



Pressemitteilung

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

14. März 2007

BIZ-Quartalsbericht März 2007

Der heute veröffentlichte *BIZ-Quartalsbericht* gliedert sich in zwei Teile. Der erste Teil gibt einen Überblick über die jüngsten Entwicklungen an den Finanzmärkten und geht dann etwas genauer auf die wichtigsten BIZ-Daten zum internationalen Bank- und Finanzmarktgeschäft ein. Der zweite Teil umfasst fünf Features: eines über die Interpretation von Renditenaufschlägen auf Staatsschuldtitel, ein zweites über Wechselkurse und weltweite Volatilität, ein drittes über Finanzanleger und Rohstoffmärkte, ein viertes über Economic Derivatives und schliesslich ein fünftes über die Messung des Kreditrisikos eines Portfolios.

Boomende Märkte bis Ende Februar¹

Von Ende November bis gegen Ende Februar stiegen die Preise risikobehafteter Vermögenswerte, da die Aussichten für das Wirtschaftswachstum anscheinend immer besser wurden; gleichzeitig verharrte die implizite Volatilität nahe einem Rekordtiefstand. In diesem Umfeld stiegen die Renditen an den wichtigsten Märkten für Staatsanleihen, und unter den Anlegern breitete sich die Einschätzung aus, dass die Geldpolitik in absehbarer Zukunft straffer werden könnte als zuvor erwartet. In den USA zeigten die veröffentlichten Daten eine überraschende Stärke der Wirtschaft an, insbesondere in der ersten Hälfte des Berichtszeitraums, sodass die Anleger nun weniger damit rechneten, dass die Federal Reserve in naher Zukunft die Leitzinssätze senken würde.

Die gute Ertragslage der Unternehmen und die weiterhin starke Aktivität im Bereich Fusionen und Übernahmen trugen weltweit zu einer Hausse der Aktienmärkte bei. Gleichzeitig sanken die Renditenaufschläge auf risikobehafteten Unternehmensschuldtiteln im Berichtszeitraum angesichts hoher Risikobereitschaft der Anleger, solider Unternehmensbilanzen und überraschend niedriger Ausfallquoten – insbesondere bei höher rentierenden Krediten – auf historische

¹ Der „Überblick“ deckt den Zeitraum von Ende November 2006 bis 23. Februar 2007 ab.



Tiefstwerte. An manchen Märkten für Collateralised Debt Obligations (CDO), vor allem denjenigen mit Schwerpunkt auf dem Wohnimmobiliensektor in den USA, weiteten sich die Renditenaufschläge in den letzten beiden Monaten erheblich aus – möglicherweise ein Anzeichen dafür, dass der Kreditzyklus in den kommenden Monaten allgemein umschlagen könnte.

Ebenso wie an den Märkten für hochrentierende Kredite in den fortgeschrittenen Ländern sanken die Renditenaufschläge auch bei Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften in den ersten beiden Monaten von 2007 auf historische Tiefstände, während die Aktienkurse weiter stiegen. Lokale Ereignisse wirkten sich für einzelne Länder negativ aus, beeinflussten aber offenbar bis in die letzte Februarwoche hinein die Gesamteinschätzung der Anleger hinsichtlich Investitionen in aufstrebenden Volkswirtschaften kaum. Vielmehr rechneten die meisten Anleger mit einem anhaltenden Boom in diesen Volkswirtschaften insgesamt wie auch mit besseren Aussichten für die US-Wirtschaft. Die grosse Risikobereitschaft der Anleger dürfte im Berichtszeitraum ein weiterer wichtiger Bestimmungsfaktor der Entwicklung der Vermögenspreise in aufstrebenden Märkten gewesen sein.

Trends im internationalen Bankgeschäft und an den internationalen Finanzmärkten

Am internationalen Anleihemarkt erhöhte sich der Bruttoabsatz *im vierten Quartal 2006* gegenüber dem Vorjahr um über 10%. Das Volumen der ausstehenden Schuldtitel wuchs um beinahe \$ 1 Bio. auf \$ 18 Bio. Am stärksten war das Wachstum bei den auf US-Dollar lautenden Wertpapieren, wo der Bruttoabsatz den höchsten Umfang seit fünf Jahren erreichte. In den entwickelten Ländern nahm der Anteil des Euro-Raums am Wertpapierbruttoabsatz weiter zu und erreichte im letzten Quartal 41%. Unter den aufstrebenden Volkswirtschaften waren Emittenten aus Europa und Lateinamerika am aktivsten.

