



Pressemitteilung

Presseanfragen: +41 61 280 8188
press.service@bis.org
www.bis.org

BIZ-Quartalsbericht Juni 2002

Der BIZ-Quartalsbericht gliedert sich in zwei Teile. Im ersten Teil werden die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten, bei den Finanzierungsströmen und im Derivatgeschäft analysiert. Im zweiten Teil werden Themen von besonderem Interesse aufgegriffen. Diese Ausgabe enthält drei Beiträge, die verschiedene Aspekte der Funktionsweise der US-Märkte für festverzinsliche Instrumente untersuchen.

Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

Schwindendes Vertrauen auf kräftige Erholung

In den ersten Monaten des Jahres 2002 ebte die überschwängliche Stimmung ab, die im vierten Quartal 2001 an den Finanzmärkten aufgekommen war. Vom Jahresbeginn bis zur ersten Maiwoche sanken die Aktienkurse und bröckelten die langfristigen US-Zinssätze, da das Vertrauen auf eine kräftige Erholung der Wirtschaft schwand. In Europa beschworen steigende Ölpreise und neue Lohnverhandlungen das Gespenst der Inflation herauf, und die langfristigen Zinssätze zogen an. An den Aktienmärkten zerschlugen sich die Hoffnungen der Anleger, als Anzeichen einer Erholung der Unternehmensgewinne im Gleichschritt mit der Gesamtwirtschaft ausblieben. Zusätzlich wurden die Aktienkurse gedrückt durch anhaltende Skepsis hinsichtlich der Offenlegungs- und Rechnungslegungspraxis der Unternehmen, durch neue Meldungen über die Neigung von Börsenanalysten einseitige Empfehlungen abzugeben, sowie durch eine plötzliche Abneigung gegenüber Unternehmen mit hoher kurzfristiger Verschuldung.

Trotz einer relativ steilen Renditenstrukturkurve zogen grosse Unternehmen das lange Ende des Schuldtitelmarktes dem kurzen vor. Einige Unternehmen konnten kein Commercial Paper (CP) ausgeben, da sie Schwierigkeiten hatten, Back-up-Fazilitäten zu erhalten. Im April gab der grösste Anbieter solcher Fazilitäten seinen Rückzug aus diesem Geschäft bekannt, womit sich der CP-Markt für viele Unternehmen praktisch verschloss. Um Mittel zu kurzfristigen Zinssätzen zu erhalten, legten einige Schuldner langfristige Unternehmensanleihen auf und wandelten dann ihre Festzinsszahlungen über den Swapmarkt in variable Zinszahlungen um.

Hinsichtlich der aufstrebenden Volkswirtschaften schienen die Anleger weiterhin zuversichtlich, dass eine schwache Erholung in den Industrieländern die Wachstumsaussichten einiger bevorzugter Länder in dieser Gruppe nicht untergraben würde. Zu den Aktienmärkten mit der besten Entwicklung gehörten diejenigen von Mexiko, Korea und den südostasiatischen Ländern, die vermutlich am meisten von einer wirtschaftlichen Erholung in den USA profitieren würden. Trotz anhaltender wirtschaftlicher Probleme in Argentinien wurden die Zinsspannen auf Staatsanleihen in einem Umfeld niedrigerer internationaler Zinssätze im Allgemeinen enger.

Der internationale Markt für Schuldtitel

Der konjunkturellen Erholung in den USA im *ersten Quartal 2002* stand keine entsprechende Zunahme der Nachfrage nach internationalen Finanzierungen gegenüber. Der *Nettoabsatz* am internationalen Markt für Schuldtitel sank gegenüber dem Vorquartal um 25%. Die Hauptursache dieses Rückgangs war jedoch, dass der Absatz im vierten Quartal 2001 durch Emissionen aufgebläht worden war, die nach den Terroranschlägen vom 11. September verschoben worden waren. Ohne diesen Sonderfaktor wäre der *Nettoabsatz* mehr oder weniger stabil gewesen. Der *Bruttoabsatz* nahm im ersten Quartal mässig zu; diesem Wachstum stand jedoch ein Rekordvolumen an Tilgungen gegenüber.

