die höheren Aufschläge durch niedrigere US-Dollar- und Euro-Renditen ausgeglichen wurden.



Besorgnis über die Gesundheit des türkischen Premierministers und den plötzlichen Rücktritt mehrerer Kabinettsminister lösten im Juni und Anfang Juli eine Flucht aus türkischen Vermögenswerten aus. Der Aussenwert der türkischen Lira sank in der Zeit um beinahe 15%, und der Renditenaufschlag auf US-Dollar-Staatsanleihen des Landes stieg um über 400 Basispunkte auf fast 11%. Ein politischer Kompromiss stützte dann die derzeitige Regierung, wenigstens bis zu den Wahlen im November, und die Auszahlung zugesagter IWF-Mittel stabilisierte danach die Lira und den Preis türkischer Schuldtitel.

Unsicherheit hinsichtlich der bevorstehenden Präsidentenwahlen in Brasilien und der Tragbarkeit des Haushaltsdefizits des Landes löste ähnlichen Druck auf brasilianische Aktiva aus, aber strukturelle Besonderheiten der Staatsschuldtitel Brasiliens verschärften die Situation zusätzlich. Die Anleger begannen, brasilianische Aktiva abzustossen, als der Präsidentschaftskandidat der Regierungskoalition in landesweiten Meinungsumfragen gegenüber den Kandidaten anderer Parteien an Boden verlor. Die Verkaufswelle drückte den Wechselkurs des Real nach unten und die Sätze, zu denen die Regierung ihre Inlandsschulden refinanzieren konnte, nach oben. Da ein grosser Teil der Inlandsschulden Brasiliens an den Wechselkurs des Real gekoppelt ist, erhöhten sich der Umfang der Staatsschulden und der Schuldendienst in raschem Tempo. Schnell bildete sich ein Teufelskreis, und der Real büsste von Mitte April bis Ende Juli die Hälfte seines Wertes ein. Gleichzeitig vervierfachte sich der Renditenaufschlag auf US-Dollar-Staatsanleihen Brasiliens nahezu auf fast 2 400 Basispunkte.

Die Ankündigung eines Kreditpakets des IWF, im Nominalwert von \$ 30 Mrd., brachte Brasilien Anfang August kurzfristig etwas Ruhe. Da das Paket jedoch längerfristig konzipiert ist und da der Markt die Fähigkeit aller derzeitigen Präsidentschaftskandidaten, die Fiskalaufgaben des Pakets zu erfüllen, skeptisch beurteilte, gingen die nach der Ankündigung eingetretenen Gewinne rasch wieder verloren. Der erneute Druck auf brasilianische Aktiva verstärkte sich noch, als Moody's wenige Tage nach der Ankündigung des IWF-Pakets das Rating der Auslandsschulden auf B2, fünf Bonitätsgrade unter Anlagequalität, herabstufte. Gegen Ende August wurden die Renditenaufschläge Brasiliens wieder enger angesichts wachsender Unterstützung für den Kandidaten der Regierungskoalition, der erkennbaren Stabilisierung des Wechselkurses und der sich weltweit verringernenden Risikoscheu.

Uruguay musste Anfang August wegen Ansteckungseffekten der Ereignisse im Nachbarland Argentinien seine Banken schliessen. Im Juni gab Uruguay den Wechselkurs seiner Währung frei, als sowohl der argentinische Peso als auch der brasilianische Real neue Tiefstwerte erreichten. Die Zentralbankreserven Uruguays setzten im Juli zu einem steilen Fall an, als argentinische Einleger, die nicht mehr auf ihre Einlagen im eigenen Land zugreifen konnten, ihre Ersparnisse bei uruguayischen Banken abzuziehen begannen. Kurz danach stellten die USA einen Notkredit von \$ 1,5 Mrd. zur Verfügung, der durch ein Paket unter der Federführung des IWF abgelöst werden sollte.

