



## Pressemitteilung

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

Ref.-Nr.:

7. März 2005

---

### **BIZ-Quartalsbericht März 2005**

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. Der zweite Teil umfasst vier Artikel: einen über den Handel in asiatischen Währungen, einen weiteren über zeitvariable Engagements und die Hebelwirkung bei Hedge-Fonds, einen dritten über CDS-Indextranchen und die Bewertung der Kreditrisikokorrelationen sowie einen vierten über Vertragsbedingungen und Preisfindung bei CDS.

#### **Niedrige Renditen bei robustem Wirtschaftswachstum**

An den wichtigsten Märkten blieben die langfristigen Renditen auch zu Beginn des Jahres überraschend niedrig. Sie sanken sogar noch, als sich die globalen Wachstumsaussichten zu verbessern schienen und die US Federal Reserve weitere Erhöhungen der Leitzinssätze ankündigte. Bei stabilen Inflationserwartungen sahen die Marktteilnehmer die Nachfrage von Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften nach langfristigen Aktiva häufig als einen wesentlichen Faktor für die niedrigen Nominalrenditen an.

Die niedrigen Renditen nährten nach wie vor das Interesse der Anleger an höherrendierenden Instrumenten. Befürchtungen, die US-Leitzinsen könnten rascher steigen als erwartet, führten in der Zeit um den Jahreswechsel zu einer leichten Ausweitung der Aufschläge auf Unternehmensanleihen und Schuldtitel aufstrebender Volkswirtschaften. Im Februar allerdings lagen sie wieder nahe oder unterhalb ihrer bisherigen Tiefststände. Die Aktienmärkte entwickelten sich ähnlich, mit einem Boom bis Ende 2004 und nachlassender Dynamik im neuen Jahr. Fusionen und Übernahmen – oder ganz allgemein die Aussichten auf eine Erhöhung der Fremdfinanzierung von Unternehmen – sorgten gegen Ende Januar für eine Belebung der Aktienmärkte.



## **Der internationale Anleihemarkt**

Das *vierte Quartal* 2004 schloss ein Rekordjahr für internationale Schuldtitel ab. Der Bruttoabsatz von Anleihen und Notes betrug in diesem Zeitraum \$ 826 Mrd. und liess das Jahresvolumen 2004 auf über \$ 3 Bio. ansteigen, womit es um 14,5% höher lag als im Vorjahr. Dies stellt gemessen am weltweiten BIP einen historischen Rekord dar und deutet auf einen im vergangenen Jahr relativ leichten Zugang zu den Kreditmärkten hin.

Am stärksten stiegen im vierten Quartal die Schuldtitelemissionen der grössten entwickelten Volkswirtschaften. Im Euro-Raum und in den USA stieg der Nettoabsatz sämtlicher internationaler Anleihen um fast \$ 80 Mrd. bzw. \$ 19 Mrd. Vor allem die Emissionen hochrentierender Anleihen in entwickelten Volkswirtschaften hielten sich auf hohem Niveau. Die Emissionen von Schuldern aus aufstrebenden Volkswirtschaften erreichten sogar das bisher höchste Jahresvolumen, da die Spreads dieser Anleihen auf historische Tiefststände fielen.

## **Märkte für derivative Instrumente**

Der Gesamtumsatz der börsengehandelten Derivatkontrakte war im vierten Quartal 2004 schwach, da das Volumen des Handels mit Zins-, Aktienindex- und Währungskontrakten insgesamt um 4% auf \$ 278 Bio. sank. Dieser Rückgang war hauptsächlich auf die Abnahme des Handels mit kurzfristigen Zinskontrakten in Nordamerika zurückzuführen, die ihrerseits im Zusammenhang mit einer zunehmenden Annäherung der Einschätzungen zum zukünftigen geldpolitischen Kurs der USA gestanden haben dürfte.

Der Handel mit auf langfristigen Zinssätzen und auf Aktienindizes basierenden Derivaten war nach wie vor lebhaft – wahrscheinlich als Folge der vermehrten Absicherungsgeschäfte angesichts der sich im Berichtsquartal verschlechternden Wachstumsaussichten für 2005. Das Geschäft mit Währungskontrakten nahm sogar deutlich zu. Ursachen für diese Expansion waren vermutlich sowohl der drastische Wertverlust des Dollars als auch die höheren impliziten Volatilitäten, die sich im Zuge zunehmender Absicherungsgeschäfte und früherer Positionierungen ergaben.

## **Das internationale Bankgeschäft**

Käufe von internationalen Anleihen durch die an die BIZ berichtenden Banken führten im dritten Quartal 2004 insgesamt zu einer Zunahme an Forderungen. Banken im Vereinigten Königreich und im Euro-Raum fragten diese Instrumente besonders aktiv nach, während japanische Banken nach wie vor Anlagen in US- und Euro-Raum-Staatspapieren tätigten. Bei den Krediten an Nichtbanken war ebenfalls eine Zunahme zu verzeichnen, die jedoch sehr moderat ausfiel und grösstenteils auf neue Kredite an Offshore-Zentren zurückzuführen war.