Im ersten Quartal verschoben sich ferner die Fälligkeitenstruktur und die Zusammensetzung des Schuldnerkreises am internationalen Schuldtitelmarkt. Probleme am Commercial-Paper-Markt drängten zwar erneut Schuldner an den langfristigen Markt, jedoch reduzierten sowohl Finanzinstitute als auch Unternehmen ihre Nettomittelaufnahme an diesem Markt, wobei die Abwesenheit des Telekomsektors auffiel. Hingegen kehrten Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften wie Brasilien, China, Malaysia und den Philippinen an den Markt zurück.

Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz der von der BIZ erfassten börsengehandelten Finanzderivate sank im ersten Quartal 2002 geringfügig, nachdem im Vorquartal ein Rekordumsatz verzeichnet worden war. Der Nominalwert der Transaktionen ging um 1% zurück, und zwar zum Teil deswegen, weil das Ausbleiben nennenswerter Änderungen von Notenbanksätzen zu einer gewissen Beruhigung an den Festzinsmärkten führte. Der Handel mit Eurodollar-Futures blieb zwar lebhaft, aber der Handel mit Optionen auf diese Futures schrumpfte stark. Zuvor hatte ein Jahr lang eine intensive Absicherungstätigkeit geherrscht, ausgelöst durch ein Hochschnellen der Hypothekenrefinanzierungen in den USA.

Der Handel mit Aktienindexkontrakten war bemerkenswert lebhaft. Der Umsatz dieser Kontrakte stieg im ersten Quartal um 5%, wobei ein grosser Teil des Anstiegs auf Korea und Japan entfiel. In Korea wuchs der Handel mit Indexderivaten um 20%, sodass Seoul zum umsatzstärksten Markt nach Chicago wurde. Parallel zum Umsatz der koreanischen Kontrakte entwickelte sich der zugrunde liegende Aktienmarkt bemerkenswert lebhaft. In Japan schnellte der Handel mit Indexkontrakten nach einem Beinaherekordtief im Januar kräftig in die Höhe. Dieser Höhenflug dürfte zum Teil durch die neue „Uptick“-Vorschrift am Kassamarkt ausgelöst worden sein; die Anleger wandten sich dabei dem Futures-Markt zu, um die am Kassamarkt schwierig gewordenen Short-Positionen einzugehen.

Das internationale Bankgeschäft

Im *vierten Quartal 2001* nahmen die Bankmittelströme in aufstrebende Volkswirtschaften zum zweiten Mal in Folge zu. Im vierten Quartal 2001 waren Nettozuflüsse von insgesamt \$ 25 Mrd. zu verzeichnen, nachdem sich von Mitte 1999 bis Mitte 2001 jeweils Nettoabflüsse von durchschnittlich \$ 38 Mrd. je Quartal ergeben hatten. Die Forderungen gegenüber Südostasien erhöhten sich zum ersten Mal seit der dortigen Finanzkrise. Die Mittelströme nach China und in die Erdöl exportierenden Länder wurden ebenfalls positiv, was aber auf den Abzug von Einlagen und nicht auf eine Zunahme der Kredite zurück-

zuführen war. Die Banken verringerten ihr Engagement in Argentinien, erhöhten aber ihre Forderungen gegenüber Russland und anderen osteuropäischen Schuldnern.

Trotz der Wende bei den Mittelströmen in aufstrebende Volkswirtschaften verlangsamte sich das Wachstum des internationalen Bankkreditmarktes im vierten Quartal 2001 weiter, gebremst durch die Schwäche der Weltwirtschaft. Transfers zwischen Geschäftsstellen und erhöhte Käufe von US-Wertpapieren stützten das Auslandsgeschäft am Dollarmarkt. In Europa dagegen führten eine gedämpfte Nachfrage der Unternehmen nach Bankkredit sowie Bemühungen der Unternehmen, sich weniger stark kurzfristig zu verschulden, zum ersten Quartalsrückgang der Auslandsforderungen in Euro seit Beginn der Währungsunion.