Anleger besorgt
wegen Wahlen in
Brasilien

Ansteckung trifft
Uruguay

Finanzierungs-
kosten für
kreditwürdigere
Schuldner nach wie
vor tief

Kreditwürdigere Schuldner litten vergleichsweise weniger unter der Ansteckung von Brasilien, was zeigt, dass die Anleger nach wie vor zwischen Schuldnern aus aufstrebenden Volkswirtschaften differenzieren können. Die asiatischen Länder (ohne Japan) verzeichneten im zweiten Quartal 2002 einen kräftigen Absatz internationaler Anleihen und Aktien, der durch die bisher grösste Unternehmensanleihe aus dieser Region hochgetrieben wurde, eine Emission der malaysischen Ölfirma Petronas über \$ 2,7 Mrd. (s. „Der internationale Markt für Schuldtitel“, S. 27). Zu Beginn des dritten Quartals verlangsamte sich der Absatz offenbar, aber Emittenten mit hoher oder sich verbessernder Bonität hatten nach wie vor guten Zugang zu den internationalen Märkten. Im Juli und August weiteten sich zwar die Renditenaufschläge selbst für Schuldner mit Anlagequalität wie z.B. Korea mässig aus, der starke Rückgang der US-Dollar- und Euro-Renditen verringerte jedoch tatsächlich die Finanzierungskosten für zahlreiche Emittenten. Darüber hinaus waren die Märkte gegenüber erstmaligen Emittenten aufnahmebereit. Iran gelangte zum ersten Mal seit der Revolution von 1979 an den internationalen Anleihemarkt: Die Zentralbank nahm Ende Juli € 625 Mio. auf.

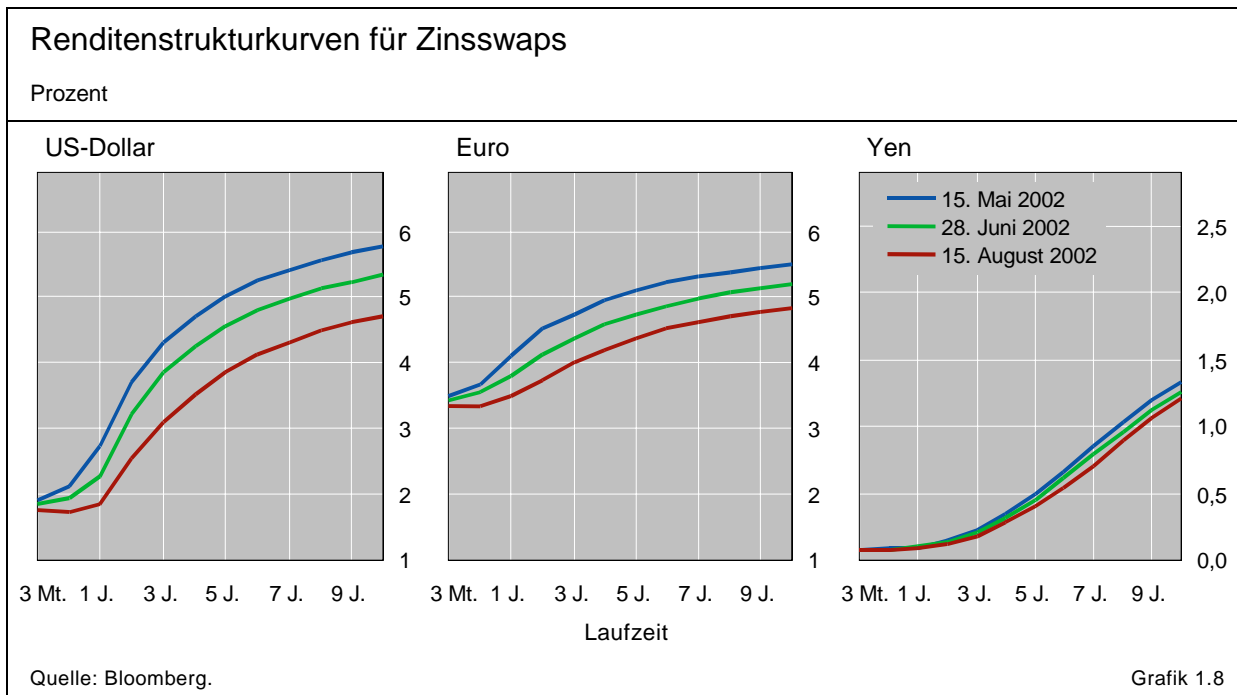
Renditenstrukturkurven zeigen auf lange Sicht Optimismus an

