



Pressemitteilung

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

Ref.-Nr.:

8. Dezember 2003

BIZ-Quartalsbericht Dezember 2003

Der heute veröffentlichte *BIZ-Quartalsbericht* gliedert sich in zwei Teile. Im ersten Teil werden die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten, die Finanzierungsströme am Bankkredit- und am Schuldtitelmarkt sowie das Geschehen an den Derivatmärkten analysiert. Im zweiten Teil behandeln vier Artikel bestimmte Aspekte des Schuldtitelmarktes. Der erste zeigt einen Erklärungsansatz dafür, warum die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen deutlich höher sind als die erwarteten Ausfallquoten; der zweite analysiert gemeinsame Bestimmungsfaktoren von Renditenaufschlägen für aufstrebende Volkswirtschaften; der dritte befasst sich mit dem Markt für Credit Default Swaps auf Staatsschuldtitel; im vierten Artikel schliesslich wird ein Weg zur Vereinheitlichung der Staatsanleihemärkte in Ostasien vorgeschlagen.

Internationales Bankgeschäft und internationale Finanzmärkte

Wachstumssignale stärken Anlegervertrauen

Im Oktober 2003 überraschten unübersehbare Anzeichen eines weltweiten Wirtschaftsaufschwungs sogar positiv gestimmte Anleger. Die Renditen nahmen zu, die Aktienkurse stiegen wieder, und die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen und Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften wurden enger. Die Stimmung gegenüber aufstrebenden Volkswirtschaften hellte sich aufgrund einer beispiellosen Folge von Bonitätsheraufstufungen weiter auf. Allein im Oktober wurden zehn Länder, hauptsächlich in Ostasien, heraufgestuft. Im September war solcher Wachstumsoptimismus weniger verbreitet gewesen, als die Anleger an den Staatsanleihemärkten offenbar von gesamtwirtschaftlichen Daten enttäuscht wurden.

Im Gegensatz zu anderen Märkten verzeichneten die Devisenmärkte ungewöhnlich heftige Ausschläge, und der US-Dollar geriet nach einer G7-Sitzung Ende September unter starken Abwärtsdruck. Der Kurseinbruch des Dollars löste jedoch bemerkenswerterweise keinen Anstieg der US-Anleiherenditen aus, wie dies einige Anleger befürchtet hatten.

An einigen Märkten gab es zwar Anzeichen für mögliche Bedenken, doch handelte es sich um Einzelfälle. Die Herabstufung von zwei Automobilherstellern warf ein Schlaglicht auf Schwächen in diesem volatilen Sektor des Marktes für Unternehmensanleihen. Die Ver-

haftung eines prominenten russischen Unternehmensführers warf in Anlegerkreisen Fragen zum neuen Status des Landes als Schuldner mit Anlagequalität auf. Ferner drohten mutmassliche Unregelmässigkeiten in der Investmentfondsbranche zeitweilig den Optimismus der Aktienanleger zu dämpfen.

Der internationale Markt für Schuldtitel

Ein kräftiger Rückgang des Nettoabsatzes bei Schuldnern des Euro-Raums war die Ursache für eine geringere Mittelaufnahme am internationalen Markt für Schuldtitel im *dritten Quartal 2003*. Trotz geringerer Renditeaufschläge sank der Nettoabsatz insgesamt um 14% auf \$ 299 Mrd. Turbulente Marktbedingungen spielten offenbar eine bedeutende Rolle. Der Bruttoabsatz war im August besonders schwach; in diesem Monat waren die Zinssätze sehr volatil. Der Rückgang erwies sich allerdings als kurzfristig; der Bruttoabsatz erholte sich im September und stieg auf den zweithöchsten je verzeichneten Stand.

Die geringere Mittelaufnahme von Schuldnern des Euro-Raums wurde zum Teil durch Schuldner aus anderen Regionen wettgemacht. Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften kehrten an den Markt zurück, insbesondere aus der Türkei und Venezuela, deren Rating im Juli heraufgestuft worden war. Auch US-Finanzinstitute nahmen in relativ grossem Umfang Mittel auf, was den Nettoabsatz von US-Dollar-Papieren auf \$ 138 Mrd. steigen liess. Zum ersten Mal seit zwei Jahren konnte damit der Nettoabsatz in US-Dollar wieder mit dem Nettoabsatz in Euro Schritt halten.

