



Pressemitteilung

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

Ref.-Nr.:

5. September 2005

BIZ-Quartalsbericht September 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 die Unterscheidung zwischen den weltweiten US-Dollar-Reserven und staatlichen Anlagen in den USA, einen zweiten über Aufbau, Verwendung und jüngste Verbesserungen der konsolidierten BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft, einen dritten mit einer Analyse der Schwankungen der Zinsvolatilität anhand von Swaptiondaten sowie einen vierten, in dem auf der Grundlage von Daten für einzelne Schuldner strukturelle Ausfallmodelle beurteilt werden.

Verbesserte Aussichten geben den Märkten Auftrieb

Freundlichere Wirtschaftsaussichten unterstützten im Zeitraum Mitte Mai bis Mitte August eine Erholung der Aktien- und der Kreditmärkte. Die Aktienmärkte verzeichneten nach guten Gewinnmeldungen einen Aufschwung und erreichten in Japan und in Europa den höchsten Stand seit mehreren Jahren. An den Kreditmärkten stabilisierten sich die Konditionen, sodass die Renditenaufschläge für Unternehmensanleihen von den Spitzenwerten vom Mai, die durch die Herabstufungen der Ratings von US-Automobilherstellern ausgelöst worden waren, zurückgingen. Die Renditenaufschläge für aufstrebende Volkswirtschaften näherten sich den früheren Tiefständen dieses Jahres.

Eine Reihe von Überraschungen beeinträchtigte die Dynamik der Märkte kaum. Die Terroranschläge in London vom Juli dämpften die Euphorie der Anleger nicht. Unsicherheiten politischer Natur in Brasilien und den Philippinen wirkten sich nur sehr kurz auf die aufstrebenden Märkte aus. Die Aufwertung des chinesischen Renminbi wurde ebenfalls gelassen aufgenommen und zeitigte weder auf die Zinssätze noch auf die Wechselkurse der bedeutenden Währungen nennenswerte dauerhafte Auswirkungen. Schliesslich jedoch trug die Besorgnis über die hohen



Erdölpreise dazu bei, dass die Gewinne an den Aktien- und den Kreditmärkten zum Teil wieder verloren gingen.

Weiterhin förderte das niedrige Niveau der Nominalrenditen das Interesse der Anleger an risikoreicheren Anlagen. Die langfristigen Renditen stiegen wohl im Zeitraum Ende Juni bis Mitte August an, insbesondere an den Dollar- und Yen-Märkten, als Anzeichen eines robusten Wachstums sichtbar und die Zinserwartungen nach oben revidiert wurden. Die Renditen vermochten jedoch nicht aus der Bandbreite auszubrechen, in der sie seit einem Jahr gehandelt werden.

Der internationale Anleihemarkt

Die Nachfrage nach internationalen Schuldtiteln blieb im *zweiten Quartal 2005* trotz den Turbulenzen an den weltweiten Kreditmärkten recht robust. Der Bruttoabsatz insgesamt nahm auf saisonbereinigter Basis zu. Sogar ohne Saisonbereinigung erhöhte sich der in Euro gemessene Bruttoabsatz im Euro-Raum erheblich. Der weltweite Nettoabsatz von Anleihen und Notes sank in diesem Zeitraum um 4%; wie der Bruttoabsatz war er aber deutlich höher als im zweiten Quartal 2004.

Beträchtliche Unterschiede waren zwischen den entwickelten Märkten für hochrentierende Anleihen und den aufstrebenden Märkten festzustellen. Hochrentierende Emissionen in entwickelten Volkswirtschaften brachen im April und Mai ein, eine Folge erhöhter Unsicherheit nach der Herabstufung der Ratings von US-Automobilherstellern. Im Juni nahm die Mittelaufnahme aber wieder zu. Dagegen waren die meisten Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften von den Verwerfungen an den Kreditmärkten im Frühjahr relativ wenig betroffen; der Bruttoabsatz stieg weiter, und das Rekordtempo der Mittelaufnahme, das Anfang 2004 eingesetzt hatte, hielt an. Der Absatz von internationalen Anleihen in Landeswährung durch Schuldner aus aufstrebenden Volkswirtschaften stieg erneut, da die Anleger sich zunehmend bereit zeigten, Risiken in lokalen Währungen einzugehen.