Aus der Entwicklung der Renditenstrukturkurven geht wachsender Pessimismus hinsichtlich der kurzfristigen Aussichten der Weltwirtschaft hervor. Im Juni und Juli, als die Anleger an den Märkten für Aktien und Unternehmensanleihen ihr Augenmerk auf das spezifische Bonitätsrisiko richteten, galt die Aufmerksamkeit jener Anleger, die Positionen auf die Entwicklung der Renditenstrukturkurve eingingen, weiterhin den allgemeinen Wirtschaftsdaten. Die Daten verzeichneten einen eigentlichen Umschwung zwischen den ersten Monaten des Jahres und den Sommermonaten, d.h. die grossen Hoffnungen auf eine kräftige Erholung verwandelten sich in Besorgnis über eine mögliche „double-dip“-Rezession in der Realwirtschaft. Die enttäuschenden Daten gipfelten in einer schwachen vorläufigen Schätzung des US-BIP für das zweite Quartal, die am 31. Juli bekannt gegeben wurde, und einem überraschend geringen Wert für die US-Beschäftigungsentwicklung ohne Agrarsektor, der am 2. August veröffentlicht wurde. Während die Swaprenditenkurven bis Mitte Mai relativ stabil geblieben waren, sanken sie von da an bis Mitte August erheblich (Grafik 1.8). Da die Anleger die US-Daten genauer beobachteten, war die Verschiebung der US-Dollar-Kurve stärker als die der Euro-Kurve. Dass die Yen-Kurve gleichzeitig praktisch stabil blieb, deutet auf weitgehend unveränderte Erwartungen bezüglich der japanischen Wirtschaft hin.

In der Form der US-Dollar- und Euro-Renditenkurven am kurzen Ende schlug sich eine Umkehr der Erwartungen bezüglich der Geldpolitik nieder. Zu Jahresbeginn hatte eine steile Neigung am kurzen Ende die Erwartung einer wahrscheinlichen Erhöhung der Zentralbanksätze angezeigt. Bis August war die Neigung ungewöhnlich flach geworden, was zeigt, dass nun eher mit einer geldpolitischen Lockerung als mit einer Straffung gerechnet wurde. Mit ungewöhnlicher Besorgnis wurden die Sitzung des Offenmarktausschusses der

Fallende
Renditenstruktur-
kurven wegen ent-
täuschender Daten

Flachere Kurven am
kurzen Ende wegen
erwarteter
Lockerung der
Geldpolitik ...



Federal Reserve (FOMC) vom 13. August und ihre Ergebnisse bezüglich der US-Geldpolitik erwartet. Der FOMC beschloss dann aber, den Leitzinssatz noch nicht zu senken. Einen Tag später fiel die Rendite von 2-jährigen US-Dollar-Swaps auf 2,3%, den tiefsten je erreichten Stand; offenbar waren die Marktteilnehmer überzeugt, dass die Federal Reserve noch vor Ende 2002 die Zinsen senken würde. In Europa trug der steigende Aussenwert des Euro dazu bei, Bedenken des Marktes, die EZB werde in naher Zukunft ihre Zinssätze anheben, zu beschwichtigen.

Noch während die Marktteilnehmer die Chancen für eine baldige wirtschaftliche Erholung zunehmend skeptisch beurteilten, schienen sie bezüglich der längerfristigen Aussichten optimistisch gestimmt. Jenseits der 1-Jahres-Laufzeit blieb die Neigung der US-Dollar- und der Euro-Renditenstrukturkurve relativ steil. Ein Rückgang der langfristigen Renditen unmittelbar nach der FOMC-Sitzung vom August deutet zwar darauf hin, dass die Marktteilnehmer zunächst enttäuscht über das Ausbleiben einer Zinssenkung waren, doch zwei Tage später stiegen diese Renditen steil an, was eine positivere Beurteilung anzeigt. Ab Mitte August betrug der Abstand zwischen der 10-Jahres- und der 1-Jahres-Rendite für US-Dollar-Swaps 281 Basispunkte und für Euro-Swaps 135 Basispunkte. In der flachen Neigung der Kurven am kurzen Ende und der steilen Neigung am langen kommt die Ansicht zum Ausdruck, dass die erwartete geldpolitische Lockerung ausreichen werde, um auf längere Sicht eine robuste Erholung zu stützen.