Insgesamt verzeichneten die aufstrebenden Volkswirtschaften einen relativ hohen Nettoabfluss von Mitteln, vor allem weil ihre Einlagen bei den an die BIZ berichtenden Banken zunahmen. Dies war namentlich im Asien-Pazifik-Raum, im Nahen Osten und in Afrika der Fall. Hinter dem Nettoabfluss aus Lateinamerika standen sowohl eine Verringerung der Forderungen als auch neue Einlagen im Ausland. Bei den aufstrebenden Volkswirtschaften Europas bewirkte eine rasante Zunahme der Forderungen an die neuen EU-Mitgliedstaaten einen bescheidenen Nettokapitalzufluss, obwohl einige Länder recht beträchtliche Einlagen im Ausland platzierten.



## Features

### Der Handel in asiatischen Währungen

Der Handel in den meisten asiatischen Währungen nimmt noch rascher zu als der Devisenhandel insgesamt. Corrinne Ho, Guonan Ma und Robert McCauley (BIZ) gelangen zum Ergebnis, dass der Umsatz der asiatischen Währungen von 2001 bis 2004 relativ zum Handel in Gütern und Dienstleistungen rasant gestiegen ist. Grund dafür sind sowohl das weltweite Renditestreben als auch die nachhaltige Vertiefung der asiatischen Finanzmärkte. Neben den Dollar/Yen- und Dollar/Euro-Kassakursen scheinen zunehmend auch Erwartungen bezüglich des Dollar/Renminbi-Wechselkurses einen Einfluss auf die asiatischen Devisenmärkte auszuüben. Dieser Befund steht im Widerspruch zur landläufigen Meinung, dass alle Währungen in Asien in einem Dollarblock gehandelt werden, und deutet stattdessen darauf hin, dass sich der Handel in den meisten asiatischen Währungen zunehmend an effektiven Wechselkursen orientiert.

### Zeitvariable Engagements und Hebelwirkung bei Hedge-Fonds

Flexibilität und die Möglichkeit, den Fremdfinanzierungsgrad rapide zu erhöhen, sind typische Merkmale von Hedge-Fonds. Patrick McGuire, Eli Remolona und Kostas Tsatsaronis (BIZ) decken anhand einer den Anlagestil analysierenden Methodik die Risikofaktoren auf, die die Renditen von Hedge-Fonds bestimmen. Dabei kommen sie zum Schluss, dass sich die Anlagestrategien von Hedge-Fonds mit den jeweiligen Marktbedingungen ändern. Hedge-Fonds mit unterschiedlichen Anlagestilen weisen deutliche Gemeinsamkeiten in Bezug auf ihre Risikoengagements auf; beispielsweise veränderten sich die Risikoengagements der drei berücksichtigten allgemeinen Fondstypen in der Zeit des Aktienmarkthochstandes 2000 in ähnlicher Weise. Die Autoren konstruieren zudem einen grob geschätzten zeitvariablen Indikator für den Fremdfinanzierungsgrad von Hedge-Fonds, der für die Zeit von Ende 1997/98 Spitzenwerte und für die vergangenen Jahre eher moderate Werte anzeigt.

### Indextranchen von Credit Default Swaps und die Bewertung der Kreditrisikokorrelationen

Eine der wichtigsten Innovationen an den Finanzmärkten der letzten Jahre war die Schaffung liquider Instrumente, die den Handel mit Kreditrisikokorrelationen ermöglichen. Jeffery Amato und Jacob Gyntelberg (BIZ) halten fest, dass die Standardisierung der Indextranchen womöglich ein wichtiger Fortschritt in Richtung vollkommenerer Märkte darstellt, da sich bestimmte Arten des Kreditrisikos unter privaten Marktteilnehmern und Finanzinstituten besser übertragen lassen. Die Autoren stellen zudem fest, dass standardisierte Verlusttranchen basierend auf Credit-Default-Swap-Indizes (CDS-Indizes) im Vergleich zu anderen Kreditprodukten recht liquide sind. Sie erläutern die Unterschiede zwischen den Tranchen in Bezug auf marktimplizierte Ausfallzeitpunktkorrelationen und weisen darauf hin, dass diese von der Marktsegmentierung, der Unsicherheit über Kreditrisikokorrelationen, den lokalen Nachfragebedingungen und/oder dem Einsatz von nicht standardmässigen Preismodellen herrühren können.



## **Vertragsbedingungen und Preisfindung bei Credit Default Swaps**

Mit dem Wachstum des Marktes für Credit Default Swaps hat sich auch die Palette der möglichen Vertragsbedingungen bei einem CDS-Kontrakt vergrößert. Die von den Vertragsbedingungen abhängigen Preisunterschiede können sowohl die Märkte als auch die Aufsichtspraxis erheblich beeinflussen. Frank Packer und Haibin Zhu (BIZ) stellen fest, dass CDS-Spreads tendenziell deutlich höher sind, wenn die Kontrakte eine weitgefasste Definition der Auslöser oder eine geringere Zahl an Beschränkungen für lieferbare Schuldtitel enthalten. Veränderungen der erwarteten Ausfallwahrscheinlichkeit und der erwarteten Verlustausfallquote scheinen bei der Preisfindung für diese unterschiedlichen Vertragsbedingungen eine wichtige Rolle zu spielen – ganz so, wie es die Theorie nahe legt. Zudem ist diese Preisfindung im Allgemeinen mit der Zeit einheitlicher geworden, auch wenn es offenbar nach wie vor Hinweise auf eine gewisse regionale Fragmentierung gibt.