Märkte für derivative Instrumente

An den internationalen Derivatbörsen war der Handel auch im *zweiten Quartal 2005* lebhaft. Der gesamte Umsatz in Zins-, Aktienindex- und Währungskontrakten stieg um 11% auf \$ 372 Bio., nach einem Anstieg um 20% im Vorquartal.

Das Umsatzwachstum war hauptsächlich auf die veränderte Einschätzung der künftigen Entwicklung der Leitzinssätze durch die Marktteilnehmer zurückzuführen. Infolgedessen war die Umsatzsteigerung bei den Derivaten (Futures und Optionen) auf kurzfristige Zinssätze am stärksten, während bei den Kontrakten auf langfristige Sätze ein geringfügiger Rückgang eintrat. Das Handelsvolumen der Aktienindexkontrakte stieg zum dritten Mal in Folge, wenn auch etwas weniger stark; möglicherweise waren die Händler angesichts der erhöhten Unsicherheit bezüglich der Aktienrenditen weniger geneigt, Positionen einzugehen.

Der Umsatz mit börsengehandelten Währungsderivaten schnellte im zweiten Quartal um 15% auf \$ 3 Bio. hoch, unterstützt durch die Stärke des Dollars. Hinter der Umsatzsteigerung standen auch wachsende spekulative Geschäfte, wie aus der Verdoppelung der Dollar-Long-Positionen von „Spekulanten“ hervorgeht. Die



Rohstoffderivate verzeichneten ebenfalls ein solides Wachstum, das durch die Preisvolatilität an den Erdölmärkten gefördert wurde.

Das internationale Bankgeschäft

Die Auslandsforderungen der an die BIZ berichtenden Banken schnellten im *ersten Quartal 2005* hoch, mit einem kräftigen Anstieg der Kreditvergabe an Nichtbanken, insbesondere in den USA. Die Banken leiteten auch erneut Mittel an Nichtbanken im Vereinigten Königreich und an Offshore-Finanzplätze, wo Nichtbankfinanzinstitute jeweils sehr aktiv sind. Einige Anzeichen deuten darauf hin, dass Hedge-Fonds und deren Einsatz von Fremdkapital zu diesem Wachstum beitragen.

Gleichzeitig verzeichneten die aufstrebenden Volkswirtschaften einen grossen Mittelzufluss. In erster Linie war dies auf erhöhte Auslandskredite für Banken im Asien-Pazifik-Raum zurückzuführen, obwohl viele Länder der Region einen wachsenden Leistungsbilanzüberschuss aufweisen. Andere aufstrebende Regionen verzeichneten dagegen einen Mittelabfluss, hauptsächlich infolge vermehrter Einlagen bei den an die BIZ berichtenden Banken. Dies galt besonders für Russland, wo der Bankensektor umfangreiche Auslandseinlagen bildete; zum Teil wurden so Währungsreserven angelegt.

Features

Die Unterscheidung zwischen weltweiten Dollar-Reserven und staatlichen Beständen von US-Aktiva

In den letzten Jahren stiess die Frage vermehrt auf Interesse, in welchem Ausmass die weltweiten Dollar-Währungsreserven die staatlichen Bestände an Aktiva in den USA übersteigen. Gestützt auf Daten der einzelnen Länder und der BIZ stellt Robert McCauley (BIZ) fest, dass die einst wesentlichen Renditendifferenzen als Erklärungsfaktor für das Wachstum der von Zentralbanken im Ausland gehaltenen Dollar-Reserven an Bedeutung verloren haben. Von Bedeutung sind dagegen nach wie vor das Länderrisiko und Anlageverzögerungen nach massiven Interventionen an den Devisenmärkten. Der Autor argumentiert, dass die ausländischen Anlagen zwar aus buchhalterischer Sicht nicht das US-Leistungsbilanzdefizit finanzieren, dass sie jedoch sehr wohl den Wert des Dollars stützen. Abschliessend schlägt der Autor vor, die weltweiten Dollarkäufe der öffentlichen Hand am besten dem US-Nettoabsatz von Dollar-Verbindlichkeiten gegenüberzustellen, wenn es darum geht, abzuschätzen, in welchem Masse eine solche Reservenakkumulierung den Dollar stützt.