In einem Kasten wird der überraschend starke Anstieg der Fremdwährungseinlagen in China in den letzten Jahren untersucht und der Fluss der Mittel in das internationale Bankensystem und die ausländischen Wertpapiermärkte verfolgt.

Features

Änderungen im Informationsgehalt von Marktzinssätzen

Zwei Ökonomen der US-Notenbank, Vincent Reinhart und Brian Sack, erarbeiten anhand der Entwicklung von fünf langfristigen US-Zinssätzen Informationen über fünf Fundamentalfaktoren: den risikofreien Zinssatz, die Liquiditätspräferenz, das Kreditrisiko, Schocks am US-Schatztitelmarkt und Schocks am Swapmarkt. Mit Hilfe dieser Informationen beschreiben sie dann Verhaltensänderungen an den US-Märkten für festverzinsliche Instrumente seit Herbst 1998, als Russland die Bedienung seiner Schulden einstellte und der Hedge-Fonds Long-Term Capital Management beinahe zusammenbrach. Sie gelangen u.a. zu dem Befund, dass die stärkeren Schwankungen der Schatztitelrenditen in den letzten Jahren vor allem auf marktspezifische Schocks zurückzuführen sind. Zudem stellen sie fest, dass die Renditenaufschläge bei Unternehmenstiteln immer stärker von anderen Faktoren als dem Kreditrisiko beeinflusst werden.

Wie erklärt sich der Liquiditätsspread?

Die Entwicklung des so genannten Liquiditätsspreads wird seit den Marktturbulenzen vom Herbst 1998 mit grosser Aufmerksamkeit verfolgt. Dieser Spread wird gemessen als die Renditendifferenz zwischen älteren und aktuellen US-Schatzpapieren. Craig Furfine und Eli Remolona, beide von der BIZ, untersuchen die Handelstätigkeit, die hinter den massiven Veränderungen des Spreads im Herbst 1998 stand, etwas genauer. Auf den ersten Blick ist nicht offensichtlich, dass sich der Handel von älteren zu aktuellen US-Schatzpapieren verlagerte, wie dies aus vereinzelt Meldungen hervorzugehen scheint. Erst durch Konzentration auf die unmittelbare Voremission der aktuellen Emission und nach Berücksichtigung verschiedener Faktoren, die den Handel beeinflussen, können die Autoren eine solche Verlagerung nachweisen. Ein weiteres Ergebnis ihrer Untersuchung ist, dass Transaktionen im Herbst 1998 stärkere Auswirkungen auf den Kurs beider Papiere hatten, was auf verminderte Liquidität in dieser Krisenzeit hindeutet. Es fällt auf, dass sich die Kursreaktion bei der älteren Schatzanweisung sehr viel deutlicher verstärkte, was darauf schliessen lässt, dass die Entwicklung des Liquiditätsspreads eher Veränderungen der relativen als der absoluten Liquidität anzeigt.

Handelsstrategien am US-Schatztitelmarkt mit positiver Rückkopplung

Benjamin Cohen von der BIZ und Hyun Song Shin von der London School of Economics untersuchen den Kursbildungsmechanismus am US-Schatzanleihemarkt. Ihr besonderes Augenmerk gilt dabei den kurzfristigen Wechselwirkungen zwischen den Anleihekursen und Kauf- und Verkaufsaufträgen. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass Käufe und

Verkäufe einen starken Einfluss auf die Kurse haben und dass dieser Einfluss an den Tagen mit relativ intensivem und volatilem Handel stärker ist als an ruhigeren Tagen. Damit bestätigt sich ein schon für die Aktienmärkte getroffener Befund. Noch interessanter ist, dass sie auch Episoden positiver Rückkopplungen nachweisen, in denen die Händler Kursentwicklungen verstärken, indem sie bei steigenden Kursen kaufen und bei sinkenden Kursen verkaufen; dies ist vor allem bei volatilem Handel der Fall. Diese Erscheinung wird zwar von den Marktteilnehmern als selbstverständlich hingenommen, sie war aber bisher in der akademischen Literatur nicht dokumentiert.