... und weiterhin steiles langes Ende wegen längerfristigen Optimismus

Klarheit und Wahrheit: das Sarbanes-Oxley-Gesetz von 2002

Am 30. Juli wurde in den USA der „Sarbanes-Oxley Act“ zu geltendem Recht. Das Gesetz ist eine Reaktion auf die Serie von Bilanzunregelmässigkeiten, die das Vertrauen der Anleger an den US-Aktienmärkten untergraben haben. Seine wichtigsten Ziele sind: den Anlegern aktuelle und verlässliche Informationen über Unternehmen zu verschaffen, die Rechenschaftspflicht von Führungskräften zu verbessern und die Unabhängigkeit der Revision zu stärken. Mit dem Verabschieden dieses Gesetzes wurde anerkannt, dass fundierte Informationen über die einzelnen Unternehmen wesentlich sind, damit die Märkte ihre Funktion bei der Kapitalallokation wirklich wahrnehmen können.^①

Das Gesetz bringt weit reichende Änderungen der bestehenden Gesetzgebung mit sich und führt eine Reihe neuer Vorschriften für das oberste Verwaltungsorgan und die Geschäftsleitung von US-Publikumsgesellschaften ein. Es wird erhebliche Konsequenzen für an den US-Börsen notierte Gesellschaften und für eine Reihe von Berufsständen haben. Die Securities and Exchange Commission (SEC) der USA wird für den Vollzug der neuen Vorschriften zuständig sein. In diesem Kasten werden die wichtigsten Elemente des neuen Gesetzes zusammengefasst.^②

Offenlegung. In dem Gesetz wird hervorgehoben, dass die bei der SEC eingereichten Finanzausweise die Finanzlage und den Erfolg der börsennotierten Gesellschaften getreu darstellen müssen, einschliesslich aller wesentlichen Bilanzbereinigungen gemäss den Generally Accepted Accounting Principles (GAAP: allgemein anerkannte Buchführungsgrundsätze) und/oder Regelungen und Vorschriften der SEC. Eine der wichtigsten Bestimmungen lautet, dass der Chief Executive Officer (CEO) und der Chief Financial Officer (CFO) die Richtigkeit jedes Jahres- und Quartalsausweises, der bei der SEC eingereicht wird, eidlich bestätigen müssen.^③ Mit ihrer Unterschrift bestätigen sie, dass sie den Finanzausweis gelesen haben, dass er die Finanzlage und den Erfolg der Gesellschaft getreu darstellt und dass er den einschlägigen Vorschriften des Securities Exchange Act von 1934 vollständig entspricht. Eine neue strafrechtliche Bestimmung sieht Bussen und/oder Gefängnisstrafen für einen CEO oder CFO vor, der wissentlich einen nicht vorschriftsgemässen oder falschen Finanzausweis bestätigt.

Regulierung von Handels- und anderen Geschäften von Mitarbeitern sowie Mitgliedern des Verwaltungsorgans. Firmen-Insider müssen jetzt jegliche Änderung ihrer Eigentumsverhältnisse in Bezug auf Aktien ihres Unternehmens innerhalb von zwei Geschäftstagen nach der Transaktion melden. Den Gesellschaften ist es auch, mit eng begrenzten Ausnahmen, verboten, den Mitgliedern ihres Verwaltungsorgans oder der Geschäftsleitung Kredite aus Gesellschaftsmitteln zu gewähren.