Die konsolidierte BIZ-Bankenstatistik: Aufbau, Verwendung und jüngste Verbesserungen

Die konsolidierte BIZ-Statistik zum internationalen Bankgeschäft ist die umfassendste Quelle von aggregierten Daten zu den Auslandsforderungen von Banken, und sie liefert international vergleichbare Messwerte des vom Bankgewerbe der einzelnen Länder eingegangenen Länderrisikos. Zu den neusten Verbesserungen dieser Statistik gehören detailliertere Angaben zu Risikotransfers, Derivatpositionen und Eventualforderungen. Patrick McGuire und Philip Wooldridge (BIZ) skizzieren die Erhebung und die letzten



Verbesserungen der konsolidierten Statistik; ferner erörtern sie einige analytische Anwendungsmöglichkeiten. Die Autoren zeigen, warum die Statistik nicht nur als Instrument für die Beobachtung der von den Banken eingegangenen Länderrisiken nützlich ist, sondern auch als Ergänzung anderer Messgrößen für die Auslandsverschuldung, wenn es um die Einschätzung der ausenwirtschaftlichen Verwundbarkeit der Länder geht.

Anstieg und Rückgang der Volatilität der US-Dollar-Zinssätze: was Swaptions aussagen

Eine bemerkenswerte Entwicklung an den Finanzmärkten seit 2001 war der kräftige Anstieg und der darauf folgende Rückgang der impliziten Volatilität der US-Dollar-Zinssätze. Fabio Fornari (ehemals BIZ) weist unter Verwendung von Daten des Swaptionmarktes nach, dass die Schwankungen der Zinsvolatilität bei den US-Dollar-Zinssätzen viel stärker waren als bei den Euro-Sätzen, und besonders ausgeprägt bei kurzfristigen Sätzen und Swaptions kurz vor Verfall. Bei einem Vergleich der impliziten Volatilität mit Volatilitätsprognosen, die aus ökonometrischen Simulationen abgeleitet werden, findet der Autor Belege dafür, dass die Schwankungen der impliziten US-Dollar-Volatilität nicht nur Veränderungen der erwarteten Zinsvolatilität widerspiegeln, sondern auch der Kompensation des Volatilitätsrisikos. Gestützt auf eine Regressionsanalyse kommt er zu dem Schluss, dass die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für die Kompensation des Dollar-Volatilitätsrisikos das Niveau der US-Zinssätze, deren Volatilität und die Neigung der Renditenstrukturkurve sind.

Strukturelle Ausfallmodelle: Lehren aus Einzelschuldnerdaten

Messgrößen für das Ausfallrisiko sind für ein solides Management in Kreditinstituten und das Urteil der Aufsichtsinstanz über deren Verwundbarkeit von zentraler Bedeutung. Nikola Tarashev (BIZ) kalibriert bekannte theoretische Ausfallmodelle auf Einzelschuldnerdaten und vergleicht die von diesen Modellen generierten Ausfallwahrscheinlichkeiten mit den tatsächlichen Ausfallquoten. Er stellt dabei fest, dass die Modelle bei Verwendung von Einzelschuldnerdaten die durchschnittlichen Ausfallquoten für die einzelnen Rating-Kategorien erheblich besser berechnen können. Einzelschuldnerdaten sind jedoch weniger wichtig bei der Prognose des Pfades der Ausfallquoten im Zeitverlauf, da wirtschaftliche Faktoren, die allen Schuldnern gemeinsam sind, die Entwicklung der prognostizierten Ausfallquoten stark beeinflussen.