Märkte für derivative Instrumente

Der Gesamtumsatz börsengehandelter Finanzderivate ging im *dritten Quartal 2003* zurück. Der Nominalwert der von der BIZ erfassten Kontraktumsätze belief sich insgesamt auf \$ 223 Bio., was einer Abnahme von 9% gegenüber dem Vorquartal entspricht. Das Geschäft verteilte sich nicht gleichmässig auf die grossen Marktrisikokategorien; bei den Zinskontrakten war ein beträchtlicher Rückgang festzustellen, bei den Aktienindexkontrakten dagegen ein geringfügiger Zuwachs. Ein deutlicher Einbruch bei den Geldmarktkontrakten war für den Gesamtrückgang bei den Zinskontrakten verantwortlich.

Die Märkte für ausserbörsliche Derivate verzeichneten im *ersten Halbjahr 2003* höhere Umsätze. Die neuesten halbjährlichen BIZ-Daten zu den aggregierten Positionen an diesen Märkten zeigen auf Ende Juni einen ausstehenden Nominalwert von insgesamt \$ 170 Bio. an, 20% mehr als Ende 2002. Der vorherige Anstieg hatte 11% betragen. Im ersten Halbjahr erhöhte sich der Bruttomarktwert um 24% auf \$ 7,9 Bio., verglichen mit 43% im Halbjahr davor. Seit 2001 steigen die Bruttomarktwerte rascher als die Nominalwerte.

Das internationale Bankgeschäft

Im *zweiten Quartal 2003* war das Interbankgeschäft erneut deutlich stärker als das Kreditgeschäft mit Unternehmen und anderen Nichtbanken. Der Zuwachs bei den Interbankkrediten war weitgehend auf eine Zunahme bei Repo-Geschäften und konzerninternen Forderungen zurückzuführen. Die Kreditvergabe an Nichtbanken war zwar ebenfalls lebhaft, sie bestand jedoch in Anlagen in internationalen Schuldtiteln, hauptsächlich des öffentlichen Sektors. Wie schon in den vorangegangenen vier Quartalen war das klassische Kreditgeschäft mit Unternehmen und anderen Nichtbanken gedämpft.

Die Nettoströme in aufstrebende Volkswirtschaften – im zweiten Quartal in Folge positiv – waren Bewegungen bei den Einlagen zuzuschreiben. Zwischen den Regionen bestanden freilich beträchtliche Unterschiede. Ein kräftiger Nettozufluss in die Asien-Pazifik-Region war weitgehend das Ergebnis der Rückführung von Einlagen durch Banken in China. Gleichzeitig waren Einlagenrepatriierungen durch Banken in Russland für den zweitstärksten Nettozufluss in die aufstrebenden Volkswirtschaften Europas seit fünf Jahren verantwortlich. Umgekehrt führte die Aufstockung von Einlagen bei an die BIZ berich-

tenden Banken insbesondere durch Banken in Brasilien dazu, dass Lateinamerika zum fünften Mal in Folge einen Nettomittelabfluss verzeichnete.

Features

Das Rätsel der Bonitätsaufschläge

Ein wichtiges Rätsel ist, warum die Renditenaufschläge auf Unternehmensanleihen oft deutlich höher sind, als aufgrund der erwarteten Ausfallverluste anzunehmen wäre. Beispielsweise war der durchschnittliche Aufschlag für Anleihen mit BBB-Rating in den letzten fünf Jahren rund achtmal so gross wie die erwartete Verlustquote. Frühere Erklärungsansätze nannten Steuern, Risikoprämien und Liquiditätsprämien als mögliche Gründe für die hohen Aufschläge. Jeffery Amato und Eli Remolona (beide von der BIZ) überprüfen diese Erklärungen und präsentieren eine neue Alternative.

Sie weisen darauf hin, dass die tatsächlichen Verluste in einem Portfolio von Unternehmensanleihen oft die erwarteten Verluste übersteigen. Frühere Erklärungen der Bonitätsaufschläge gingen davon aus, dass die Anleger das Risiko solcher unerwarteter Verluste durch Diversifizierung mindern können. Amato und Remolona weisen jedoch nach, dass wegen der asymmetrischen Verteilung der Erträge von Unternehmensanleihen eine Diversifizierung nur mit einem aussergewöhnlich grossen Portfolio möglich wäre. Sie legen Daten vom Markt für Collateralised Debt Obligations vor, die darauf hindeuten, dass so grosse Portfolios gar nicht gebildet werden können. Die Anleger tragen somit immer das Risiko, dass die tatsächlichen Verluste die erwarteten Verluste übersteigen. Nach Ansicht der Autoren sind die Renditenaufschläge deshalb so hoch, weil sie die Anleger für dieses Risiko entschädigen.