Der Umsatz an den internationalen Derivatbörsen war *im vierten Quartal 2006* rückläufig. Der in Nominalwerten gemessene Gesamtumsatz von Zins-, Währungs- und Aktienindexkontrakten sank von Oktober bis Dezember 2006 um 7% auf \$ 431 Bio., insbesondere infolge eines saisonüblichen Rückgangs im Zinssegment. Stärkere Umsätze verzeichneten dagegen Derivate auf Aktienindizes (+5%) und Währungen (+19%). Das Geschäft mit Futures und Optionen auf Rohstoffe (im obigen Gesamtwert nicht eingeschlossen) wuchs, gemessen an der Zahl der gehandelten Kontrakte, um 12%; dies war hauptsächlich einem kräftigen Anstieg des Handels mit Agrarerzeugnissen in China zuzuschreiben.

Am internationalen Bankkreditmarkt erreichte der Gesamtbestand der grenzüberschreitenden Forderungen der an die BIZ berichtenden Banken *im dritten Quartal 2006* \$ 25 Bio. Die Zunahme der Forderungen um 16% im Vergleich zur Vorjahresperiode war etwas stärker als im Vorquartal, entsprach jedoch durchaus historischen Durchschnittswerten. Besonders kräftig war das Wachstum bei den Forderungen in Pfund Sterling und US-Dollar. Mehr als die Hälfte des Forderungswachstums der entwickelten Länder entfiel auf Banken im Vereinigten Königreich. Die aufstrebenden Volkswirtschaften waren starke Nettoeinleger; die Nettoforderungen der berichtenden Banken ihnen gegenüber sanken um \$ 64 Mrd.

Aus der konsolidierten Statistik zum internationalen Bankgeschäft, die auf der Nationalität der berichtenden Banken beruht und in der konzerninterne Positionen gegeneinander aufgerechnet werden, geht hervor, dass die Ausweitung der Auslandsforderungen *im dritten Quartal 2006* hauptsächlich von französischen, britischen und Schweizer Banken angeführt wurde. Neue Kredite wurden vor allem



an Schuldner in den USA, in aufstrebenden Volkswirtschaften und im Euro-Raum vergeben. Auf der Basis des letztlich Risikoträgers erhöhten die berichtenden Banken ihr Engagement gegenüber fast allen Ländern, trotz politischer und militärischer Spannungen in mehreren Ländern. Der Risikotransfer spielte bei den Portfolioengagements der berichtenden Banken in den aufstrebenden Volkswirtschaften nach wie vor eine relativ unbedeutende Rolle.

Features

Aussagekraft von Renditenaufschlägen auf Staatsschuldtitel

In den letzten Jahren war bei den Schuldtiteln aufstrebender Volkswirtschaften eine beträchtliche und kontinuierliche Verringerung der Renditenaufschläge zu beobachten. Gestützt auf die Literatur im Bereich Preisbildung von Vermögenswerten schlagen Eli Remolona und Michela Scatigna (BIZ) sowie Eliza Wu (University of New South Wales) einen Analyserahmen für die Interpretation von Renditenaufschlägen auf Staatsschuldtitel vor. Diese Renditenaufschläge enthalten zwei Komponenten: einen Aufschlag für die erwarteten Ausfallverluste und eine Risikoprämie, aus der hervorgeht, wie die Anleger das Risiko unerwarteter Verluste bewerten. Die Autoren zeigen, dass Risikoprämien den grösseren Teil der durchschnittlichen Renditenaufschläge auf Staatsschuldtitel ausmachen – sogar dann, wenn die Aufschläge relativ niedrig sind.