Prüfungsausschüsse. Das neue Gesetz sieht vor, dass sich der Prüfungsausschuss einer Gesellschaft ausschliesslich aus unabhängigen Mitgliedern des Verwaltungsorgans (d.h. Mitgliedern, die kein Beratungshonorar erhalten und nicht mit Personen, die mit der Gesellschaft verbunden sind, in Beziehung stehen) zusammensetzen soll. Darüber hinaus soll der Prüfungsausschuss direkt für die Ernennung und Überwachung der Revisoren und für das Festlegen von Verfahren für die Entgegennahme und Behandlung von Beschwerden im Zusammenhang mit der Rechnungslegung (einschl. anonymer Hinweise von Angestellten auf fragwürdige Rechnungslegungspraktiken) verantwortlich sein. Der Prüfungsausschuss wird befugt sein, für die Erfüllung seiner Pflichten unabhängige Anwälte und Berater beizuziehen.

Unabhängigkeit und Pflichten der Revisoren. Revisoren werden eine Reihe von Pflichten erfüllen müssen, damit sie den Finanzausweis eines Unternehmens bestätigen dürfen. Dazu gehört ein Verbot, den geprüften Unternehmen Dienstleistungen ausserhalb der Rechnungsprüfung anzubieten, wie Buchführung, Gestaltung von Finanzinformationssystemen, versicherungstechnische Dienstleistungen, Anlage- und Rechtsberatung. Der federführende Revisor darf darüber hinaus für ein und dasselbe Unternehmen die Rechnungsprüfung für höchstens fünf aufeinander folgende Geschäftsjahre vornehmen.

^① S. Kapitel VI in: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 72. Jahresbericht, Juli 2002, Basel. ^② Dieser Kasten stützt sich zum Teil auf das Informationsbulletin von Wilmer, Cutler und Pickering, *Corporate and Securities Law Developments*, 31. Juli 2002. ^③ Allen 14 000 an US-Börsen notierten Gesellschaften wurde eine Frist bis zum 29. August gesetzt, um ihre Finanzausweise zu bestätigen.

Neue strafrechtliche Bestimmungen und Verschärfung bestehender Bestimmungen. Das Gesetz schafft mehrere neue Straftatbestände, für die Bussen und/oder Gefängnisstrafen vorgesehen sind. Dazu gehören die wissentliche oder vorsätzliche Bestätigung nicht vorschriftsgemässer oder unrichtiger Finanzausweise, Betrug im Zusammenhang mit den Wertpapieren einer börsennotierten Gesellschaft sowie die Vernichtung oder Verfälschung von Unterlagen in der Absicht, eine Untersuchung durch eine Bundesbehörde zu behindern. Das Gesetz erhöht ausserdem die bisherigen Strafen für Wirtschaftsverbrechen und Betrug. Darüber hinaus sind Repressalien und Racheakte des Unternehmens gegenüber Anzeige erstattenden Mitarbeitern in Zukunft ein Verbrechen, das mit Gefängnis bestraft wird.

Sonstige Bestimmungen. Mit dem Gesetz wird ein neues Aufsichtsgremium für Wirtschaftsprüfer, das Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), geschaffen. Dieses erhält weit reichende Befugnisse für die Festlegung von Berufsstandards und die Regelung der Durchführung der Revision durch Wirtschaftsprüfungsunternehmen; es untersteht der Oberaufsicht der SEC. Das PCAOB soll ferner prüfen, ob die GAAP von einem auf festen Regeln beruhenden System in ein auf Grundsätzen beruhendes System umgewandelt werden sollen, und es wird mehrere Fragen im Zusammenhang mit der Rechnungslegung untersuchen, z.B. die Behandlung von Zweckgesellschaften. Das Gesetz beauftragt überdies die SEC, sich mit Interessenkonflikten von Wertpapieranalysten zu befassen.^④

^④ Im Mai 2002 hatte die SEC schon Vorschlägen der National Association of Securities Dealers und der New Yorker Börse zugestimmt, solche Interessenkonflikte zu behandeln. Gemäss den neuen Vorschriften müssen die Institute sowohl die Streuung ihrer Einstufungen (d.h. „Kaufen“, „Verkaufen“ oder „Halten“) als auch ihre Investmentbankgeschäfte mit den beurteilten Unternehmen offen legen, und sie müssen für eine strikte Trennung ihrer Wirtschaftsforschungs- und Investmentbankdienste sorgen. Nach Abschluss einer Erhebung zu Marktpraktiken wird die SEC möglicherweise weitere Vorschriften erlassen.