Gemeinsame Bestimmungsfaktoren von Renditenaufschlägen für aufstrebende Volkswirtschaften

Die Anleihen aufstrebender Volkswirtschaften sind für Portfoliomanager zu einer wichtigen Anlagekategorie geworden. Bei den Renditenaufschlägen für Anleihen verschiedener aufstrebender Volkswirtschaften fällt auf, dass sie sich im Zeitverlauf oft parallel entwickeln. Patrick McGuire (BIZ) und Martijn Schrijvers (De Nederlandsche Bank) untersuchen, wie weit diese Renditenaufschläge mit nur gerade einem oder zwei Faktoren erklärt werden können, die allen Emittenten gemeinsam sind.

Gestützt auf eine Stichprobe von 15 Emittenten aus aufstrebenden Volkswirtschaften gelangen die Autoren zu dem Befund, dass gemeinsame Bestimmungsfaktoren für durchschnittlich ein Drittel der gesamten täglichen Veränderungen der verschiedenen Aufschläge verantwortlich sind. Ein einziger gemeinsamer Faktor erklärt rund 80% der gemeinsamen Veränderung. Dieser Faktor spiegelt offenbar vor allem veränderte Risikoeinstellungen der Anleger wider.

Credit Default Swaps auf Staatsschuldtitel

Kontrakte auf Staatsschuldtitel bilden ein wachsendes Segment des Marktes für Credit Default Swaps (CDS). Nach Untersuchung der Notierungs- und Kontraktdaten eines bedeutenden CDS-Inter-Dealer-Brokers über mehrere Jahre können Frank Packer (BIZ) und Chamaree Suthiphongchai (Bank of Thailand) eine Charakterisierung dieses Marktsegments vorlegen.

Ihr Befund ist, dass der Handel mit CDS auf Staatsschuldtitel auf weniger Namen konzentriert ist als derjenige mit CDS auf Unternehmens- oder Bankschuldtitel. Die Untersuchung ergibt auch eine Konzentration der Kontrakte auf Referenzwerte mit relativ kurzer Laufzeit; dies ist offenbar auf den recht hohen Anteil von Staaten mit niedriger Bonitätseinstufung

bei den Emissionen mit kurzen Laufzeiten zurückzuführen. Die Autoren stellen zudem fest, dass die Prämien bei CDS auf Staaten mit sehr niedriger Bonitätseinstufung in der Regel erheblich höher sind als bei CDS auf entsprechend niedrig eingestufte Unternehmen. Ihrer Ansicht nach stimmt dies mit der grösseren Unsicherheit des Marktes hinsichtlich der Folgen staatlicher Zahlungsunfähigkeit überein.

Vereinheitlichung der Staatsanleihemärkte in Ostasien

Die Asien-Krise von 1997 enthielt für die geldpolitischen Entscheidungsträger der Region zwei Lehren: erstens Devisenreserven aufzubauen, zweitens die inländischen Anleihemärkte zu entwickeln. Robert McCauley (BIZ) beleuchtet einen interessanten Zusammenhang zwischen diesen beiden Zielen.

Wenn die Zentralbanken der Region wegen Kapitalzuflüssen Devisenreserven kumulieren, sterilisieren sie die Zuflüsse, d.h. sie verkaufen Schuldtitel am Inlandsmarkt, um eine Ausweitung der Bankreserven zu verhindern. McCauley weist nach, dass Zentralbanken mit umfangreichen Reserven zu diesem Zweck schliesslich eigene Schuldtitel ausgeben, nachdem sie die Staatsschuldtitel aus ihren Portfolios verkauft haben. Da diese Schuldtitel im Allgemeinen als Zentralbankschulden ausgegeben werden, ist jedoch seiner Ansicht nach die Gelegenheit, den Anleihemarkt zu entwickeln, weitgehend versäumt worden.

McCauley schlägt vor, die Zentralbankschulden in Staatsschulden umzuwandeln, selbst wenn das einer „Überfinanzierung“ der öffentlichen Hand gleichkommt. Mit nur einem einzigen grossen Schuldner könnten die Schuldtitel an einem grösseren und liquideren Markt gehandelt werden. Der Autor erläutert, wie Indonesien, Korea, Malaysia, Taiwan (China) und Thailand dies erreichen könnten und welches die Konsequenzen wären.