Wechselkurse und weltweite Volatilität: Implikationen für die Währungen der Asien-Pazifik-Region

Während der Verkaufswelle bei den Vermögenswerten aufstrebender Volkswirtschaften im Mai und Juni 2006 büssten höher rentierende Währungen am meisten an Wert ein. In ihrer Untersuchung der Beziehung zwischen Wechselkursen und weltweiter Volatilität legen Corrinne Ho und Robert McCauley (BIZ) sowie John Cairns (IDEA Global) dar, dass in Zeiten erhöhter Volatilität an den weltweiten Aktien- und Anleihemärkten hochrentierende Währungen im Allgemeinen dazu tendieren, gegenüber dem US-Dollar abzuwerten, während niedrigrentierende Währungen in der Regel als sichere Zuflucht („safe haven“) gelten. Das Ergebnis der Querschnittsanalyse der Reaktionen von Währungen auf die weltweite Volatilität lässt sich weitgehend auf das Niveau der kurzfristigen Zinssätze und in geringerem Masse auch auf den Umfang der Nettoauslandsverbindlichkeiten zurückführen. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass die Konvergenz der Inflationsraten in Asien die Unterschiede der Reagibilität der verschiedenen Währungen der Region auf eine Veränderung der weltweiten Volatilität verringern dürfte.

Finanzanleger und Rohstoffmärkte

Seit einigen Jahren sind Rohstoffe beliebte Finanzanlagen, und das Spektrum der Instrumente wie auch der verwendeten Strategien ist breiter geworden. Dietrich Domanski und Alexandra Heath (BIZ) untersuchen die Gründe für das wachsende Interesse an den Rohstoffmärkten und beurteilen, inwieweit sich dadurch Markteigenschaften, beispielsweise die Preisvolatilität, verändert haben. Aus dieser Analyse ziehen die Autoren den Schluss, dass die Rohstoffmärkte den Finanzmärkten ähnlicher geworden sind, was die Motivation und Strategien der Marktteilnehmer anbelangt. Dennoch bleiben die physischen Merkmale der Rohstoff-



märkte, wie z.B. Lagerbestände und Grenzkosten der Produktion, bedeutende Bestimmungsfaktoren für die Funktionsweise dieser Märkte.

Economic Derivatives

Mit „Economic Derivatives“ – Derivaten auf Wirtschaftsdaten – können Händler direkte Positionen auf gesamtwirtschaftliche Daten vor deren Veröffentlichung eingehen. In ihrer Analyse der Beweggründe für den Handel mit solchen Kontrakten legen Blaise Gadanecz, Richhild Moessner und Christian Upper (BIZ) dar, dass die Preise herkömmlicherer und liquiderer Finanzkontrakte oft in unvorhersehbarer Weise auf überraschende gesamtwirtschaftliche Daten reagieren, sodass sich die Economic Derivatives besser für das Eingehen von Positionen auf Wirtschaftsdaten eignen. Anders als die Messgrößen für Markterwartungen, die mittels Umfragen erhoben werden, liefern die Preise von Economic Derivatives nicht einfache Punktschätzungen, sondern Angaben zur gesamten Wahrscheinlichkeitsverteilung, die den entsprechenden Erwartungen zugrunde liegt. Abschliessend halten die Autoren fest, dass Messgrößen für die Unsicherheit, die aus solchen Wahrscheinlichkeitsverteilungen abgeleitet werden, wertvolle Informationen darüber enthalten, wie sich die Unsicherheit in Bezug auf die Wirtschaftslage verändert und wie sie die Finanzmärkte beeinflusst.

Messung des Kreditrisikos eines Portfolios: Modell- und Kalibrierungsfehler im Vergleich

Eine modellgestützte Bewertung des Kreditrisikos unterliegt Spezifikations- wie auch Kalibrierungsfehlern. Anhand eines bewährten Kreditrisikomodells schlagen Nikola Tarashev and Haibin Zhu (BIZ) eine Methode vor, wie sich die relative Bedeutung verschiedener solcher Fehlerquellen quantifizieren lässt. Dabei wird diese Methode auf umfangreiche Daten angewandt. Es zeigt sich, dass eine unzulängliche Kalibrierung des Modells die gemessene Grösse des Portfoliokreditrisikos erheblich beeinflussen kann. Spezifikationsfehler dagegen haben begrenztere Auswirkungen, insbesondere in grossen, gut diversifizierten Portfolios.